



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

01 | 2012

02 | 2012

03 | 2012

04 | 2012

05 | 2012

06 | 2012

07 | 2012

08 | 2012

09 | 2012

10 | 2012

11 | 2012

12 | 2012

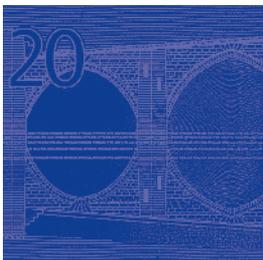
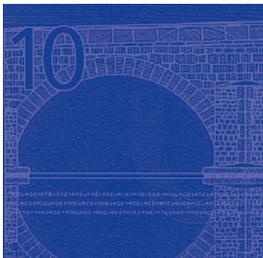
**BOLLETTINO MENSILE  
GENNAIO**





**BANCA CENTRALE EUROPEA**

**EUROSISTEMA**



## **BOLLETTINO MENSILE GENNAIO 2012**

Nel 2012 tutte  
le pubblicazioni della BCE  
saranno caratterizzate  
da un motivo tratto  
dalla banconota  
da 50 euro



# INDICE

## EDITORIALE

### ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

Il contesto esterno all'area dell'euro

Gli andamenti monetari e finanziari

Prezzi e costi

La produzione, la domanda  
e il mercato del lavoro

### Riquadri:

- |   |   |    |
|---|---|----|
| 1 | La debolezza recente<br>del commercio mondiale  | 15 |
| 2 | Domanda di moneta e incertezza  | 18 |
| 3 | Recenti miglioramenti<br>della posizione patrimoniale<br>sull'estero dell'area dell'euro    | 26 |
| 4 | L'impatto della prima operazione<br>di rifinanziamento<br>a più lungo termine a tre anni    | 31 |
| 5 | L'evoluzione dei prezzi al consumo<br>dei prodotti petroliferi nel 2011                     | 41 |
| 6 | Fattori limitanti il margine<br>disponibile per un incremento<br>dei prezzi interni         | 45 |
| 7 | La nuova classificazione<br>delle attività economiche (NACE)<br>nella contabilità nazionale | 55 |

### ARTICOLI

Interazione fra gli intermediari finanziari  
e impatto sull'analisi monetaria

61

Verso un mercato europeo integrato  
dei pagamenti con carta

77

## 5 STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO

### ALLEGATI

- |    |   |     |
|----|---|-----|
| 9  | Cronologia delle misure di politica<br>monetaria dell'Eurosistema | I   |
| 17 | Publicazioni prodotte dalla Banca<br>centrale europea             | V   |
| 40 | 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 del 12 gennaio, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE, dopo le riduzioni di 25 punti base effettuate il 3 novembre e l'8 dicembre 2011. Le informazioni che si sono rese disponibili dagli inizi di dicembre confermano sostanzialmente la precedente valutazione del Consiglio direttivo. L'inflazione si manterrà probabilmente su livelli superiori al 2 per cento per diversi mesi a venire, prima di scendere al di sotto di tale valore. Allo stesso tempo il ritmo dell'espansione monetaria di fondo resta moderato. Coerentemente con le attese, le perduranti tensioni nei mercati finanziari continuano a frenare l'attività economica nell'area dell'euro, mentre secondo alcuni indicatori basati sulle recenti indagini congiunturali vi sono timidi segnali di una stabilizzazione dell'attività su livelli modesti. Le prospettive economiche 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 e i tassi di inflazione dovrebbero seguire un profilo coerente con la stabilità dei prezzi nell'orizzonte rilevante per la politica monetaria. 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. È necessaria un'analisi molto accurata di tutti i nuovi dati e di tutti gli andamenti nel prossimo futuro.

L'offerta di liquidità e le modalità di aggiudicazione degli importi nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema continueranno a sostenere le banche dell'area dell'euro e, quindi, il credito all'economia reale. L'ampio ricorso alla prima operazione di rifinanziamento a tre anni indica che le misure non convenzionali di politica monetaria della BCE forniscono un notevole

contributo al miglioramento della situazione delle banche dal lato della provvista, con ricadute positive per le condizioni di finanziamento e il clima di fiducia. Inoltre, l'Eurosistema si adopera attivamente per l'attuazione di tutte le misure annunciate l'8 dicembre, che dovrebbero sostenere ulteriormente l'economia. Come dichiarato in precedenti occasioni, tutte le misure non convenzionali di politica monetaria sono di natura temporanea.

Per quanto riguarda l'analisi economica, nell'area dell'euro il tasso di incremento del PIL in termini reali si è collocato allo 0,1 per cento sul periodo precedente nel terzo trimestre del 2011. Allo stadio attuale una serie di fattori sembra frenare la dinamica di fondo della crescita nell'area dell'euro, tra cui la moderata espansione della domanda mondiale e il basso livello di fiducia di imprese e consumatori dell'area. La domanda interna sarà probabilmente indebolita dalle perduranti tensioni nei mercati del debito sovrano dell'area dell'euro, nonché dal processo di risanamento dei bilanci nei settori finanziario e non finanziario. Al tempo stesso il Consiglio direttivo continua ad attendersi che nel corso del 2012 l'attività economica dell'area dell'euro registri una ripresa, seppure molto graduale, favorita dall'andamento della domanda mondiale, dai tassi di interesse a breve termine assai contenuti e da tutte le misure intraprese per sostenere il funzionamento del settore finanziario.

Il Consiglio direttivo ritiene che permangano considerevoli rischi al ribasso per le prospettive economiche nell'area dell'euro, in un contesto di elevata incertezza. Tali rischi sono connessi, in particolare, all'ulteriore intensificarsi delle tensioni nei mercati del debito dell'area dell'euro, nonché alla loro potenziale propagazione all'economia reale dell'area; inoltre riguardano l'economia mondiale, le spinte protezionistiche e una possibile correzione disordinata degli squilibri internazionali.

Per quanto concerne l'andamento dei prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica per l'area dell'euro un tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC del 2,8 per cento in dicem-

bre, dopo il 3,0 dei tre mesi precedenti. Tale riduzione, conforme alle attese, riflette un effetto base al ribasso riguardante la componente dell'energia. L'inflazione persiste su livelli elevati dalla fine del 2010, sospinta principalmente dai rincari dei beni energetici e di altre materie prime. In prospettiva, è probabile che si mantenga su livelli superiori al 2 per cento per diversi mesi a venire, prima di scendere al di sotto di tale valore. Questa evoluzione rispecchia l'aspettativa che, a fronte di un indebolimento della crescita sia nell'area dell'euro sia su scala mondiale, restino modeste le pressioni di fondo su costi, salari e prezzi nell'area.

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, e possibili rincari delle materie prime. 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, nell'adeguata prospettiva di medio termine l'espansione monetaria di fondo prosegue a ritmo moderato. Lo scorso novembre il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è diminuito al 2,0 per cento, dal 2,6 di ottobre. Come nei tre mesi precedenti, gli andamenti monetari di novembre hanno risentito della maggiore incertezza nei mercati finanziari.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato, corretto per le cessioni e le cartolarizzazioni, è sceso all'1,9 per cento in novembre, dal 3,0 di ottobre. I tassi di incremento sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie, corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni, si sono entrambi ridotti in novembre, portandosi rispettivamente all'1,8 e al 2,3 per cento; i flussi mensili dei prestiti delle IFM alle imprese non finanziarie sono risultati lievemente negativi. Nel complesso, malgrado il rallentamento dei prestiti, i dati non suggeriscono finora che le maggiori tensioni sui mercati

finanziari abbiano determinato una consistente riduzione del credito nell'insieme dell'area dell'euro nel periodo fino a novembre. Al tempo stesso, 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.

La solidità dei bilanci bancari, sostenuta dal rafforzamento delle posizioni patrimoniali, sarà un fattore chiave per agevolare un'adeguata offerta di credito all'economia nel corso del tempo. È essenziale che i piani di ricapitalizzazione delle banche siano attuati senza produrre andamenti sfavorevoli per il finanziamento dell'attività economica nell'area dell'euro.

In sintesi, le nuove informazioni confermano sostanzialmente la precedente valutazione del Consiglio direttivo. L'inflazione si manterrà probabilmente su livelli superiori al 2 per cento per diversi mesi a venire, prima di scendere al di sotto di tale valore. Coerentemente con le attese, le perduranti tensioni nei mercati finanziari continuano a frenare l'attività economica nell'area dell'euro, mentre secondo alcuni indicatori basati sulle recenti indagini congiunturali vi sono timidi segnali di una stabilizzazione dell'attività su livelli contenuti. Le prospettive economiche 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 e i tassi di inflazione dovrebbero seguire un profilo coerente con la stabilità dei prezzi 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 dei paesi dell'area dell'euro devono adoperarsi al massimo per la sostenibilità dei conti pubblici correggendo i disavanzi eccessivi nel rispetto dei calendari concordati e realizzando infine il pareggio o un avanzo strutturale di bilancio nel medio periodo. Deviazioni rispetto ai piani di risanamento nella fase attuativa da

parte dei paesi vulnerabili devono essere corrette rapidamente attraverso miglioramenti strutturali dei saldi di bilancio. Per quanto concerne le nuove disposizioni del quadro di riferimento per la *governance* economica dell'UE, entrate recentemente in vigore, è indispensabile che a tutti gli elementi sia data rigorosa attuazione. Soltanto politiche ambiziose tese a prevenire e a correggere gli squilibri macroeconomici e di bilancio sosterranno la fiducia del pubblico nella validità dell'azione intrapresa sul piano delle politiche, giovando al clima economico generale.

Il Consiglio direttivo esprime apprezzamento per la decisione di rafforzare l'unione economica, annunciata lo scorso 9 dicembre dal Consiglio europeo. Il nuovo patto di bilancio (*fiscal compact*), che coniuga una fondamentale ridefinizione delle regole di bilancio e gli impegni assunti dai governi dei paesi dell'area dell'euro con riferimento ai conti pubblici, rappresenta un importante contributo in vista di assicurare la sostenibilità di lungo periodo delle finanze pubbliche nei paesi dell'area. La formulazione delle regole deve essere efficace e priva di ambiguità. L'ulteriore sviluppo degli strumenti europei per la stabilità finanziaria dovrebbe rendere più efficace il funzionamento della European Financial Stability Facility e del Meccanismo europeo di stabilità. Ora è necessario rendere operativi urgentemente tali strumenti. Per quanto riguarda il coinvolgimento del settore privato nell'assistenza finanziaria ai paesi indebitati, il Consiglio di-

rettivo apprezza che sia stata ribadita la natura unica ed eccezionale delle decisioni assunte il 21 luglio e il 26-27 ottobre 2011 in relazione al debito greco.

Per accompagnare il riequilibrio dei conti pubblici, il Consiglio direttivo invoca l'urgente realizzazione di 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. Si dovrebbe dare rapida attuazione a riforme chiave 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. Le riforme nei mercati dei beni e servizi dovrebbero mirare alla piena apertura a una maggiore concorrenza. Le riforme del mercato del lavoro si dovrebbero incentrare sulla rimozione delle rigidità e su una maggiore flessibilità salariale.

Questo numero del Bollettino contiene due articoli. Il primo tratta il ruolo e i mutamenti nel profilo dell'intermediazione finanziaria nell'area dell'euro ed esamina le relative implicazioni per la conduzione dell'analisi monetaria. Il secondo traccia un quadro del mercato e delinea le caratteristiche e i principi economici dei pagamenti mediante carte, individuando gli ambiti di intervento al fine di conseguire un mercato europeo integrato dei pagamenti con carta.



# ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

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

*Sullo sfondo delle maggiori incertezze e delle perduranti tensioni nei mercati finanziari, gli indicatori delle ultime indagini congiunturali mostrano che la crescita dell'economia mondiale ha rallentato negli ultimi mesi ma che sembrano emergere timidi segnali di stabilizzazione. L'inflazione ha evidenziato una dinamica ancora contenuta nelle economie avanzate e un calo modesto nel periodo recente in quelle emergenti, dove permangono tuttavia pressioni di fondo.*

### I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

L'economia mondiale ha perso slancio negli ultimi mesi, anche se sembrano emergere timidi segnali di stabilizzazione. Guardando al futuro, si prevede che rimanga debole malgrado la pubblicazione recente di dati più positivi. A medio termine, il processo di correzione in atto dovrebbe continuare a incidere negativamente sulle prospettive di crescita. Le criticità maggiori sono collegate in larga parte alle tensioni sui bilanci pubblici e privati, alle perduranti debolezze nel mercato immobiliare e in quello del lavoro di alcune delle principali economie avanzate. Nei paesi emergenti, la recente moderazione della crescita dovrebbe contribuire ad allentare parte delle pressioni di surriscaldamento presenti in alcuni casi.

A dicembre 2011 l'indice mondiale complessivo dei responsabili degli acquisti (PMI) è salito a 53, il suo massimo da aprile, ma resta inferiore alla media di lungo periodo. L'indice relativo al settore manifatturiero si è portato al di sopra del valore neutro fissato a 50, dopo essersi mantenuto al di sotto dello stesso nei quattro mesi precedenti, mentre quello riferito ai servizi ha continuato a segnalare un'espansione. La componente del PMI relativa ai nuovi ordinativi è cresciuta nel settore manifatturiero e in quello dei servizi.

La dinamica inflazionistica resta relativamente contenuta nelle economie avanzate. Nell'area dell'OCSE l'inflazione generale al consumo sui dodici mesi è scesa al 3,1 per cento in novembre

**Figura 1 PMI manifatturiero mondiale**

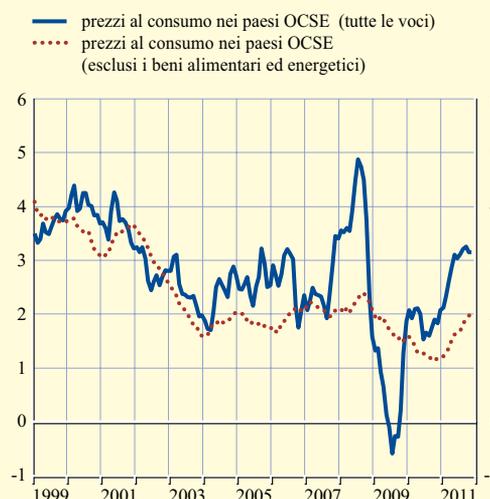
(indice di diffusione; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Markit.

**Figura 2 Andamenti dei prezzi internazionali**

(dati mensili; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: OCSE.

(dal 3,2 di ottobre), mentre il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è rimasto invariato al 2,0 per cento. Nei paesi emergenti l'inflazione ha subito un lieve calo nel periodo recente, ma perdurano pressioni di fondo.

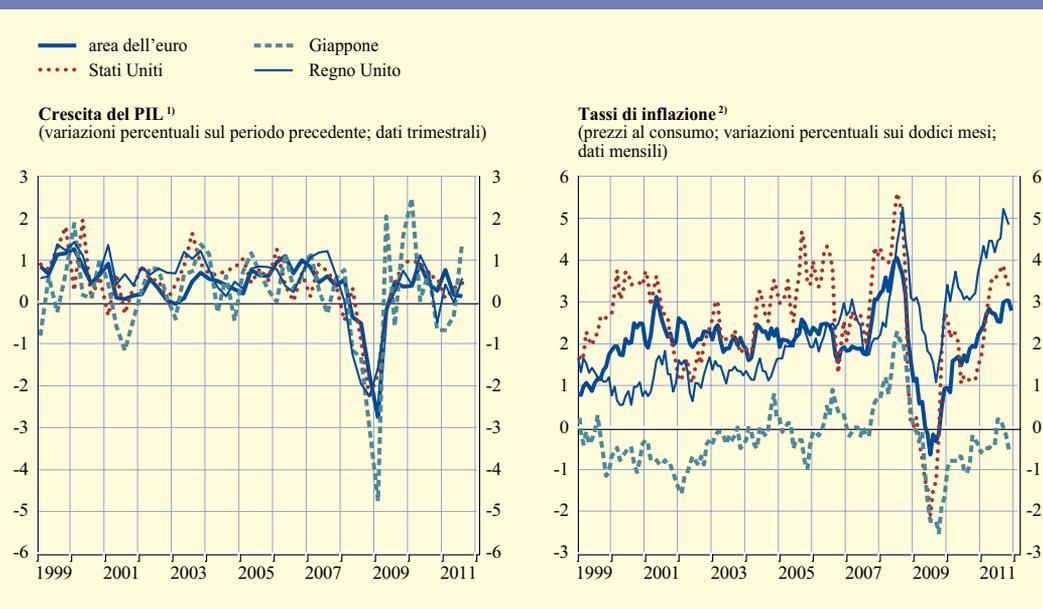
### STATI UNITI

Negli Stati Uniti l'economia ha acquisito slancio nel terzo trimestre del 2011, dopo la lenta dinamica della prima metà dell'anno. La terza stima del Bureau of Economic Analysis segnala che in tale periodo la crescita del PIL in termini reali è stata pari all'1,8 per cento sul periodo corrispondente (0,5 per cento sul periodo precedente), un livello inferiore alle stime precedenti ma ancora superiore all'1,3 per cento del secondo trimestre. L'attività economica è stata sorretta dalla spesa per consumi e dagli investimenti fissi delle imprese, mentre gli investimenti in edilizia residenziale sono rimasti deboli. Le statistiche mensili disponibili segnalano un'espansione moderata dell'economia anche nell'ultimo trimestre del 2011.

Con riferimento ai prezzi, l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è scesa al 3,4 per cento in novembre (dal 3,5 di ottobre). Questo secondo calo consecutivo rispetto al massimo del 3,9 di settembre è in larga parte riconducibile alla flessione dei prezzi delle materie prime. Il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è salito lievemente, al 2,2 per cento, dal 2,1 di ottobre. Gli andamenti recenti dell'inflazione di fondo rispecchiano in parte una lieve stabilizzazione della crescita dei canoni locativi, in linea con le tensioni nel mercato immobiliare, dopo l'aumento sostenuto dalla metà del 2010.

Il 13 dicembre 2011 il Federal Open Market Committee (FOMC) ha dichiarato che, nonostante l'indebolimento evidenziato dalla crescita mondiale, gli indicatori recenti segnalano un'espansione moderata dell'economia statunitense e un leggero miglioramento delle condizioni complessive nel mercato

**Figura 3 | I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate**



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

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

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

del lavoro. Il FOMC ha deciso di mantenere inalterato l'obiettivo per il tasso ufficiale sui Federal Funds entro un intervallo compreso tra zero e 0,25 per cento e ha continuato a prevedere che le condizioni economiche giustificano valori eccezionalmente bassi del tasso almeno fino alla metà del 2013. Per accrescere la chiarezza e la trasparenza delle comunicazioni al pubblico, il FOMC intende introdurre diverse modifiche a decorrere dalla riunione di gennaio 2012. Tra queste figura la decisione di rendere pubbliche le proiezioni dei partecipanti riguardo al livello appropriato dell'obiettivo per il tasso sui Federal Funds basate sulle aspettative circa gli andamenti futuri dell'economia.

### GIAPPONE

In Giappone la ripresa economica successiva al terremoto che ha colpito la parte orientale del paese a marzo 2011 è stata confermata dalla seconda stima dei dati di contabilità nazionale relativi al terzo trimestre dell'anno, anche se la crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente è stata rivista lievemente al ribasso (1,4 per cento). Per il quarto trimestre gli indicatori recenti segnalano un indebolimento dell'attività in presenza di un calo della domanda mondiale e di turbative lungo la catena produttiva causate dalle alluvioni in Thailandia. Le esportazioni corrette per le variazioni dei prezzi all'esportazione e le fluttuazioni stagionali sono scese del 7,3 per cento fra settembre e novembre, provocando un deterioramento del saldo commerciale.

Con riferimento ai prezzi al consumo, l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa a -0,5 per cento in novembre (da -0,2 in ottobre). Nella sua riunione di politica monetaria più recente, tenutasi il 21 dicembre, la Banca del Giappone ha deciso di mantenere invariato l'obiettivo per il tasso sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale entro un intervallo compreso fra lo 0,0 e lo 0,1 per cento.

### REGNO UNITO

Nel Regno Unito la crescita continua a mostrarsi modesta. Gran parte degli indicatori delle indagini presso le imprese e le famiglie è rimasta debole negli ultimi mesi, ma alcuni sono migliorati lievemente a dicembre 2011. La situazione del mercato del lavoro non ha evidenziato segnali di miglioramento e il tasso di disoccupazione si è mantenuto pari all'8,3 per cento, in media, nei tre mesi fino a ottobre. Nel breve periodo è probabile che il ritmo di crescita resti nell'insieme contenuto, anche se l'azione di stimolo riveniente dalla politica monetaria dovrebbe fornire un sostegno. 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 altresì probabile che il peggioramento delle prospettive per la domanda estera pesi sulla dinamica delle esportazioni.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC ha continuato a ridursi, ma resta elevata. Il tasso complessivo e quello calcolato al netto dei beni energetici e dei prodotti alimentari non trasformati sono entrambi diminuiti di 0,2 punti percentuali in novembre, portandosi rispettivamente al 5,0 e 3,6 per cento. Il graduale venir meno di determinati fattori temporanei (i precedenti rincari delle materie prime, il forte aumento dei prezzi dell'elettricità nell'autunno del 2011 e l'incremento dell'aliquota IVA da gennaio 2011) e l'esistenza di un margine di capacità produttiva 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 a dicembre 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.

### CINA

In Cina l'economia sta gradualmente rallentando, pur avendo finora evidenziato una generale tenuta di fronte al peggioramento delle prospettive mondiali e pur avendo gli indici dei responsabili



degli acquisti (PMI) segnalato un lieve miglioramento dell'attività produttiva a dicembre. Tuttavia, la crescita delle esportazioni in termini nominali è scesa al 13,4 per cento sui dodici mesi (dal 13,8 di novembre). Gli investimenti fissi e il valore aggiunto industriale hanno decelerato in novembre, sebbene in misura solo marginale, mentre le vendite al dettaglio si sono mantenute robuste. Politiche macroprudenziali intese a raffreddare il mercato delle abitazioni frenano gli investimenti e i volumi delle vendite nel settore immobiliare.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa al 4,1 per cento in dicembre, dal 4,2 di novembre, soprattutto a causa dei beni non alimentari. I nuovi prestiti interni e l'aggregato M2 hanno accelerato lievemente in dicembre, dopo la riduzione di 50 punti base dell'aliquota di riserva decisa dalla banca centrale della Repubblica popolare cinese a fine novembre. In dicembre la banca centrale ha mantenuto invariati i tassi di riferimento e il coefficiente di riserva. In occasione della Central Economic Work Conference annuale, le autorità hanno convenuto che il mantenimento di una crescita stabile costituiva la priorità fondamentale sul piano delle politiche per il 2012 e assieme alla ristrutturazione dell'economia e alla gestione delle aspettative di inflazione.

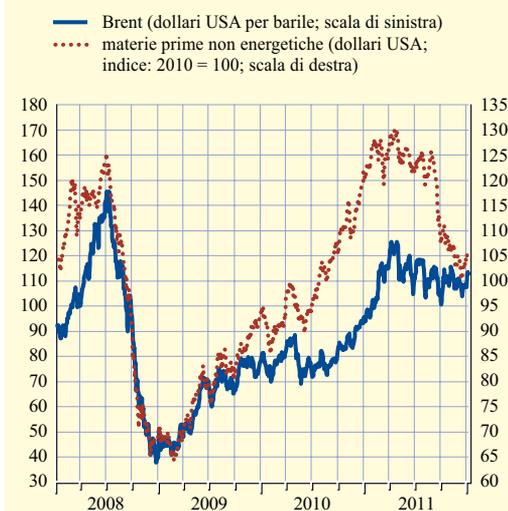
## I.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

Fra i primi di dicembre e gli inizi di gennaio i prezzi del petrolio sono complessivamente aumentati, per i rialzi dei primi giorni del 2012. L'11 gennaio il greggio di qualità Brent veniva quotato a 113,4 dollari per barile, un livello superiore del 21,6 per cento rispetto agli inizi dell'anno e del 2,4 per cento nel confronto con i primi di dicembre (cfr. figura 4). In prospettiva, tuttavia, gli operatori si attendono prezzi inferiori nel medio periodo, viste le quotazioni dei contratti *future* con scadenza a dicembre 2013 che si collocano a 103,6 dollari per barile.

L'aumento complessivo dei corsi petroliferi cela una flessione iniziale per tutta la prima metà di dicembre, riconducibile al peggioramento delle notizie macroeconomiche e alla decisione assunta dall'OPEC il 14 dicembre di accrescere infine la propria quota di produzione. Tale decisione, la prima in quasi tre anni, avrebbe dovuto fornire un certo sostegno ai bassi livelli delle scorte. Da allora, tuttavia, i timori di pesanti effetti sull'offerta di petrolio iraniano derivanti dall'intensificarsi delle tensioni connesse al programma nucleare del paese hanno continuato a sospingere i prezzi verso l'alto. In particolare, le sanzioni imposte recentemente dagli Stati Uniti e l'embargo concordato dall'UE sulle importazioni di greggio dall'Iran a decorrere da una data non ancora specificata hanno fatto salire le quotazioni e avrebbero accresciuto le preoccupazioni per l'impatto delle incertezze relative alle prospettive macroeconomiche sulla domanda di petrolio.

I corsi delle materie prime non energetiche hanno nell'insieme registrato un ulteriore lieve calo in dicembre. Sia i metalli sia le derrate alimentari hanno risentito in qualche misura dei timori

Figura 4 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWI.

per l'indebolimento della crescita mondiale, ma nel periodo recente le quotazioni dei beni alimentari – e in particolare dei cereali – sono state spinte verso l'alto dalla possibilità di interruzioni dell'offerta connesse alla siccità in America latina. Verso la fine di dicembre l'indice aggregato dei prezzi denominati in dollari delle materie prime non energetiche era inferiore del 14,8 per cento rispetto agli inizi dell'anno.

### 1.3 TASSI DI CAMBIO

Nell'ultimo trimestre del 2011 il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise dei 20 più importanti partner commerciali dell'area – si è deprezzato in un contesto di volatilità persistentemente elevata e l'11 gennaio 2012 era inferiore del 4,1 per cento al livello di fine settembre 2011 e del 5,0 per cento alla media del 2011 (cfr. figura 5).

In termini bilaterali, nell'ultimo trimestre l'euro si è deprezzato rispetto a gran parte delle divise principali. Fra il 30 settembre 2011 e l'11 gennaio 2012 si è indebolito nei confronti del dollaro statunitense, della sterlina britannica, dello yen giapponese e del renminbi cinese (rispettivamente del 5,8, 4,7, 5,7 e 6,8 per cento). Ha inoltre perso terreno su altre valute asiatiche e in particolare sul won coreano, il dollaro di Hong Kong e il dollaro di Singapore (rispettivamente del 7,4, 6,1 e 6,5 per cento), oltre che sulle monete di alcuni paesi esportatori di materie prime. Nello stesso orizzonte temporale il tasso di cambio con il franco svizzero è rimasto sostanzialmente invariato. La moneta unica si è apprezzata nei confronti di alcune altre divise europee e in particolar modo il fiorino ungherese, la corona ceca e lo zloty polacco (rispettivamente del 6,6, 4,3 e 1,3 per cento,

**Figura 5 Tasso di cambio effettivo dell'euro (TCE-20) e sue componenti <sup>1)</sup>**

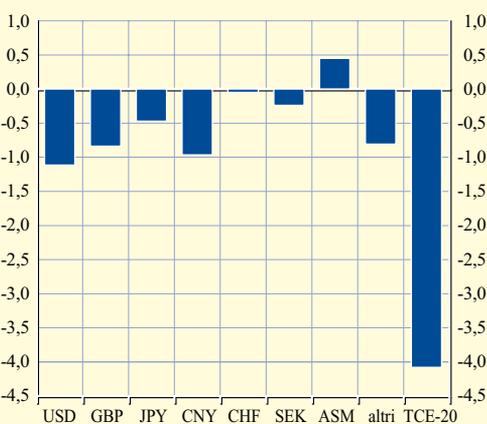
(dati giornalieri)

Indice: 1° trim. 1999=100



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

Dal 30 settembre 2011 all'11 gennaio 2012  
(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.

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

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

	peso nel TCE-20	tasso di cambio all'11 gennaio 2012	apprezzamento (+)/deprezzamento (-) dell'euro all'11 gennaio 2012		
			da: 30 settembre 2011	3 gennaio 2012	rispetto a: media del 2011
Dollaro statunitense	19,4	1,272	-5,8	-4,7	-8,6
Sterlina britannica	17,8	0,826	-4,7	-4,1	-4,8
Renminbi cinese	13,6	8,030	-6,8	-8,7	-10,7
Yen giapponese	8,3	97,9	-5,7	-10,0	-11,8
Franco svizzero	6,4	1,212	-0,4	-2,8	-1,7
Zloty polacco	4,9	4,461	1,3	12,7	8,3
Corona svedese	4,9	8,809	-4,9	-1,4	-2,4
Corona ceca	4,1	25,82	4,3	2,9	5,0
Won sudcoreano	3,9	1,477	-7,4	-1,6	-4,2
Fiorino ungherese	3,1	311,9	6,6	12,0	11,7
TCEN <sup>2)</sup>		99,2	-4,1	-3,3	-5,0

Fonte: BCE.

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

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

cfr. tavola 1). Nel periodo in esame la volatilità misurata in base ai prezzi delle opzioni su valute è aumentata per gran parte dei cambi bilaterali e si colloca attualmente ben al di sopra dei livelli medi di lungo periodo.

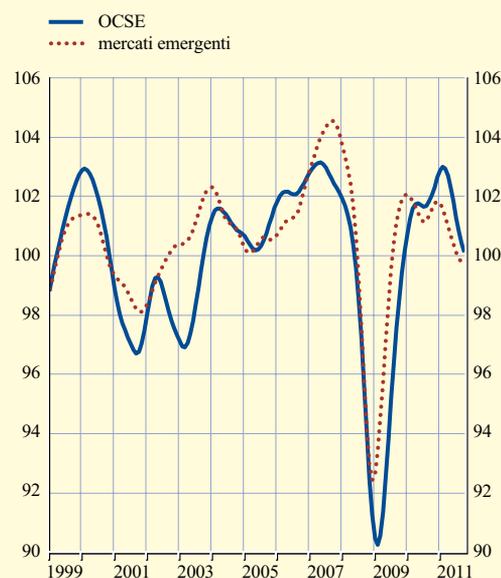
Fra il 30 settembre 2011 e l'11 gennaio 2012 le valute all'interno degli AEC II si sono mantenute sostanzialmente stabili rispetto all'euro, su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali. Il lat lettone si è avvicinato alla sua parità centrale all'interno della banda di oscillazione del  $\pm 1$  per cento fissata unilateralmente.

#### I.4 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

In prospettiva, la crescita mondiale dovrebbe rimanere modesta a causa delle accresciute incertezze, delle tensioni nei mercati finanziari internazionali e del processo di correzione economica in atto nelle principali economie avanzate. A ottobre l'indicatore anticipatore composito dell'OCSE ha continuato a segnalare un rallentamento negli Stati membri dell'organizzazione e in altre economie principali, seppure di intensità lievemente diversa nei vari paesi. Inoltre, le ultime statistiche disponibili segnalano un'espansione lenta anche del commercio mondiale nei mesi a venire. Il riquadro 1 analizza in maggiore dettaglio le tendenze recenti dell'interscambio globale.

**Figura 6 Indicatore anticipatore composito dell'OCSE**

(dati mensili corretti per l'ampiezza)



Fonte: OCSE.

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

In un contesto di incertezza elevata, i rischi per l'attività economica restano orientati verso il basso. Essi sono principalmente connessi all'ulteriore intensificazione delle tensioni in alcuni segmenti dei mercati finanziari, oltre che alle pressioni protezionistiche e alla possibilità di una correzione disordinata degli squilibri globali.

Riquadro I

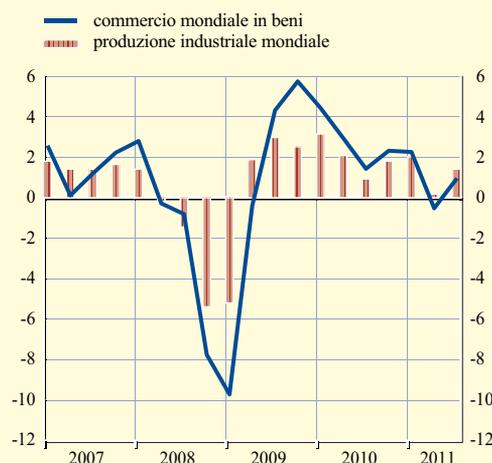
LA DEBOLEZZA RECENTE DEL COMMERCIO MONDIALE

Il commercio mondiale è risultato piuttosto debole negli ultimi trimestri: gli scambi di beni sono diminuiti (dello 0,5 per cento sul periodo precedente) nel secondo trimestre del 2011 e cresciuti in misura solo modesta (1,0 per cento) nel terzo. Ciò ha richiamato alla memoria il precedente episodio di contrazione del 2008-09. Il calo dell'interscambio osservato all'epoca era stato non solo eccezionalmente marcato ma anche significativamente superiore a quello del prodotto mondiale e amplificato – stando ai riscontri – da fattori quali l'effetto composizione, l'effetto scorte, i vincoli finanziari e l'integrazione verticale delle catene produttive internazionali <sup>1)</sup>. Questo riquadro prende le mosse da tale contesto per valutare se la recente debolezza del commercio globale sia riconducibile a fattori simili oppure sia sostanzialmente in linea con il generale raffreddamento dell'economia mondiale.

A livello internazionale si rileva di norma un comovimento tra l'interscambio e il livello complessivo dell'attività economica. Ciò è apparso evidente anche nel secondo e terzo trimestre del 2011, quando la crescita modesta della produzione industriale ha trovato riflesso in una dinamica debole degli scambi (cfr. figura A). Resta tuttavia da appurare se il recente calo del commercio su scala internazionale (e il suo successivo aumento contenuto nel trimestre seguente) sia di entità commisurata alle condizioni economiche globali. Per rispondere a tale quesito, viene adottata la cosiddetta "metodologia del cuneo" (*wedge methodology*) <sup>2)</sup>. Sulla base di statistiche nazionali relative alle principali economie dell'OCSE non appartenenti all'area dell'euro aggiornate al terzo trimestre del 2011, si ricava il cuneo tra la crescita effettiva delle importazioni di un paese e quella "prevista dalla teoria". Quest'ultima si fonda su una relazione calibrata della domanda di importazioni, la quale ipotizza un aumento delle stesse in funzione dell'assorbimento interno ("domanda") e del rapporto tra i prezzi dei prodotti nazionali e quelli dei beni importati. Un cuneo prossimo allo zero sta a indicare che la crescita degli scambi vie-

Figura A Commercio mondiale in beni e produzione industriale mondiale

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



Fonte: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB).  
Nota: l'ultima osservazione è relativa al terzo trimestre del 2011.

1) Cfr. l'articolo *Andamenti recenti dell'interscambio mondiale e dell'area dell'euro* nel numero di agosto 2010 di questo Bollettino.  
2) Per un approfondimento metodologico, cfr. Levchenko, A., Lewis, L. e Tesar, L., "The collapse of international trade during the 2008-2009 crisis: in search of the smoking gun", *Economic Review*, FMI, Vol. 58, n. 2, 2010.

ne adeguatamente spiegata dall'assorbimento e dai prezzi relativi.

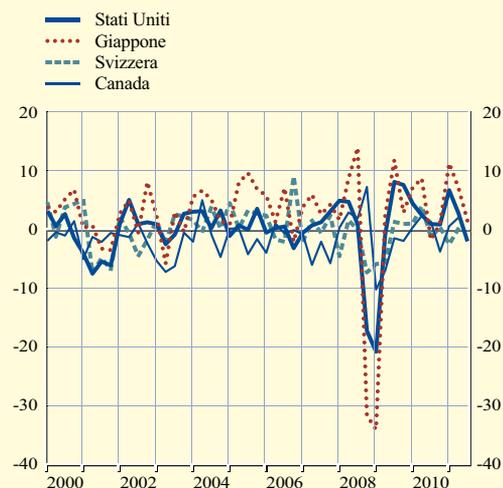
Di fatto, negli ultimi due trimestri dell'orizzonte di osservazione i cunei del campione considerato sono relativamente ridotti in termini assoluti (cfr. figura B). In altri termini, la crescita delle importazioni è sostanzialmente in linea con l'evoluzione sia dell'assorbimento sia dei prezzi relativi ed esistono scarsi riscontri di un effetto al ribasso sul commercio mondiale esercitato da fattori particolari. Risultati analoghi si osservano per le altre economie dell'OCSE. Nel 2008-09 sono stati invece registrati cunei negativi eccezionalmente ampi in paesi quali gli Stati Uniti e il Giappone, a confermare che in tale periodo il calo subito dalle importazioni è stato molto maggiore di quanto prevedibile da una semplice equazione di domanda di importazioni. Ciò viene sostanzialmente confermato da modelli empirici dell'interscambio più elaborati.

Gli indicatori congiunturali mostrano che nel breve periodo il commercio mondiale seguirà verosimilmente molto da vicino la produzione su scala internazionale. Dopo una serie di dati piuttosto deboli, nell'ultimo trimestre del 2011 gli indici dei responsabili degli acquisti (PMI) che rilevano gli andamenti mondiali della produzione e dei nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero hanno entrambi evidenziato segnali di stabilizzazione. Il PMI relativo ai nuovi ordinativi dall'estero è tuttavia rimasto lievemente al di sotto del valore soglia teorico tra espansione e contrazione fissato a 50, in linea con la debolezza degli scambi attorno al volgere dell'anno.

In conclusione, la dinamica fiacca evidenziata dal commercio mondiale nel periodo recente è sostanzialmente in linea con la debolezza delle condizioni economiche globali ed esistono scarsi riscontri di effetti negativi provocati da fattori particolari. Gli indicatori anticipatori mostrano che, su scala internazionale, l'interscambio e la produzione continueranno verosimilmente a mostrare un grado alquanto elevato di comovimento nel breve periodo.

**Figura B “Cuneo” delle importazioni per alcuni dei maggiori paesi dell'OCSE non appartenenti all'area dell'euro**

(punti percentuali)



Fonti: OCSE (Conti Nazionali Trimestrali) ed esperti della BCE.  
Note: cifre positive indicano che la crescita effettiva sul trimestre precedente è stata maggiore rispetto alla crescita calcolata con un'equazione convenzionale per le importazioni. L'ultima osservazione è relativa al terzo trimestre del 2011 (tranne che per il Canada e la Svizzera, per i quali l'ultima osservazione è relativa al secondo trimestre del 2011). Per il Regno Unito non sono disponibili dati tempestivi.

## 2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

### 2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 ha registrato una forte diminuzione in novembre. Nel complesso, i deboli andamenti monetari nel mese hanno continuato a rispecchiare livelli elevati di incertezza nell'attività economica e nei mercati finanziari. L'incertezza è emersa con chiarezza dall'ulteriore riduzione dei depositi di M3 detenuti dagli investitori istituzionali e dalla contrazione delle operazioni interbancarie condotte tramite controparti centrali appartenenti al settore detentore di moneta. Inoltre, alcuni detentori di moneta hanno continuato a spostare fondi verso attività situate all'esterno dell'area dell'euro. L'espansione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato ha evidenziato un marcato calo, per effetto di una diminuzione dei prestiti erogati agli intermediari finanziari non monetari. Al contempo, il modesto afflusso mensile osservato in novembre per i prestiti alle famiglie è stato largamente compensato da una riduzione dei prestiti alle società non finanziarie. I dati sui prestiti non indicano per il momento una significativa riduzione del credito nell'insieme dell'area dell'euro. Tuttavia, considerando che gli effetti sull'offerta di credito si potrebbero manifestare in ritardo, gli andamenti del credito e della situazione della provvista bancaria vanno tenuti sotto stretta osservazione nel prossimo futuro. Nel complesso, l'espansione di fondo della moneta e del credito è rimasta moderata.

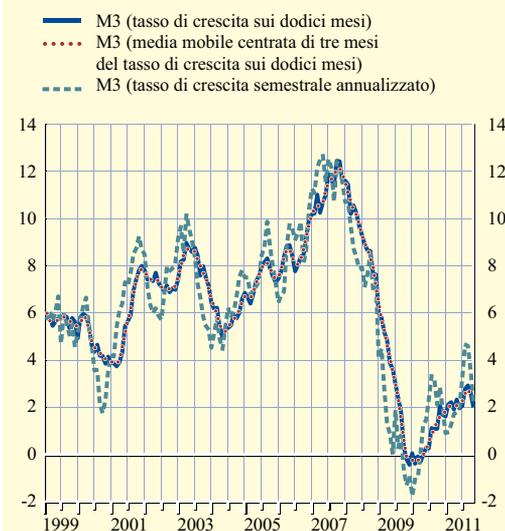
#### AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 ha registrato una forte diminuzione, collocandosi in novembre al 2,0 per cento dal 2,6 di ottobre (cfr. figura 7). Da un lato, tale calo è riconducibile per tre quarti a un effetto base connesso alle consistenti operazioni interbancarie scambiate tramite controparti centrali nel novembre 2010. Dall'altro lato, sul mese precedente si è registrata una moderata contrazione in novembre (-0,15 per cento). Il flusso mensile negativo è attribuibile a una contrazione dei contratti pronti contro termine. Ciò, a sua volta, ha rispecchiato una flessione delle operazioni di prestito garantite nel mercato monetario condotte mediante controparti centrali situate nell'area dell'euro. Se corrette per l'impatto dei contratti pronti contro termine eseguite tramite controparti centrali, le consistenze di M3 sono lievemente aumentate rispetto al mese precedente. Parimenti, il tasso di variazione sui dodici mesi della serie corretta di M3, pur rimanendo su un livello basso, è moderatamente aumentato all'1,6 per cento in novembre, dall'1,4 di ottobre.

Nel complesso, i deboli andamenti monetari hanno continuato a rispecchiare, come in ottobre, i livelli elevati di incertezza nell'attività economica e nei mercati finanziari. Dal lato delle componenti, tale incertezza è emersa con chiarezza dall'ulteriore riduzione dei depositi di M3 detenuti dagli investitori istituzionali e dalla contrazione delle operazioni condotte tramite controparti centrali. Per contro, è stato registrato un altro modesto afflusso per i depositi di M3 detenuti dalle famiglie nel contesto dell'acuirsi della crisi del debito sovrano e delle flessioni osservate nei corsi azionari per la

Figura 7 Crescita di M3

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



Fonte: BCE.

maggior parte del mese. Le famiglie hanno altresì trasferito una parte dei fondi detenuti in depositi *overnight* verso depositi meno liquidi, in ragione dei rendimenti disponibili sulle varie tipologie di depositi.

Dal lato delle contropartite, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato non finanziario (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è in qualche misura diminuito in novembre, poiché il modesto afflusso mensile dei prestiti alle famiglie è stato largamente compensato da una riduzione dei prestiti alle società non finanziarie. Tuttavia, i moderati andamenti dell'attività di prestito non indicano per ora una riduzione significativa dell'offerta di prestiti a livello dell'area dell'euro. In novembre i detentori di moneta hanno continuato a trasferire fondi verso attività situate all'esterno dell'area dell'euro, come risulta evidente dal calo della posizione netta sull'estero delle IFM. Al contempo, si sono ulteriormente accresciute le pressioni di provvista per le banche in seguito alla limitata emissione di titoli di debito a più lungo termine e al ritiro dei depositi detenuti da non residenti dell'area dell'euro. Le misure non convenzionali introdotte dall'Eurosistema agli inizi di dicembre, in particolare le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a tre anni, dovrebbero tuttavia attenuare tali pressioni.

Le principali attività detenute dalle IFM dell'area dell'euro (escluso l'Eurosistema) hanno segnato la seconda diminuzione mensile consecutiva in novembre, mostrando con chiarezza l'impatto delle spinte verso un abbassamento della leva finanziaria sui bilanci bancari. Il calo osservato in novembre è imputabile prevalentemente a una marcata riduzione delle attività sull'estero, soprattutto prestiti a non residenti, ma anche a un calo delle consistenze detenute in titoli di debito emessi da non residenti. A tale riguardo, il comportamento degli enti creditizi ha seguito l'ordine gerarchico delle fonti di finanziamento (*pecking order*), in base al quale le attività altamente liquide o che non rientrano fra quelle caratteristiche (*core*) sono cedute prima di quelle che ricadono nel principale settore di attività delle banche.

### PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Il calo della crescita sui dodici mesi di M3 osservato in novembre ha principalmente rispecchiato una brusca flessione dei tassi di espansione degli strumenti negoziabili e, in misura minore, dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight*. L'aggregato monetario ristretto M1, il cui tasso di variazione è lievemente aumentato, ha costituito l'unica componente principale che nel mese ha sostenuto gli andamenti monetari.

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è salito in novembre al 2,1 per cento, dall'1,7 del mese precedente, evidenziando un incremento riconducibile principalmente ai depositi *overnight*. In particolare, nel mese in rassegna il settore finanziario non monetario ha accresciuto i depositi *overnight* detenuti, probabilmente per effetto sia dell'accumulo della liquidità ottenuta dalla cessione di titoli sia dell'esigenza di mantenere strumenti liquidi per il perdurare delle accresciute tensioni nei mercati finanziari. Per contro, sia le società non finanziarie sia le famiglie hanno ridotto le disponibilità detenute in depositi *overnight*. Le famiglie hanno continuato a spostare i nuovi risparmi, e quelli precedentemente accumulati, verso altre componenti di M3, specie depositi a termine a breve scadenza (depositi con durata prestabilita fino a due anni). Nel seguente riquadro 2 si analizzano nel dettaglio le riallocazioni di portafoglio da e verso M1, nonché il ruolo dell'incertezza.

#### Riquadro 2

### DOMANDA DI MONETA E INCERTEZZA

Sebbene vi sia ampia evidenza che la crescita di moneta abbia proprietà di indicatore anticipatore per l'inflazione nel medio e lungo termine, tali proprietà possono essere più deboli durante specifici periodi. Ciò vale in particolare in periodi caratterizzati da significativa variazione della

domanda di moneta innescata da un'accresciuta incertezza in merito al contesto economico, quando i saldi monetari potrebbero essere detenuti principalmente per motivazioni precauzionali e di portafoglio, anziché per fini transattivi<sup>1)</sup>. Le accresciute tensioni osservate nei mercati dei titoli di Stato dall'agosto 2011 hanno accentuato le tensioni finanziarie nel settore bancario dell'area dell'euro e nel più ampio sistema finanziario. Questi elevati livelli di tensione, che sono un riflesso di vari tipi d'incertezza, hanno altresì inciso sugli andamenti monetari nell'area dell'euro. Il presente riquadro considera la natura delle incertezze all'origine delle tensioni nei mercati finanziari e gli effetti potenzialmente ambigui che queste possono avere sugli andamenti monetari. Viene inoltre compiuto un tentativo di quantificare l'impatto esercitato sull'aggregato monetario ristretto M1 dalle tensioni nei mercati finanziari connesse all'incertezza durante la crisi finanziaria e del debito sovrano.

### Riallocazioni di portafoglio legate all'incertezza

Le tensioni nei mercati finanziari potrebbero essere associate ad accresciuta incertezza tra prestatori e investitori circa il valore fondamentale delle attività finanziarie e reali<sup>2)</sup>. Di conseguenza, è probabile che l'incertezza influenzi le decisioni relative all'allocazione di portafoglio, con due effetti parzialmente contrastanti. Da un lato, un accentuato grado d'incertezza può innescare riallocazioni a favore di attività nazionali meno rischiose, quali gli strumenti monetari liquidi. Dall'altro lato, a seconda della natura dell'incertezza, le posizioni in attività monetarie potrebbero diminuire, in quanto gli operatori potrebbero volere scambiare le attività nominali in attività reali o le attività nazionali in attività estere. La relativa importanza di questi due effetti e l'esito complessivo dipende, tra l'altro, dall'aggregato monetario considerato e dalla correlazione tra i rendimenti delle attività<sup>3)</sup>.

In generale, per un rafforzamento della crescita dell'aggregato monetario ampio a seguito di riallocazioni di portafoglio è necessario che il settore detentore di moneta venda attività rischiose alle IFM dell'area dell'euro, al governo centrale di un paese dell'area o a residenti all'esterno dell'area. Le riallocazioni di portafoglio osservate nel periodo tra il 2001 e il 2003 sono un esempio di tale tipo di dinamica. Tale periodo è stato caratterizzato dal rimpatrio di fondi da parte dei detentori di moneta dell'area dell'euro, che hanno venduto le attività estere che avevano acquistato in precedenza (principalmente azioni) a non residenti, conservando i proventi in attività monetarie<sup>4)</sup>. Tale tendenza a rimpatriare i fondi a livello mondiale e questa preferenza per attività sicure e liquide si è osservata anche durante la fase iniziale della crisi finanziaria nel 2007 e 2008.

Nell'attuale fase, in cui l'incertezza è connessa principalmente ai problemi del debito sovrano in alcuni paesi dell'area dell'euro, unitamente alle pressioni sul settore bancario, il potenziale di un periodo prolungato di riallocazioni di portafoglio a favore delle attività monetarie potrebbe essere più limitato, in quanto le IFM stanno tentando di ridurre l'indebitamento e gli investitori residenti all'esterno dell'area potrebbero preferire ritirarsi dalle attività dell'area dell'euro, contribuendo a esercitare pressioni al ribasso sulla crescita di moneta.

1) Per una trattazione dettagliata, cfr. l'articolo "Domanda di moneta e incertezza", *Bollettino mensile*, BCE, ottobre 2005.

2) Cfr. Hakkio, C. e Keeton, W., "Financial Stress: What Is It, How Can It Be Measured, and Why Does It Matter?", *Economic Review*, secondo trimestre, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2009.

3) Cfr. Atta-Mensah, J., "The Demand for Money in a Stochastic Environment", *Working Papers*, n. 2004-7, Bank of Canada, marzo 2004; nonché Choi, W. e Oh, S., "A money demand function with output uncertainty, monetary uncertainty, and financial innovations", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 35, n. 5, 2003.

4) Cfr., ad esempio, il riquadro "Impatto su M3 delle ricomposizioni di portafoglio ascrivibili all'acuirsi dell'incertezza" nell'articolo citato alla nota 1.

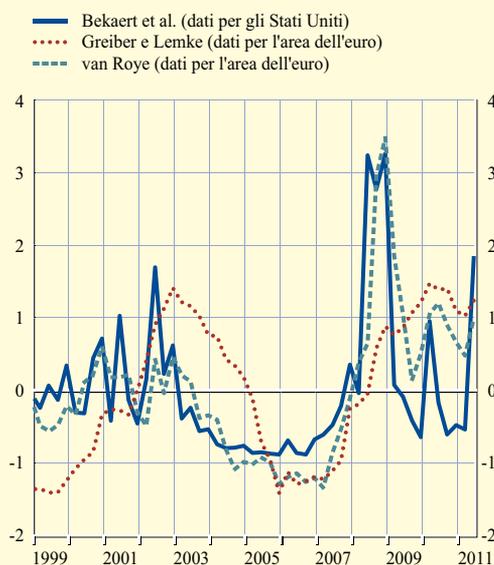
## Misure dell'incertezza

La letteratura economica offre numerose definizioni di incertezza, da cui deriva a sua volta un'ampia gamma di indicatori. La figura A presenta una serie di indicatori di incertezza e di tensioni nei mercati finanziari. Un aspetto importante è che le tipologie di incertezza sottostante rappresentate dai vari indicatori sono considerevolmente diverse. Ad esempio, la misura di incertezza proposta da Bekaert, Hoerova e Lo Duca<sup>5)</sup> si incentra sul mercato azionario statunitense ed è pertanto probabile che rifletta l'impatto dell'incertezza relativa a eventi sia economici ampi che geopolitici. Greiber e Lemke<sup>6)</sup> costruiscono un proxy dell'impatto esercitato dall'incertezza sulle preferenze di liquidità degli operatori economici con l'aiuto di: a) rendimenti a medio termine di titoli e obbligazioni; b) misure delle perdite e della volatilità dei mercati azionari; e c) indicatori della fiducia dei consumatori e delle imprese. Un'ampia gamma di indicatori dei mercati finanziari funge da input per gli indicatori di incertezza proposti da van Roye<sup>7)</sup>. I dati utilizzati da Bekaert et al. riguardano gli Stati Uniti, mentre i dati utilizzati da Greiber e Lemke e da van Roye attengono all'area dell'euro.

La figura B scompone in tre componenti la misura stimata delle tensioni nei mercati finanziari dell'area dell'euro di van Roye, ossia: (i) indicatori bancari; (ii) indicatori dei titoli dei mercati azionari; e (iii) indicatori valutari. Appare evidente come, dopo le condizioni di tranquillità nei

**Figura A Misure di incertezza**

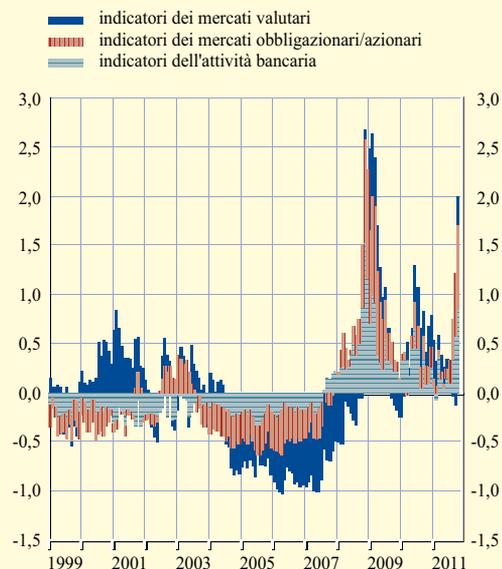
(scostamento dalla media corretto per la scala; dati trimestrali)



Fonti: cfr. gli articoli citati rispettivamente nelle note 5, 6 e 7.  
Nota: tutte le serie sono corrette per la media e normalizzate in maniera tale che presentino complessivamente la stessa deviazione standard.

**Figura B Scomposizione di un indicatore di stress dei mercati finanziari per l'area dell'euro**

(contributi in punti percentuali; dati mensili)



Fonte: cfr. l'articolo citato nella nota 7.

- 5) Cfr. Bekaert, G., Hoerova, M. e Lo Duca, M., "Risk, uncertainty and monetary policy", *NBER Working Paper Series*, n. 16397, National Bureau of Economic Research, 2010. Questa misura fornisce anche una stima dell'avversione al rischio.
- 6) Cfr. Greiber, C. e Lemke, W., "Money demand and macroeconomic uncertainty", *Discussion Paper Series 1*, n. 26, Deutsche Bundesbank, 2005.
- 7) Cfr. van Roye, B., "Financial stress and economic activity in Germany and the Euro Area", *Kiel Working Papers*, n. 1743, Kiel Institute for the World Economy, 2011.

mercati finanziari tra il 2004 e il 2007, dal 2008 le tre le fonti di incertezza si siano mosse nella stessa direzione, con un maggiore contributo degli shock nel settore bancario rispetto alle altre due componenti. Nel terzo trimestre del 2011 si sono registrati netti incrementi dei contributi degli indicatori bancari e degli indicatori dei titoli dei mercati azionari, analogamente a quanto osservato nel periodo successivo al fallimento di Lehman Brothers nell'autunno 2008. La figura illustra anche la differenza tra l'attuale crisi finanziaria e l'accresciuta incertezza finanziaria, economica e geopolitica alla base delle riallocazioni di portafoglio verso le attività monetarie tra il 2001 e il 2003. In tale episodio, l'incertezza è stata trasmessa all'area dell'euro, anziché essere nata al suo interno, pertanto gli indicatori valutari hanno apportato il maggiore contributo. In particolare, in quel periodo gli indicatori bancari e dei titoli/dei mercati azionari hanno compensato in parte l'impatto della maggiore incertezza connessa ai mercati valutari. Per contro, durante l'attuale crisi finanziaria – e in particolare a seguito dell'intensificarsi della crisi del debito sovrano nell'agosto 2011 – gli indicatori sia bancari che dei titoli/dei mercati azionari hanno sospinto la misura dell'incertezza di van Roye nella stessa direzione.

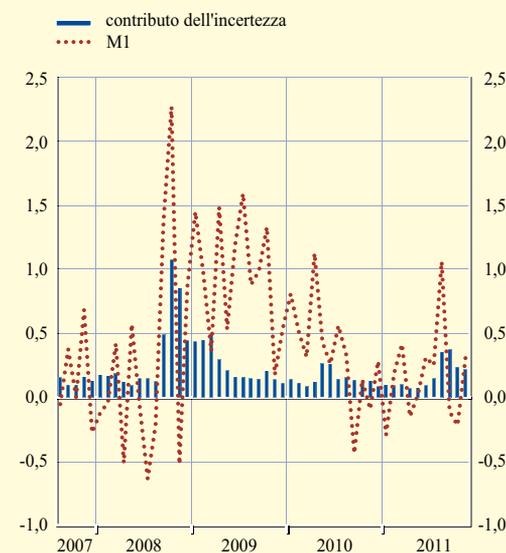
### Quantificazione dell'impatto dell'incertezza sugli andamenti monetari

La figura C indica che l'incertezza (misurata dall'indicatore costruito da Bekaert et al.<sup>8)</sup>) ha avuto un impatto significativo sulla crescita mensile di M1 in agosto e settembre 2011. Più in particolare, l'analisi suggerisce che all'incertezza sono riconducibili circa i tre quarti dei flussi cumulati totali in quei due mesi. Tali risultati quantitativi indicano che l'impatto diretto dell'incertezza in quei due mesi è stato pari solo alla metà di quello osservato in ottobre e novembre 2008 (ossia nei due mesi successivi al fallimento di Lehman Brothers). Diversamente dall'attuale periodo, nell'autunno del 2008 si è registrato un episodio acuto, seppur di breve durata, di assenza di fiducia nei confronti del sistema bancario, e quasi la metà dell'aumento della crescita di M1 legato all'incertezza è stato ascrivibile alla maggiore domanda di banconote in euro (in gran parte proveniente da residenti all'esterno dell'area dell'euro). Lo shock d'incertezza dell'agosto e settembre 2011 ha determinato principalmente maggiori livelli di depositi a vista, giacché la domanda di banconote non è aumentata significativamente.

Alcuni di questi fondi sono stati poi spostati all'esterno di M1 in ottobre e novembre 2011, riflettendo una persistente incertezza, che ha portato in particolare gli investitori istituzionali a spostare ad attività non dell'area dell'euro alcuni fondi in precedenza investiti temporaneamente. In ottobre e novembre 2011 anche le famiglie hanno ridotto le posizioni in depositi a vista.

Figura C Effetto dell'incertezza sulla crescita di M1

(variazioni percentuali mensili; contributi in punti percentuali)



Fonte: stime della BCE.  
Nota: per i dettagli sulla metodologia applicata, cfr. l'articolo citato nella nota 8.

8) La quantificazione dell'impatto dell'incertezza è derivata da un modello mensile di M1 basato sull'analisi di Stracca, L., "The functional form of the demand for euro area M1", *The Manchester School*, Vol. 71(2), 2003, pp. 172-204.

## Conclusioni

L'attuale periodo è caratterizzato da livelli d'incertezza significativamente elevati nei mercati finanziari. Tale incertezza ha influenzato le decisioni di portafoglio delle imprese, delle famiglie e degli investitori istituzionali dell'area dell'euro, portando le loro posizioni in attività monetarie incluse nell'aggregato monetario ristretto M1 a essere considerevolmente più ampie in agosto e settembre 2011 di quanto sarebbe prevedibile sulla base delle determinanti standard della domanda di moneta. Tuttavia, in ottobre e novembre 2011 si è osservato un calo dei depositi a vista (e pertanto delle posizioni complessive in M1) a fronte della protratta incertezza e delle persistenti tensioni nei mercati che hanno spinto alcuni investitori a spostare all'esterno dell'area dell'euro fondi in precedenza collocati temporaneamente. Un accresciuto livello d'incertezza può avere un notevole impatto sulle scelte di portafoglio, incidendo anche sugli aggregati monetari più ampi. Di conseguenza, le fonti della crescita monetaria nell'area dell'euro devono essere analizzate attentamente prima di poter trarre conclusioni definitive in merito al segnale da derivare dagli andamenti monetari sottostanti relativamente alle dinamiche dei prezzi nel medio termine.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* è lievemente diminuito in novembre al 2,1 per cento, dal 2,3 di ottobre. L'andamento cela tuttavia dinamiche divergenti dei tassi di espansione delle due componenti. I depositi a termine a breve scadenza hanno registrato un rallentamento poiché gli intermediari finanziari non monetari diversi dalle società di assicurazione e dai fondi pensione (AIF) hanno ridotto notevolmente le consistenze detenute. Questo fenomeno, nella misura in cui riguarda i fondi di investimento, riflette probabilmente il prelievo di liquidità per reinvestire i capitali collocati temporaneamente durante le tensioni osservate nei mercati finanziari nei mesi recenti. Il deflusso mensile osservato per le società non finanziarie è stato ampiamente compensato dall'afflusso relativo al settore delle famiglie. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a risparmio a breve termine (depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi) è rimasto sostanzialmente invariato, nonostante i marcati afflussi per gli AIF e, in particolare, per le società non finanziarie.

Il tasso di variazione sui dodici mesi degli strumenti negoziabili ha registrato una brusca flessione, collocandosi in novembre all'1,1 per cento dal 7,8 di ottobre. L'andamento è imputabile interamente a un notevole calo del tasso di espansione dei contratti pronti contro termine, che riflette sia un effetto base sia un significativo deflusso mensile. Quest'ultimo è dovuto all'inversione subita dall'attività di negoziazione interbancaria dei contratti pronti contro termine condotta tramite controparti centrali. In realtà, se si corregge l'espansione sui dodici mesi di M3 per l'impatto di tali operazioni connesse alle controparti centrali risulta che in novembre si è registrata una crescita marginale. Pur continuando a fronteggiare un contesto difficile, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari hanno riportato un afflusso mensile in novembre, che tuttavia ha lasciato invariato il tasso di variazione da ottobre. Questo afflusso ha in parte rispecchiato un lieve aumento della domanda di fondi che investono in attività estere. Il tasso di crescita dei titoli di debito a breve termine (titoli di debito con scadenza originaria fino a due anni) ha evidenziato un marcato incremento, dovuto in larga misura a un effetto base.

Il tasso di crescita sui dodici mesi 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 è disponibile una tempestiva scomposizione per settore, si è situato al 2,2 per cento in novembre, evidenziando un marcato calo dal 3,0 per cento del mese precedente. Come in ottobre, l'andamen-

to ha rispecchiato principalmente un significativo deflusso mensile per il settore degli AIF. Allo stesso tempo, le società di assicurazione e i fondi pensione nonché le società non finanziarie hanno riportato deflussi solo modesti, mentre sono aumentati in novembre i depositi di M3 detenuti dalle famiglie e, in particolare, dalle amministrazioni pubbliche diverse da quelle centrali.

### PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto concerne le contropartite di M3, il tasso di incremento sui dodici mesi del credito delle IFM ai residenti dell'area dell'euro è diminuito in novembre allo 0,8 per cento, dall'1,6 del mese precedente (cfr. tavola 2). All'accelerazione del credito alle amministrazioni pubbliche ha fatto riscontro un rallentamento di quello al settore privato.

L'accelerazione del credito alle amministrazioni pubbliche è riconducibile agli acquisti di titoli di debito pubblici (compresi quelli effettuati dall'Eurosistema nell'ambito del Programma per il mercato dei titoli finanziari), in parte compensati dal rallentamento dei prestiti a questo settore.

Il tasso di variazione sui dodici mesi del credito al settore privato è sceso all'1,0 per cento in novembre, dal 2,1 del mese precedente. L'andamento rispecchia la dismissione di azioni e titoli di debito detenuti dalle IFM, nonché una riduzione dei prestiti da queste erogati. Il deflusso mensile dei prestiti delle IFM al settore privato (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) ha pressoché eguagliato quello dei prestiti mantenuti nei bilanci delle IFM, suggerendo una modesta attività di cessione e cartolarizzazione dei prestiti in novembre. Questo deflusso è ampiamente riconducibile a una riduzione dei prestiti delle IFM agli AIF. In particolare, l'attività di prestito effettuata mediante controparti centrali ha registrato una brusca contrazione in novembre, circostanza che potrebbe in

**Tavola 2 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie**

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

	Consistenze in essere in percentuale di M3 <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2010 4° trim.	2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 ott.	2011 nov.
<b>M1</b>	<b>49,0</b>	<b>4,9</b>	<b>3,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>
Banconote e monete in circolazione	8,7	5,6	4,9	4,2	4,5	6,5	6,5
Depositi <i>overnight</i>	40,3	4,8	2,9	1,1	0,8	0,7	1,2
<b>M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)</b>	<b>38,9</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	18,7	-8,7	-2,7	2,3	3,2	1,9	1,6
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	20,2	7,2	5,4	4,5	3,7	2,7	2,6
<b>M2</b>	<b>87,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>
<b>M3 - M2 (= strumenti negoziabili)</b>	<b>12,1</b>	<b>-3,1</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>3,0</b>	<b>7,8</b>	<b>1,1</b>
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,0</b>
<b>Credito a residenti nell'area dell'euro</b>		<b>3,4</b>	<b>3,7</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	<b>1,6</b>	<b>0,8</b>
Credito alle amministrazioni pubbliche		11,8	10,9	6,5	5,1	-0,5	0,2
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		15,5	17,7	10,7	7,0	-1,2	-5,6
Credito al settore privato		1,5	2,1	2,3	1,7	2,1	1,0
Prestiti al settore privato		1,7	2,4	2,6	2,5	2,7	1,7
Prestiti al settore privato corretti per le cessioni e la cartolarizzazione <sup>2)</sup>		2,2	2,9	2,8	2,7	3,0	1,9
<b>Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)</b>		<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>3,4</b>	<b>2,3</b>

Fonte: BCE.

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

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

parte rispecchiare il riassorbimento del mercato afflusso registrato in ottobre. Tuttavia, è anche l'effetto di un calo più generale della negoziazione di contratti pronti contro termine tramite controparti centrali in taluni paesi dell'area dell'euro.

In novembre il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è sceso all'1,8 per cento, dal 2,2 del mese precedente, per effetto di un modesto deflusso mensile. Questo flusso negativo fa seguito a tre mesi di dinamica di indebitamento relativamente sostenuta da parte delle società non finanziarie tra agosto e ottobre. Il deflusso mensile è attribuibile in gran parte ai prestiti a breve termine (prestiti con scadenza iniziale fino a un anno; cfr. tavola 3), che ha invertito l'afflusso osservato in ottobre. I prestiti a lungo termine (prestiti con scadenza superiore a cinque anni) hanno registrato un afflusso solo contenuto. Allo stesso tempo, l'eterogeneità degli andamenti dei prestiti tra paesi è rimasta significativa, in linea con le differenze osservate all'interno dell'area dell'euro nel ritmo della ripresa economica, nel fabbisogno di finanziamento esterno dei singoli settori industriali, nelle difficoltà a reperire fondi da parte delle banche e nel livello di indebitamento delle società non finanziarie.

Il tasso di espansione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle famiglie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è diminuito in novembre al 2,3 per cento, dal 2,5 di ottobre, mantenendo quindi l'andamento calante osservato dal maggio 2011. L'attività di prestito alle famiglie è stata sostenuta dai mutui per l'acquisto di abitazioni, il cui tasso di incremento è rimasto invariato dal mese precedente al 3,0 per cento. L'impatto dei programmi statali a sostegno dei mercati immobiliari in alcuni paesi è rimasto una determinante importante alla base di questa dinamica di indebitamento. Al contempo, i flussi mensili per il credito al consumo e altre tipologie di prestiti sono rimasti pros-

**Tavola 3 Prestiti delle IFM al settore privato**

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

	Consistenze in essere in percentuale del totale <sup>1)</sup>	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					
		2010 4° trim.	2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 ott.	2011 nov.
<b>Società non finanziarie</b>	<b>42,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>
<i>Corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni <sup>2)</sup></i>	-	0,6	1,5	1,9	2,2	2,2	1,8
Fino a un anno	24,7	-4,6	-1,2	1,6	4,1	4,6	3,8
Oltre un anno e fino a cinque anni	18,2	-2,6	-2,4	-2,9	-3,6	-3,2	-3,1
Oltre cinque anni	57,1	2,6	2,4	2,2	2,1	2,4	2,2
<b>Famiglie <sup>3)</sup></b>	<b>46,6</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>
<i>Corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni <sup>2)</sup></i>	-	3,0	3,1	3,0	2,7	2,5	2,3
Credito al consumo <sup>4)</sup>	11,9	-0,9	-0,9	-1,0	-2,0	-1,9	-2,2
Mutui per l'acquisto di abitazioni <sup>4)</sup>	72,1	3,6	4,0	4,4	4,0	3,0	3,0
Altri prestiti	16,0	2,6	2,4	2,0	2,4	2,2	1,6
<b>Società di assicurazione e fondi pensione</b>	<b>0,8</b>	<b>7,7</b>	<b>7,6</b>	<b>3,2</b>	<b>7,2</b>	<b>5,7</b>	<b>1,4</b>
<b>Altri intermediari finanziari non monetari</b>	<b>10,3</b>	<b>4,8</b>	<b>7,1</b>	<b>6,0</b>	<b>4,0</b>	<b>8,5</b>	<b>0,4</b>

Fonte: BCE.

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

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

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

3) In base alla definizione SEC 95.

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

simi allo zero, poiché perdura il deterioramento delle aspettative economiche dei consumatori. I tassi di crescita sui dodici mesi del credito al consumo e delle altre tipologie di prestiti sono scesi rispettivamente al -2,2 e all'1,6 per cento.

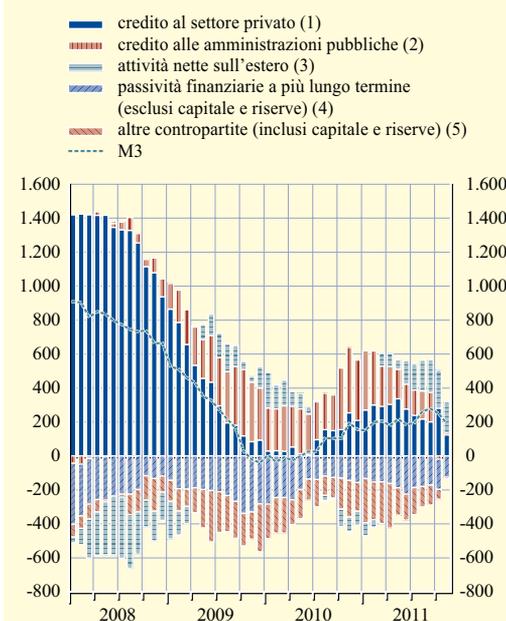
Quanto alle altre contropartite di M3, il tasso di variazione sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) è sceso al 2,3 per cento in novembre, dal 3,4 di ottobre, per effetto di un rallentamento di tutte le componenti. In novembre si è registrato un rimborso netto dei titoli di debito a più lungo termine, andamento osservato dall'agosto 2011. Il modesto deflusso netto riportato nel bilancio consolidato delle IFM di novembre cela una forte attività di rimborso dovuta alla riduzione da parte degli enti creditizi delle consistenze detenute in questi strumenti. Inoltre, sempre in novembre gli intermediari finanziari non monetari hanno significativamente ridotto le disponibilità in depositi con durata prestabilita superiore a due anni, in parte per effetto del riassorbimento di un'operazione di cartolarizzazione. Nonostante il notevole incremento di capitale e riserve osservato nel mese, il tasso di crescita sui dodici mesi è diminuito al 6,0 per cento, dal 6,8 per cento del mese precedente.

Gli afflussi annui registrati per la posizione netta sull'estero delle IFM sono diminuiti a 188 miliardi di euro in novembre, da 224 miliardi in ottobre (cfr. figura 8). Il calo è in parte dovuto a un notevole deflusso mensile di 25 miliardi di euro. Per i dettagli sui cambiamenti nella posizione degli investimenti internazionali nell'area dell'euro negli anni recenti si rimanda al Riquadro 3.

Nel complesso, gli andamenti osservati in ottobre si sono sostanzialmente protratti in novembre; la debole espansione monetaria ha rispecchiato principalmente la riduzione delle attività monetarie detenute dagli investitori istituzionali. Allo stesso tempo, in novembre si sono acuite le pressioni sui bilanci delle banche, cui si è affiancata un'ulteriore notevole contrazione della loro posizione netta sull'estero. Inoltre, il credito erogato al settore privato dalle IFM è diminuito, poiché queste ultime hanno ridotto sia i prestiti sia i titoli detenuti. Il rallentamento dei prestiti è ampiamente imputabile a una diminuzione dei prestiti agli AIF (più specificatamente controparti centrali). Il modesto afflusso di prestiti alle famiglie è stato in gran parte compensato da un calo dei prestiti alle società non finanziarie, che hanno fatto seguito a tre mesi di dinamica di indebitamento piuttosto sostenuta. Corretta per l'impatto di cessioni e cartolarizzazioni, l'evoluzione dei prestiti ha registrato una moderazione sul periodo corrispondente nei mesi recenti. Di conseguenza, ciò non indica per ora alcuna riduzione significativa del credito nell'insieme dell'area dell'euro. Tuttavia, l'andamento dei prestiti deve essere tenuto sotto stretta osservazione, soprattutto perché gli effetti sull'offerta di credito si manifestano con ritardo.

**Figura 8 Contropartite di M3**

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



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

### RECENTI MIGLIORAMENTI DELLA POSIZIONE PATRIMONIALE SULL'ESTERO DELL'AREA DELL'EURO

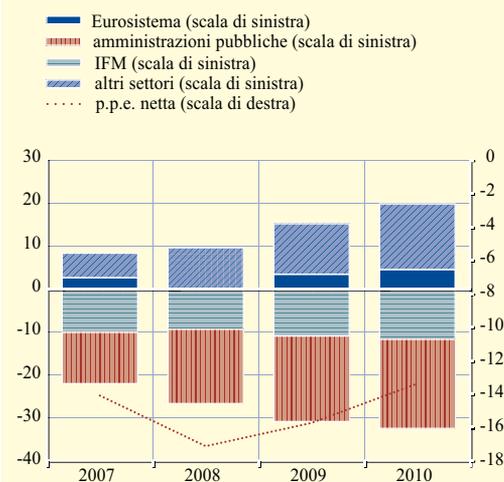
La posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) dell'area dell'euro mostra le consistenze complessive di attività estere detenute dai residenti (lato dell'attivo) e di attività emesse all'interno dell'area detenute da non residenti (lato del passivo). Il presente riquadro ne descrive gli andamenti principali negli ultimi anni.

Dopo essersi notevolmente deteriorata nel 2008, a causa della crescita delle passività nette nel settore delle amministrazioni pubbliche, la posizione netta sull'estero dell'area dell'euro ha registrato un miglioramento negli ultimi anni e dal 2009 si è riavvicinata ai livelli antecedenti la crisi. La riduzione della posizione passiva netta è principalmente riconducibile a significative variazioni favorevoli dei prezzi<sup>1)</sup> e dei tassi di cambio, le quali hanno più che compensato il persistente indebitamento netto dell'area, in particolare a opera delle amministrazioni pubbliche in connessione con l'azione degli stabilizzatori automatici e con l'adozione di misure di stimolo fiscale come risposta alla crisi finanziaria. Ciò ha determinato un aumento della posizione passiva netta delle amministrazioni pubbliche di quasi il 10 per cento del PIL, solo in parte controbalanciato dalla crescita della posizione attiva netta degli "altri settori"<sup>2)</sup> (cfr. figura A).

Per meglio comprendere l'impatto delle variazioni degli stock finanziari non riconducibili a transazioni finanziarie, la figura B mette a confronto la p.p.e. effettiva e quella calcolata ipotizzando

**Figura A Posizione patrimoniale netta sull'estero dell'area dell'euro per settore istituzionale**

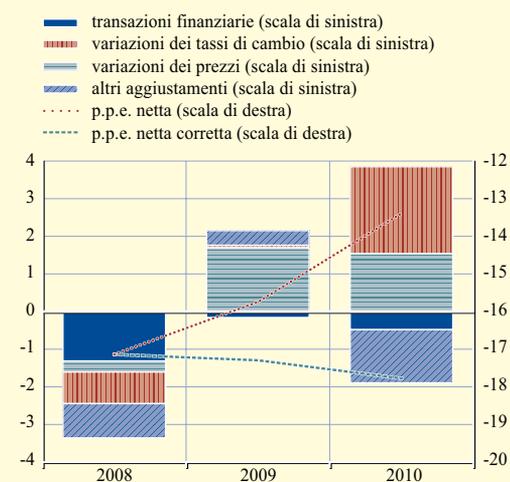
(in percentuale del PIL dell'area dell'euro)



Fonti: BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Nota: i prodotti finanziari derivati non sono inclusi.

**Figura B Scomposizione delle variazioni della posizione patrimoniale netta sull'estero dell'area dell'euro**

(in percentuale del PIL dell'area dell'euro)



Fonti: BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Nota: la "p.p.e. corretta" è la posizione netta che si ottiene assumendo che non vi siano state variazioni dei prezzi o dei tassi di cambio, né altri aggiustamenti.

- 1) Per variazioni di prezzo nel contesto della p.p.e. si intendono le variazioni dei prezzi delle attività e delle passività sull'estero.
- 2) La categoria degli "altri settori" include le società non finanziarie, le società finanziarie diverse dalle IFM – vale a dire i fondi di investimento, le imprese di assicurazione, i fondi pensione e le altre società finanziarie – e le famiglie.

rendimenti invariati (vale a dire, in assenza di variazioni dei prezzi e dei cambi, nonché di altri aggiustamenti)<sup>3)</sup>. Essa mostra in particolare che, alla fine del 2010, la posizione debitoria netta ottenuta in base alla suddetta ipotesi è superiore di oltre il 4 per cento del PIL a quella effettiva.

Esistono tre spiegazioni del fatto che, nel periodo recente, i rendimenti sulle attività estere detenute dai residenti dell'area sono stati superiori a quelli sulle corrispondenti passività: la prima concerne la composizione della p.p.e. dell'area, una seconda i differenziali di rendimento all'interno delle singole tipologie di titoli, e una terza il tasso di cambio. Con riferimento alla prima, di norma l'area dell'euro raccoglie fondi attraverso gli investimenti di portafoglio ed è nel contempo esportatrice netta di investimenti diretti esteri. La distribuzione asimmetrica degli strumenti all'attivo e al passivo, dovuta al fatto che l'area si finanzia mediante strumenti con *rating* elevato e maggiormente liquidi, mentre detiene attività più rischiose, costituisce uno dei motivi alla base del suddetto differenziale di rendimento favorevole. Riguardo alla seconda spiegazione, per determinate tipologie di strumenti le consistenze detenute all'attivo dai residenti sono risultate in media più remunerative di quelle al passivo. Lo attestano sia i risultati relativamente più deboli dei mercati azionari dell'area rispetto a quelli del resto del mondo nel periodo in esame, sia la riduzione del valore di mercato dei titoli di debito dell'area detenuti da investitori esteri nel 2010, che potrebbe avere in qualche misura riflesso il calo dei prezzi dei titoli di Stato emessi da alcuni paesi appartenenti all'area. La terza spiegazione va infine ricercata nel fatto che, nella misura in cui ha accresciuto il valore in euro delle attività denominate in altre valute, il deprezzamento della moneta unica nei confronti delle altre principali divise osservato nel 2010 ha determinato un considerevole incremento di valore delle attività detenute dagli investitori dell'area.

3) Tra gli "altri aggiustamenti" rientrano ad esempio riclassificazioni, svalutazioni operate da società, modifiche alla copertura delle indagini campionarie e variazioni di residenza delle società.

## 2.2 EMISSIONE DI TITOLI

*Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è aumentato marginalmente al 3,4 per cento in ottobre. L'incremento dell'attività di emissione da parte delle IFM e il più moderato ritmo di contrazione sui dodici mesi dell'emissione da parte delle società finanziarie diverse dalle IFM hanno compensato la minore crescita dei titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche e dalle società non finanziarie. Al contempo, il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni di azioni quotate è diminuito in certa misura, all'1,7 per cento. Il calo è riconducibile principalmente alla più modesta attività di emissione da parte delle IFM, mentre l'emissione di azioni da parte delle società non finanziarie e delle società finanziarie diverse dalle IFM è rimasta sostanzialmente invariata.*

### TITOLI DI DEBITO

In ottobre il tasso di crescita espresso in ragione d'anno dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è lievemente aumentato, al 3,4 per cento, dal 3,3 del mese precedente (cfr. tavola 4). L'andamento complessivo è riconducibile principalmente a una minore contrazione sul periodo corrispondente delle emissioni di titoli di debito a breve termine, mentre il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni di titoli di debito a lungo termine a tasso fisso è rimasto sostanzialmente invariato. Per quanto concerne gli andamenti di breve periodo, il tasso di crescita sui sei mesi, espresso in ragione d'anno e calcolato su dati destagionalizzati, è aumentato al 3,5 per cento in ottobre, dal 3,1

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2011 ott.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente <sup>1)</sup>					
		2010 4° trim.	2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 set.	2011 ott.
<b>Emissione di titoli di debito:</b>	<b>16.327</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>
IFM	5.412	-0,1	0,6	1,1	1,9	2,3	2,9
Società finanziarie non monetarie	3.269	1,4	1,9	0,8	-0,3	-0,5	0,0
Società non finanziarie	859	8,4	6,2	4,1	4,9	4,8	4,5
Amministrazioni pubbliche	6.788	7,5	7,3	6,9	6,6	5,9	5,4
di cui:							
Amministrazioni centrali	6.181	7,1	6,7	6,1	5,9	5,1	4,7
Altre amministrazioni pubbliche	607	12,4	13,0	15,8	14,6	14,2	12,9
<b>Emissione di azioni quotate:</b>	<b>4.044</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>
IFM	361	6,6	6,4	7,5	12,4	13,1	10,2
Società finanziarie non monetarie	288	4,2	3,4	4,2	5,0	5,8	5,8
Società non finanziarie	3.395	0,8	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3

Fonte: BCE.

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

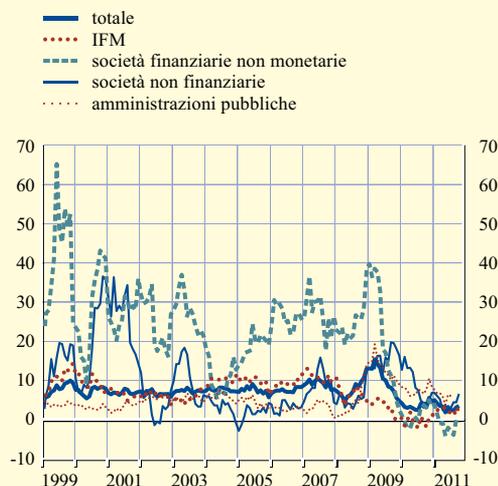
del mese precedente (cfr. figura 9). L'accelerazione delle emissioni di titoli di debito a breve termine rispecchia un incremento in tutti i settori eccetto quello delle amministrazioni pubbliche.

Sebbene le emissioni di titoli a breve termine siano diminuite sui dodici mesi fin dagli inizi del 2010, l'andamento è stato più che compensato dall'incremento delle emissioni di titoli di debito a lungo termine a tasso fisso. Questa dinamica si è protratta in ottobre. Il segmento delle emissioni a lungo termine e a tasso variabile ha dato segni di una moderata ripresa alla fine del 2010 e agli inizi del 2011. Tale andamento tuttavia non è proseguito nel resto del 2011. Ciò nonostante, il calo delle emissioni di titoli di debito a lungo termine a tasso variabile ha registrato una certa moderazione in ottobre.

Il tasso di crescita complessivo delle emissioni di titoli di debito a ottobre cela andamenti differenti tra i diversi settori. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie è calato in ottobre al 4,5 per cento, dal 4,8 di settembre. Il rallentamento del tasso di crescita dei titoli emessi dal settore societario andrebbe valutato nel contesto delle prospettive economiche più deboli e delle accresciute tensioni nei mercati finanziari. Parimenti, nell'ambito degli sforzi tesi a migliorare le posizioni di bilancio dei paesi il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli emessi dal settore delle amministrazioni pubbliche è nuovamente diminuito, al 5,5 per cento in ottobre dal 5,9 di settembre. Nel settore finanziario, il tasso di incremento sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle IFM è aumentato dello 0,6 per cento, collocandosi in ottobre al 2,9 per cento, livello ancora basso in termini storici. Le emissioni delle so-

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

(tassi di crescita semestrali annualizzati; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

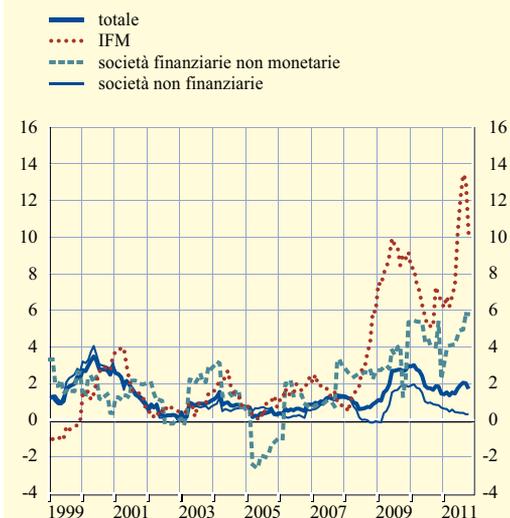
cietà finanziarie diverse dalle IFM sono rimaste sullo stesso livello di ottobre dello scorso anno (segnando un tasso di variazione sui dodici mesi pari allo 0 per cento), a fronte di una contrazione sui dodici mesi dello 0,3 per cento in settembre.

### AZIONI QUOTATE

Il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro è lievemente diminuito, all'1,7 per cento in ottobre, principalmente per effetto della minore attività di collocamento delle IFM. Nel mese in esame il tasso di crescita delle azioni emesse dalle IFM è sceso al 10,2 per cento, dal 13,1 di settembre (cfr. figura 10). Il minore vigore dell'attività di emissione di azioni da parte delle IFM dell'area dell'euro riflette in parte le perduranti tensioni nei mercati finanziari. Nel contempo, i tassi di incremento sui dodici mesi delle azioni quotate emesse dalle società non finanziarie e dalle società finanziarie diverse dalle IFM sono rimasti sostanzialmente invariati in ottobre, rispettivamente allo 0,3 e al 5,8 per cento.

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

(tassi di crescita sui dodici mesi)



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

## 2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

*I tassi di interesse del mercato monetario hanno evidenziato una brusca diminuzione tra l'inizio di dicembre e l'inizio di gennaio. Nel dodicesimo periodo di mantenimento del 2011, iniziato il 14 dicembre, l'Eonia si è collocato su un livello relativamente basso, riflettendo un ampio eccesso di liquidità.*

Tra l'inizio di dicembre e l'inizio di gennaio i tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia hanno evidenziato una brusca diminuzione. L'11 gennaio i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente allo 0,88, 1,26, 1,54 e 1,87 per cento, livelli inferiori di 33, 22, 17 e 17 punti base rispetto a quelli osservati il 7 dicembre. Inoltre, il differenziale tra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese, indicatore dell'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario, è aumentato marginalmente, situandosi a 99 punti base l'11 gennaio (cfr. figura 11).

L'11 gennaio il tasso *swap* sull'Eonia a tre mesi si collocava allo 0,35 per cento, in calo di 11 punti base rispetto al 7 dicembre. Sempre l'11 gennaio il corrispondente tasso sui depositi privi di garanzia era pari all'1,26 per cento, in calo di 22 punti base. Di conseguenza, il differenziale tra l'Euribor a tre mesi non garantito e il tasso *swap* sull'Eonia a tre mesi è diminuito di 11 punti base, portandosi a 91 punti base.

L'11 gennaio i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a marzo, giugno, settembre e dicembre 2012 si collocavano rispettivamente all'1,02, 0,91, 0,86 e 0,86 per cento, con una flessione di 2, 6, 9 e 15 punti base rispetto ai livelli osservati il 7 dicembre.

Tra il 7 dicembre e la fine dell'undicesimo periodo di mantenimento del 2011 il 13 dicembre, l'Eonia è rimasto stabile allo 0,70 per cento circa, in un contesto di protratta eccedenza di liquidità, per

**Figura 11 Tassi di interesse del mercato monetario**

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

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

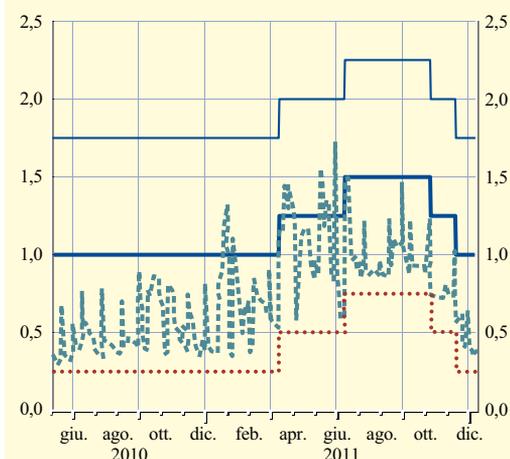


Fonti: BCE e Thomson Reuters.

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

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

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



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

poi registrare un picco dell'1,02 per cento nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento. Nella parte restante del mese di dicembre l'Eonia è stato abbastanza volatile, confermando l'andamento osservato dall'inizio dell'anno. Il 14 dicembre l'Eonia ha evidenziato un brusco calo, portandosi allo 0,58 per cento, e il 23 dicembre ne ha registrato un altro, situandosi allo 0,42 per cento. In seguito ha oscillato attorno a tale livello, ad eccezione dell'ultimo giorno dell'anno in cui è salito allo 0,63 per cento. Nell'insieme, il differenziale negativo tra l'Eonia e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali ha rispecchiato l'ammontare complessivo della liquidità in eccesso. L'11 gennaio l'Eonia si collocava allo 0,38 per cento.

L'Eurosistema ha condotto varie operazioni di rifinanziamento tra il 7 dicembre e l'11 gennaio. Il 13 dicembre ha effettuato un'operazione di regolazione puntuale in cui sono stati assorbiti 258,0 miliardi di euro per far fronte all'eccedenza di liquidità emersa alla fine dell'undicesimo periodo di mantenimento del 2011. Nelle operazioni di rifinanziamento principali del dodicesimo periodo di mantenimento, condotte il 13, 20 e 27 dicembre nonché il 3 e 10 gennaio, l'Eurosistema ha aggiudicato rispettivamente 291,6, 169,0, 144,7, 130,6 e 110,9 miliardi di euro. In dicembre l'Eurosistema ha condotto anche tre operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT), tutte mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi: il 13 dicembre un'operazione di rifinanziamento con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento (con aggiudicazione di 41,1 miliardi di euro), il 21 dicembre una ORLT a tre mesi (con aggiudicazione di 29,7 miliardi di euro) e, sempre il 21 dicembre, una ORLT a tre anni (con aggiudicazione di 489,2 miliardi di euro). La diminuzione degli importi aggiudicati nelle operazioni di rifinanziamento principali e nelle ORLT con durata inferiore hanno rispecchiato la volontà del settore bancario di ottenere liquidità con la scadenza più lunga possibile. Consentendo alle banche di gestire il rischio di liquidità, l'operazione non convenzionale della durata di tre anni svolge un ruolo fondamentale nel sostenere l'offerta di credito all'economia. Questa tematica è approfondita nel riquadro 4.

#### Riquadro 4

##### L'IMPATTO DELLA PRIMA OPERAZIONE DI RIFINANZIAMENTO A PIÙ LUNGO TERMINE A TRE ANNI

L'obiettivo delle misure non convenzionali aggiuntive di politica monetaria decise dal Consiglio direttivo l'8 dicembre 2011 era assicurare che la politica monetaria continuasse a essere trasmessa efficacemente all'economia reale, sostenendo quindi la capacità delle banche di mantenere ed espandere i prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie dell'area dell'euro. Ciò è essenziale per salvaguardare la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro.

Nell'ambito del pacchetto di misure concordato, sono state annunciate due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza a tre anni per sostenere l'offerta di credito all'economia dell'area dell'euro. La prima operazione è stata condotta nel dicembre 2011, mentre la seconda sarà condotta nel febbraio 2012<sup>1)</sup>. Tramite tali operazioni, effettuate mediante procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo, l'Eurosistema sta in particolare assicurando che le banche continuino ad avere accesso a una fonte di provvista stabile a più lunga scadenza. Ciò a sua volta limiterà l'impatto sulle banche dell'area dell'euro delle difficili condizioni prevalenti sui mercati della raccolta. Inoltre, dopo un anno le banche

1) La prima operazione è stata aggiudicata il 21 dicembre e ha sostituito l'ORLT a dodici mesi annunciata il 6 ottobre. Alle controparti è stato consentito di spostare la totalità degli importi in essere ricevuti nell'ORLT a dodici mesi aggiudicata nell'ottobre 2011 a questa prima ORLT a tre anni.

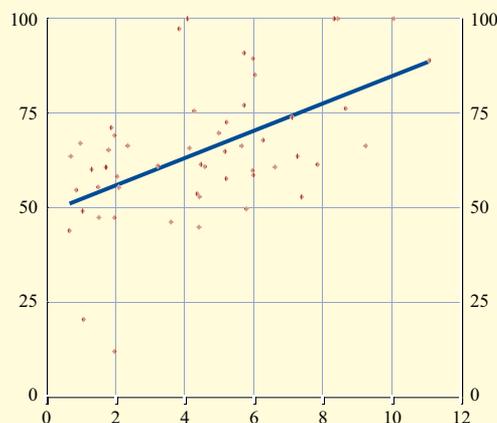
avranno l'opzione di rimborsare gli importi in essere ricevuti in tali operazioni, il che dà loro sia un elevato grado di flessibilità sia maggiore agio nella gestione del passivo.

La prima operazione, condotta il 21 dicembre 2011, ha fornito 489.190,75 milioni di euro a 523 enti creditizi. Tale importo include 45.721,45 milioni di euro che sono stati trasferiti dall'ORLT a dodici mesi aggiudicata nell'ottobre 2011. Un totale di 123 controparti ha optato in tal senso, mentre 58 banche hanno deciso di conservare gli importi presi in prestito nell'ORLT a dodici mesi, rispetto alla quale rimangono attualmente consistenze in essere per 11.213,00 milioni di euro. In aggiunta, l'ammontare di liquidità fornita attraverso operazioni di rifinanziamento principali settimanali e nelle ORLT a tre mesi è diminuito sostanzialmente. Nel complesso, l'aumento di liquidità, misurato alla data di regolamento dell'ORLT a tre anni, è stato pari a 193,4 miliardi di euro. Gli importi record aggiudicati nella ORLT a tre anni al settore bancario hanno automaticamente accresciuto la quantità di base monetaria in circolazione e saranno pertanto riflessi, a livello aggregato, o nei conti correnti delle banche o nel ricorso ai depositi presso la banca centrale, indipendentemente dall'utilizzo che le singole banche effettueranno della nuova liquidità disponibile.

Si possono fare alcune osservazioni in merito al comportamento in asta nella ORLT a tre anni. In primo luogo, l'ampia quantità di liquidità ottenuta dalle banche dell'area in tale operazione può essere vista come riflesso del loro fabbisogno di rifinanziamento nei prossimi tre anni, come mostrato nella figura A. Una misurazione di quanto fabbisogno di liquidità è necessario rinnovare su un orizzonte più breve, ad esempio nei prossimi sei mesi, pur cogliendo il cospicuo fabbisogno di rifinanziamento nella prima metà del 2012, non spiega pienamente il comportamento rilevato in asta. Ciò suggerisce che considerazioni di finanziamento a medio termine potrebbero aver avuto un'influenza significativa sul comportamento in asta. Di fatto, oltre a valutare il rischio di rinnovo cui sono confrontate le banche, è utile considerare la scadenza residua del debito in essere delle banche. Più lunga è la scadenza residua, minore è il rischio che le banche avranno bisogno di rivolgersi per scopi di finanziamento al mercato a condizioni sfavorevoli. La figura B illustra una chiara relazione negativa tra l'entità delle offerte e la scadenza residua del debito degli offerenti. Ciò sug-

**Figura A** Necessità di rinnovo nel corso dei prossimi tre anni e comportamento in asta

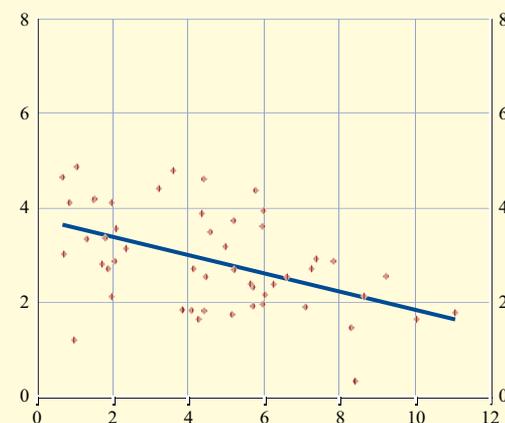
(asse y: percentuale di titoli di debito a lungo termine con scadenza nel periodo 2012-2014; asse x: ammontare dell'offerta nella ORLT a tre anni espresso come percentuale delle attività totali)



Fonti: BCE, Fitch Ratings e DCM Dealogic.

**Figura B** Vita residua del debito in essere e comportamento in asta

(asse y: media ponderata della vita residua dei titoli di debito a più lungo termine in essere (anni); asse x: ammontare dell'offerta nella ORLT a tre anni espresso come percentuale delle attività totali)



Fonti: BCE, Fitch Ratings e DCM Dealogic.

gerisce che considerazioni di raccolta possono aver svolto un ruolo fondamentale nel determinare il comportamento in asta. In secondo luogo, le banche possono aver effettuato offerte relativamente elevate nella prima ORLT a tre anni considerando l'operazione vantaggiosa in termini di prezzo rispetto ai prezzi derivabili dalle curve *swap* dell'Euribor o rispetto agli spread richiesti dal mercato per l'emissione di obbligazioni nel 2011.

Nel complesso, l'analisi suggerisce che considerazioni relative alla raccolta hanno svolto un ruolo importante nel comportamento in asta delle banche in questa prima ORLT a tre anni, confortando l'opinione del Consiglio direttivo che le misure annunciate aiuteranno a rimuovere gli ostacoli per l'accesso al credito nell'economia, derivanti in particolare dalle ripercussioni della crisi del debito sovrano sui mercati di raccolta delle banche.

L'Eurosistema ha inoltre condotto cinque operazioni di assorbimento della liquidità a una settimana il 13, 20 e 27 dicembre nonché il 3 e 10 gennaio mediante aste a tasso variabile con tasso massimo di offerta dell'1,00 per cento. Con queste operazioni l'Eurosistema ha assorbito interamente la liquidità offerta mediante gli acquisti effettuati nell'ambito del Programma per i mercati dei titoli finanziari.

Il dodicesimo periodo di mantenimento, iniziato il 14 dicembre, è stato caratterizzato da livelli elevati di liquidità in eccesso, con un ricorso medio giornaliero ai depositi presso la banca centrale di 378 miliardi di euro all'11 gennaio.

## 2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

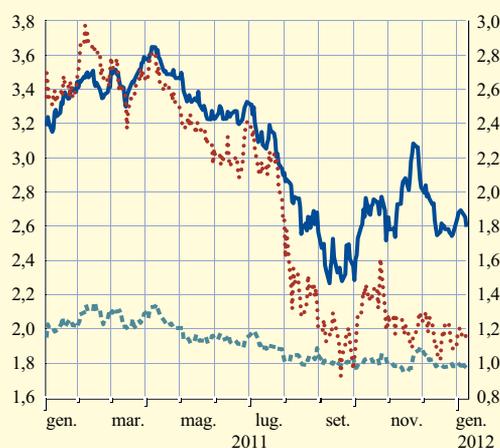
*In dicembre e agli inizi di gennaio il calo dei rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con rating AAA è stato maggiore di quello che ha riguardato i rendimenti dei corrispondenti titoli di Stato statunitensi. Gli andamenti recenti dei rendimenti sui titoli di Stato hanno rispecchiato la pubblicazione di dati economici contrastanti: i dati statunitensi si sono dimostrati in generale sorprendentemente positivi, mentre vi sono stati segnali di deterioramento nell'area dell'euro. La dinamica dei rendimenti sui titoli di Stato dell'area dell'euro e, in qualche misura, anche degli Stati Uniti ha continuato a rispecchiare le tensioni associate alla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro. Sul clima di mercato hanno pesato la pubblicazione di dati di bilancio peggiori degli attesi per alcuni paesi dell'area dell'euro e il rischio di declassamento incombente su molti paesi dell'area. L'incertezza sulla futura evoluzione dei mercati obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita di questi ultimi, è diminuita sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. I differenziali di rendimento delle obbligazioni sovrane all'interno dell'area dell'euro si sono lievemente ristretti per la maggior parte dei paesi. Allo stesso tempo gli indicatori delle attese di inflazione desunti dai mercati indicano che le aspettative di inflazione degli operatori di mercato rimangono pienamente coerenti con la stabilità dei prezzi.*

Tra la fine di novembre e l'11 gennaio i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con *rating* AAA sono diminuiti di 40 punti base, portandosi al 2,6 per cento alla fine del periodo in rassegna. Negli Stati Uniti i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine sono scesi di 15 punti base e l'11 gennaio si sono collocati all'1,9 per cento (cfr. figura 13). Di conseguenza, il differenziale fra i tassi di interesse nominali sui titoli di Stato a dieci anni degli Stati Uniti e dell'area dell'euro si è ristretto nel periodo in esame. In Giappone i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono calati di 10 punti base nel periodo, situandosi all'1,0 per cento l'11 gennaio.

**Figura 13 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine**

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

- area dell'euro (scala di sinistra)
- ..... Stati Uniti (scala di sinistra)
- - - Giappone (scala di destra)

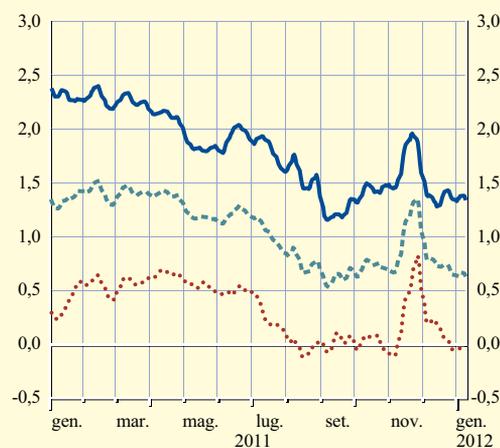


Fonti: Bloomberg e Thomson Reuters.  
Nota: i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine si riferiscono a titoli a dieci anni o alla scadenza disponibile più vicina a dieci anni.

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

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

- rendimenti delle obbligazioni indicizzate a termine a cinque anni su un orizzonte di cinque anni
- ..... rendimenti delle obbligazioni indicizzate a pronti a cinque anni
- - - rendimenti delle obbligazioni indicizzate a pronti a dieci anni



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.

Nel complesso, l'incertezza degli investitori circa gli andamenti a breve termine dei mercati obbligazionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, misurata dalla volatilità implicita nelle opzioni, si è ridotta dai livelli di picco toccati in novembre, all'intensificarsi delle tensioni sui mercati del debito sovrano. La volatilità implicita dei mercati obbligazionari negli Stati Uniti è tornata su valori più allineati alle condizioni osservate prima della crisi. Nell'area dell'euro tale volatilità è comunque rimasta elevata.

Nel periodo di riferimento l'andamento dei rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine degli Stati Uniti e dell'area dell'euro con *rating* AAA ha continuato a rispecchiare le tensioni associate alla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro. In particolare, i timori circa l'attuazione e l'approvazione istituzionale dell'accordo raggiunto al vertice dell'UE agli inizi di dicembre hanno gravato sul clima di mercato e hanno indotto riallocazioni verso investimenti sicuri che hanno esercitato pressioni al ribasso su tutti i rendimenti dei titoli di Stato dei paesi dell'area dell'euro con *rating* AAA. I rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine negli Stati Uniti sono stati in parte favoriti dalla pubblicazione di dati economici migliori delle attese, ma hanno continuato a risentire delle pressioni al ribasso esercitate dai timori connessi alla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro. Un segnale più positivo è provenuto dalle misure adottate congiuntamente dalla BCE e da altre cinque banche centrali per offrire sostegno di liquidità al sistema finanziario mondiale, nonché dalle misure non convenzionali di liquidità introdotte dalla BCE agli inizi di dicembre, che hanno contribuito a migliorare il clima di mercato.

Nel periodo in rassegna i differenziali di rendimento delle obbligazioni sovrane rispetto ai titoli di Stato tedeschi si sono lievemente ristretti per la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro. La pub-

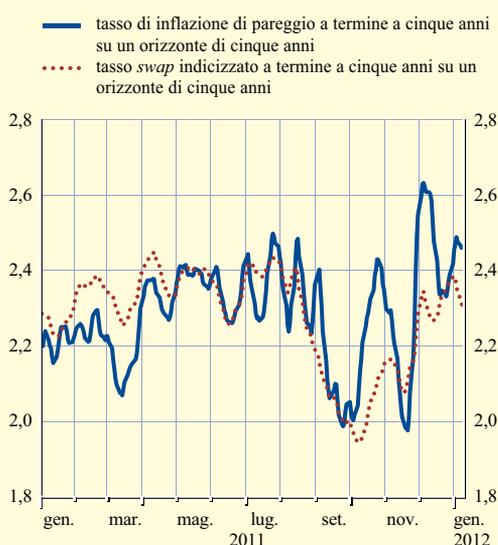
blicazione di dati di bilancio peggiori degli attesi per alcuni paesi dell'area, il fatto che molti paesi dell'area fossero considerati a rischio di declassamento e i timori di mercato circa la solidità delle banche e la ricapitalizzazione del sistema bancario hanno esercitato pressioni al rialzo su alcuni differenziali di rendimento delle obbligazioni sovrane. Al contempo le ulteriori misure di austerità annunciate da alcuni governi dell'area dell'euro hanno contribuito ad attenuare le tensioni nei mercati.

I rendimenti sui titoli di Stato indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro a cinque e dieci anni sono diminuiti di circa 50 punti base nel periodo in esame (cfr. figura 14). L'11 gennaio i rendimenti reali a pronti a cinque e dieci anni si sono collocati rispettivamente allo 0,0 e allo 0,6 per cento. Nello stesso periodo il tasso di inflazione di pareggio implicito a termine (a cinque anni su un orizzonte quinquennale) nell'area dell'euro si è ridotto di 10 punti base, collocandosi l'11 gennaio al 2,5 per cento (cfr. figura 15). Il tasso corrispondente desunto dagli *swap* sull'inflazione è rimasto sostanzialmente invariato, collocandosi al 2,3 per cento alla stessa data. I tassi di inflazione di pareggio si sono mantenuti volatili nei mesi recenti, riflettendo la volatilità elevata nei mercati dei titoli di Stato nonché la presenza di premi di liquidità significativi e variabili. Le aspettative di inflazione desunte dai mercati obbligazionari sono state quindi più volatili di quelle basate sui segnali ricevuti dai mercati degli *swap* sull'inflazione. Nel complesso, gli indicatori basati sul mercato suggeriscono che le aspettative di inflazione degli operatori rimangono pienamente coerenti con la stabilità dei prezzi.

L'andamento generale dei rendimenti sulle obbligazioni a lungo termine dell'area dell'euro con *rating* AAA può essere scomposto in variazioni delle aspettative sui tassi di interesse (e dei

**Figura 15 Inflazione di pareggio ricavata da rendimenti *zero coupon* e tassi *swap* indicizzati all'inflazione nell'area dell'euro**

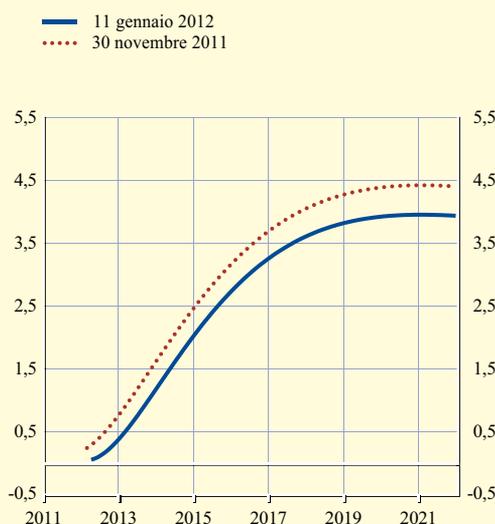
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



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 di pareggio stimati separatamente per Francia e Germania. Prima di tale data, i tassi venivano calcolati confrontando la 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 16 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.  
Nota: 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.

connessi premi al rischio) a diversi orizzonti (cfr. figura 16). Rispetto alla fine di novembre, la struttura per scadenza dei tassi a termine di breve periodo si è spostata verso il basso su tutti gli orizzonti temporali, di circa 40 punti base. Questa dinamica è imputabile principalmente alle revisioni dei rendimenti attesi e a un lieve peggioramento delle prospettive per l'attività economica.

Nel periodo in esame i differenziali di rendimento delle obbligazioni di qualità più elevata (*investment grade*) emesse da società non finanziarie sono rimasti sostanzialmente invariati. I differenziali di rendimento delle obbligazioni *investment grade* emesse da società finanziarie sono scesi per tutte le categorie di *rating*, ma in misura più marcata per quelle più basse. Nonostante il recente restringimento, i differenziali sono rimasti su livelli decisamente superiori a quelli precedenti alla crisi e non lontani dai massimi dell'estate e del novembre 2011. Nel contesto della necessità di un'ulteriore ricapitalizzazione, il costo nominale del finanziamento mediante titoli di debito emessi sul mercato resta elevato per le società finanziarie dell'area dell'euro e rimane molto difficile, per la maggior parte di esse, la raccolta di fondi nel mercato dei prestiti non garantiti.

## 2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

*In novembre i tassi di interesse delle IFM hanno mostrato la tendenza a diminuire per tutte le tipologie di prestiti e su tutte le scadenze. I tassi sui prestiti hanno registrato una flessione particolarmente marcata nel caso dei prestiti di grande entità a breve scadenza erogati alle imprese, mentre il calo negli altri casi è stato più moderato.*

In novembre i tassi di interesse delle IFM a breve termine hanno mostrato la tendenza a diminuire non solo per i depositi, ma anche per la maggior parte delle categorie di prestito. I tassi di interesse a breve termine sui depositi si sono ridotti soprattutto per i depositi delle famiglie con durata prestabilita fino a un anno, mentre il calo sia per i depositi delle famiglie con scadenza fino a tre mesi sia per i depositi delle società non finanziarie è stato più modesto (cfr. figura 17). I tassi di interesse delle IFM sui prestiti a breve termine alle famiglie sono diminuiti solo lievemente, di 1 punto base, nel caso dei mutui per l'acquisto di abitazioni, mentre sono scesi di circa 5 punti base nel caso del credito al consumo. I tassi di interesse sugli scoperti di conto si sono ridotti di circa 2 punti base per le società non finanziarie. In novembre i tassi delle IFM sui prestiti fino a 1 milione di euro erogati alle imprese hanno evidenziato un lieve incremento, di 6 punti base, mentre i tassi bancari sui prestiti superiori a 1 milione di euro, con un periodo di determinazione del tasso fino a un anno, sono scesi di 14 punti base. Dal momento che l'Euribor ha registrato un calo di 12 punti base dopo la riduzione dei tassi di interesse di riferimento della BCE in novembre 2011, il differenziale rispetto ai tassi sui prestiti a breve termine erogati dalle IFM alle famiglie è aumentato, mentre quello rispetto ai tassi sui prestiti di grande entità concessi alle società non finanziarie si è lievemente ridotto (cfr. figura 18).

In una prospettiva di più lungo periodo, durante l'ultimo ciclo completo di allentamento della politica monetaria (tra ottobre 2008 e marzo 2010) si è registrata una trasmissione significativa dei tassi di mercato ai tassi sui prestiti bancari. Il successivo aumento dell'Euribor a tre mesi nel periodo tra aprile 2010 e luglio 2011 si è in parte rispecchiato nei tassi sui prestiti bancari a breve termine concessi alle società non finanziarie e in quelli concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, mentre il tasso sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo è rimasto sostanzialmente stabile (se non si tiene conto della riclassificazione statistica del giugno 2010).

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

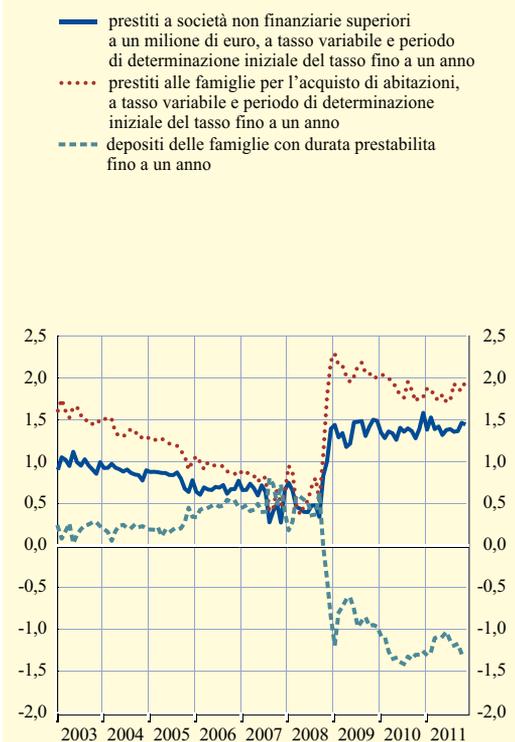
(valori percentuali in ragione d'anno; tassi sulle nuove operazioni)



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

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

(punti percentuali; tassi sulle nuove operazioni)



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

Quanto agli andamenti recenti, i tassi di mercato più bassi dovrebbero, secondo le regolarità storiche, rispecchiarsi gradualmente nei tassi sui prestiti, soprattutto perché con le più recenti misure non convenzionali della BCE si è inteso assicurare un adeguato funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

Quanto alle scadenze più lunghe, in novembre i tassi sui prestiti delle IFM hanno mostrato la tendenza a diminuire sia per le famiglie sia per le società non finanziarie (cfr. figura 19). Più specificatamente, i tassi sui mutui delle famiglie per l'acquisto di abitazioni con periodo di determinazione iniziale del tasso tra cinque e dieci anni sono diminuiti lievemente, di 2 punti base. Anche i tassi sui prestiti di modesta entità con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni sono lievemente diminuiti, mentre quelli sui prestiti di grande entità con scadenza analoga sono rimasti sostanzialmente invariati.

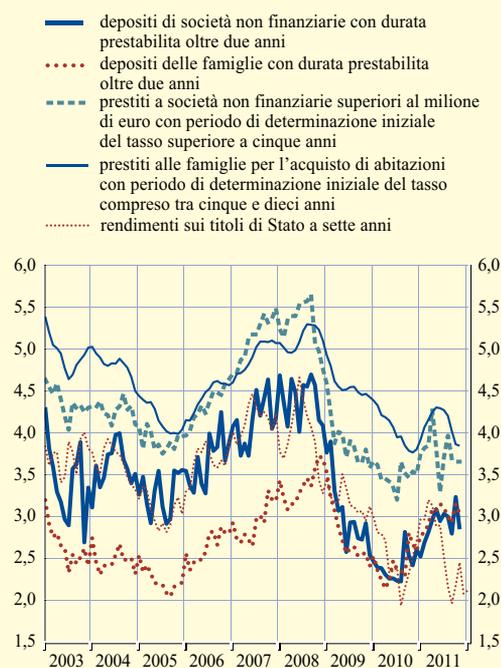
In novembre i differenziali rispetto ai rendimenti sui titoli di Stato a sette anni con *rating* AAA hanno evidenziato un considerevole calo, dovuto principalmente all'aumento dei rendimenti sui titoli di Stato nel contesto dei persistenti timori per le finanze pubbliche in alcuni paesi dell'area

dell'euro. In particolare, il differenziale tra i tassi a lungo termine sui mutui concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e il rendimento sui titoli di Stato a sette anni con *rating* AAA è diminuito di 30 punti base, all'1,4 per cento. Anche per le società non finanziarie il differenziale di tali rendimenti rispetto ai prestiti di grande entità si è ristretto, di 27 punti base, collocandosi all'1,2 per cento.

In una prospettiva di più lungo periodo, i tassi sui prestiti alle famiglie e quelli sui prestiti a lungo termine di modesta entità alle imprese hanno mostrato in genere una trasmissione in qualche misura incompleta e lenta, mentre i tassi sui prestiti a lungo termine di grande entità concessi alle imprese hanno seguito un'evoluzione più simile a quella dei rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine con *rating* AAA. Le regolarità nelle relazioni storiche tra i tassi sui prestiti a lungo termine e i rendimenti sui titoli di Stato con *rating* AAA corrispondenti potrebbero aver subito una significativa distorsione dovuta alla vulnerabilità di bilancio delle banche dell'area dell'euro e alle tensioni riguardanti i costi di provvista a carico delle stesse, nonché al premio di liquidità insito nei rendimenti sulle obbligazioni sovrane con *rating* AAA.

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

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



Fonte: BCE.

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

## 2.6 MERCATI AZIONARI

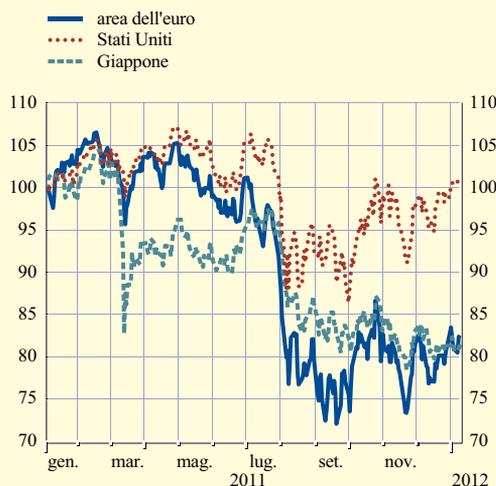
*In dicembre e agli inizi di gennaio i corsi azionari sono aumentati nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. Il clima di mercato nell'area dell'euro ha continuato a essere determinato dalle tensioni nei mercati del debito sovrano dell'area stessa, mentre l'impatto della diffusione dei dati macroeconomici è rimasto generalmente debole. Negli Stati Uniti, invece, i dati economici pubblicati e gli utili attesi sono stati nel complesso più favorevoli e hanno sospinto la dinamica delle quotazioni azionarie. L'incertezza circa l'andamento dei corsi azionari, misurata dalla volatilità implicita, è diminuita su entrambe le sponde dell'Atlantico, pur rimanendo su livelli elevati.*

Nel periodo in esame i corsi azionari sono aumentati sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. Nel complesso, le quotazioni azionarie dell'area dell'euro, misurate dall'indice ampio Dow Jones Euro Stoxx, sono salite dell'1,0 per cento tra fine novembre e l'11 gennaio. Al contempo negli Stati Uniti l'indice Standard & Poor's 500 è cresciuto del 3,7 per cento (cfr. figura 20). Nello stesso periodo i corsi azionari in Giappone, misurati dall'indice Nikkei 225, hanno evidenziato un incremento dello 0,2 per cento.

Nel periodo in rassegna gli andamenti nei mercati azionari dell'area dell'euro hanno continuato a essere determinati principalmente dalle tensioni nei mercati delle obbligazioni sovrane. L'effetto della diffusione dei dati macroeconomici diffusi per l'area dell'euro è rimasto generalmente debole e le pro-

**Figura 20 Indici dei corsi azionari**

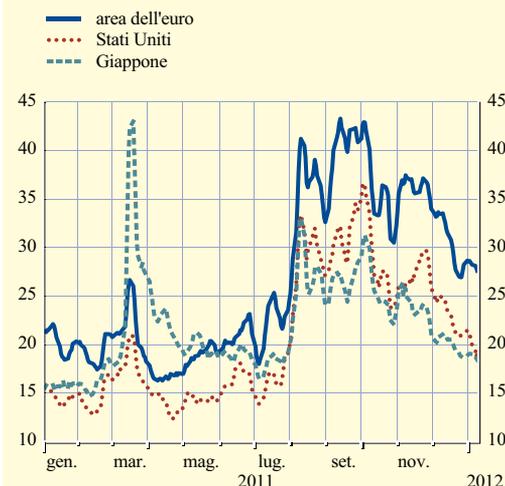
(indice: 1° gennaio 2011 = 100; dati giornalieri)



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 21 Volatilità implicita dei mercati azionari**

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



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

spettive di crescita sono state riviste al ribasso dagli analisti. Gli annunci di utili nell'area dell'euro non sono risultati migliori delle attese e le aspettative sugli utili a lungo termine mantengono un andamento calante. Per contro, negli Stati Uniti i dati economici pubblicati in generale, nonché in particolare quelli associati alle condizioni dell'occupazione e del settore degli immobili residenziali, hanno continuato a sorprendere positivamente. Anche gli utili annunciati negli Stati Uniti hanno favorito l'evoluzione positiva dei corsi azionari.

Sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti l'incertezza circa l'andamento dei corsi azionari, misurata dalla volatilità implicita, è lievemente diminuita nel periodo in esame (cfr. figura 21). Agli inizi di gennaio la volatilità implicita è rimasta su livelli significativamente più elevati nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti, per effetto del propagarsi delle tensioni nei mercati del debito sovrano dell'area ai mercati azionari dell'area stessa. La volatilità implicita dei mercati azionari è rimasta su livelli prossimi a quelli osservati nel maggio 2010 su entrambe le sponde dell'Atlantico.

Quanto agli andamenti per settore, l'aumento dei corsi azionari nell'area dell'euro è riconducibile alle azioni non finanziarie. Le quotazioni azionarie del settore finanziario dell'area dell'euro sono diminuite dell'1,7 per cento circa nel periodo in rassegna. A differenza della dinamica nel comparto finanziario, i corsi azionari del settore non finanziario dell'area dell'euro sono aumentati dell'1,8 per cento nello stesso periodo. Sul clima di mercato hanno influito negativamente i declassamenti del merito creditizio per alcune importanti banche dell'area dell'euro e l'annuncio che il merito di credito per il debito subordinato emesso da molti istituti dell'area era sottoposto a revisione per un declassamento. Inoltre, hanno contribuito alla flessione dei corsi azionari del settore finanziario anche i timori sulle prospettive per la ricapitalizzazione delle banche dell'area dell'euro in linea con la raccomandazione dell'Autorità bancaria europea. Gli indici delle quotazioni azionarie negli Stati Uniti sono invece aumentati in tutti i settori.

## 3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat l'inflazione misurata sullo IAPC si è collocata in dicembre al 2,8 per cento, dal 3,0 nei tre mesi precedenti. Questo calo era previsto e riflette un effetto base al ribasso connesso all'andamento dei prezzi dei beni energetici. L'inflazione si è mantenuta su livelli elevati dalla fine del 2010, sospinta principalmente dai rincari dell'energia e delle altre materie prime. In prospettiva, i tassi di inflazione dovrebbero restare al di sopra del 2 per cento per diversi mesi, prima di scendere al di sotto di tale livello. Questo andamento riflette l'aspettativa che, in un contesto caratterizzato da un rallentamento della crescita nell'area dell'euro e a livello mondiale, le pressioni su costi sottostanti, salari e prezzi nell'area restino contenute. 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 l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è scesa in dicembre al 2,8 per cento, dal 3,0 nei tre mesi precedenti (cfr. tavola 5). Questo calo ha riflesso un effetto base di -0,2 punti percentuali connesso alla componente energetica. La determinante fondamentale degli elevati tassi di inflazione armonizzata nel 2011 è stata la dinamica dei prezzi dei beni energetici, che ha concorso per quasi la metà al tasso complessivo del 2,7 per cento nei primi undici mesi dell'anno, in misura nettamente superiore al peso di tale componente nel paniere dello IAPC (circa un decimo). Per informazioni più dettagliate sui recenti andamenti dei prezzi al consumo del petrolio, cfr. il riquadro 5 *L'evoluzione dei prezzi al consumo dei prodotti petroliferi nel 2011*.

In novembre, l'ultimo mese per cui è disponibile una scomposizione ufficiale, la dinamica dell'inflazione complessiva è rimasta stabile rispetto a ottobre al 3 per cento (cfr. figura 22). Tale andamento è ascrivibile al fatto che la lieve flessione dei corsi dei beni energetici è stata compensata da una modesta accelerazione dei prezzi degli alimentari trasformati e dei servizi.

**Tavola 5 Andamenti dei prezzi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

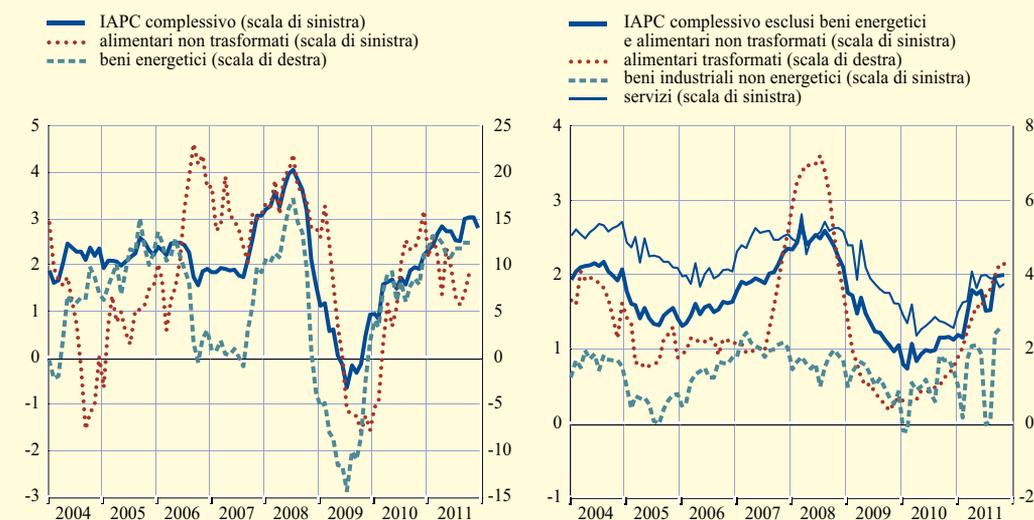
	2010	2011	2011 lug.	2011 ago.	2011 set.	2011 ott.	2011 nov.	2011 dic.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti</b>								
Indice complessivo <sup>1)</sup>	1,6	.	2,5	2,5	3,0	3,0	3,0	2,8
Beni energetici	7,4	.	11,8	11,8	12,4	12,4	12,3	.
Alimentari non trasformati	1,3	.	1,3	1,1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

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

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

Figura 22 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

## Riquadro 5

## L'EVOLUZIONE DEI PREZZI AL CONSUMO DEI PRODOTTI PETROLIFERI NEL 2011

Una determinante fondamentale degli elevati tassi di inflazione armonizzata nel 2011 è stata l'aumento dei prezzi al consumo dei beni energetici, che ha concorso per quasi la metà al tasso complessivo del 2,7 per cento nei primi undici mesi dell'anno, in misura nettamente superiore al peso di tale componente nel paniere dello IAPC (circa un decimo). All'interno dell'inflazione dei beni energetici nello stesso periodo (pari al 12,1 per cento), i prezzi dei prodotti petroliferi (carburanti liquidi per trasporto e riscaldamento) sono aumentati del doppio (15,8 per cento) rispetto a quelli dei prodotti non petroliferi (7,9 per cento)<sup>1)</sup>. Il presente riquadro si focalizza sulla dinamica dei prezzi al consumo dei prodotti petroliferi, scomponendo le determinanti principali della loro evoluzione nel 2011. A tal fine si ricorre a una rappresentazione stilizzata della catena di formazione dei prezzi dei prodotti petroliferi, che inizia dalle quotazioni internazionali del greggio, attraversa il processo di raffinazione e la distribuzione ai consumatori e termina con la tassazione<sup>2)</sup>.

## Prezzi del petrolio greggio e raffinato

Il principale fattore all'origine dell'aumento dei prezzi al consumo dei prodotti petroliferi nel 2011 è costituito dall'andamento delle quotazioni del greggio, collocatesi intorno a 110 dollari al

1) Tra i prodotti petroliferi, la dinamica dei prezzi dei carburanti per trasporto si è situata al 14,0 per cento, mentre quella dei combustibili liquidi per riscaldamento al 24,8 per cento. Tra i prodotti non petroliferi, la dinamica dei prezzi del gas naturale si è collocata all'8,7 per cento, quella dell'elettricità al 7,5 per cento (gli altri due prodotti non petroliferi, ossia l'energia termica e i combustibili solidi, che hanno un peso inferiore nello IAPC, sono aumentati in media del 7,2 e del 3,3 per cento, rispettivamente).

2) Per una trattazione più dettagliata, cfr. Meyler, A., "The pass-through of oil prices into euro area consumer liquid fuel prices in an environment of high and volatile oil prices", *Energy Economics*, vol. 31, n. 6, pp. 867-881.

barile nel periodo considerato, una misura sensibilmente più elevata rispetto a quella registrata nella media del 2010 (80 dollari al barile). Tuttavia, anche se le quotazioni dei prodotti del petrolio (sia greggio che raffinato) sui mercati internazionali sono comunemente espresse in dollari, il loro corrispondente in euro è importante per capire gli effetti sui prezzi al consumo nell'area dell'euro e, in particolare, sull'andamento dei margini di distribuzione. A tale riguardo, l'euro in media si è apprezzato sul dollaro in misura maggiore nel 2011 rispetto al 2010, pur essendosi indebolito nel corso dell'anno. Pertanto, mentre i prezzi del greggio in dollari hanno seguito un andamento in lieve calo, nel periodo tra marzo e dicembre del 2011, quelli espressi in euro hanno oscillato intorno a un livello di poco superiore a 80 euro al barile (cfr. figura A). Tuttavia, considerati i livelli nettamente inferiori registrati nel 2010, ciò si è tradotto in elevati tassi di crescita tendenziali che prevarranno fino a marzo 2012. A meno che nel frattempo non si registrino forti rincari petroliferi, l'inflazione dei beni energetici dovrebbe calare a causa di effetti base negativi.

L'altro stadio importante nella catena dei prezzi è il processo di raffinazione. Prima di essere utilizzato dai consumatori, il greggio deve essere raffinato in benzina o gasolio; quest'ultimo può essere utilizzato sia per trasporto sia per riscaldamento domestico. La figura B riporta i margini di raffinazione (i cosiddetti *crack spread*) per la benzina e il gasolio raffinati, calcolati come la differenza tra il prezzo del prodotto raffinato e quello del greggio<sup>3)</sup>. I margini del gasolio hanno oscillato su un livello lievemente superiore a 10 dollari al barile per gran parte del 2011, prima di aumentare sensibilmente, portandosi intorno a 20 dollari al barile, per un breve periodo tra la fine di novembre e l'inizio di dicembre. I margini della benzina, invece, hanno seguito un andamento nettamente diverso, con ampie oscillazioni tra 0 e 10 dollari per gran parte del 2011, prima di entrare in territorio negativo tra la fine di novembre e l'inizio di dicembre (ovvero, il prezzo della benzina raffinata è risultato inferiore a quello del greggio).

**Figura A Prezzi del petrolio (Brent)**

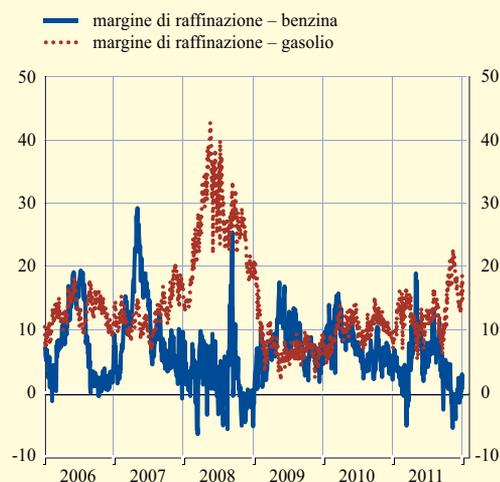
(dollari statunitensi/euro per barile)



Fonti: Bloomberg, Thomson Reuters ed elaborazioni degli esperti della BCE.

**Figura B Margini di raffinazione (*crack spread*)**

(dollari statunitensi per barile)



Fonti: Bloomberg, Thomson Reuters ed elaborazioni degli esperti della BCE.

3) Il margine effettivo di raffinazione può dipendere dalla particolare qualità del greggio utilizzato come *input*, dal prezzo degli altri prodotti raffinati ottenuti, nonché da fattori di costo non petroliferi.

La divergenza tra i margini di raffinazione registrata verso la fine dell'anno può essere spiegata dal fatto che l'Europa è considerata strutturalmente "lunga" in benzina (ossia produce più benzina di quanta ne richieda) ma "corta" in gasolio (il numero di autovetture a gasolio di nuova immatricolazione è aumentato sensibilmente negli anni 2000; inoltre, il gasolio è il carburante principale utilizzato nei veicoli commerciali). La sovraccapacità produttiva di benzina potrebbe essere accentuata dal fatto che nel processo di raffinazione per accrescere la produzione di gasolio è necessario aumentare anche quella di benzina (essendo entrambi prodotti del processo di raffinazione). Queste caratteristiche strutturali del mercato, insieme all'inizio della stagione invernale (quando aumenta la domanda di combustibili liquidi per riscaldamento), potrebbero essere state le determinanti principali della recente brusca divergenza tra i margini di raffinazione della benzina e quelli del gasolio.

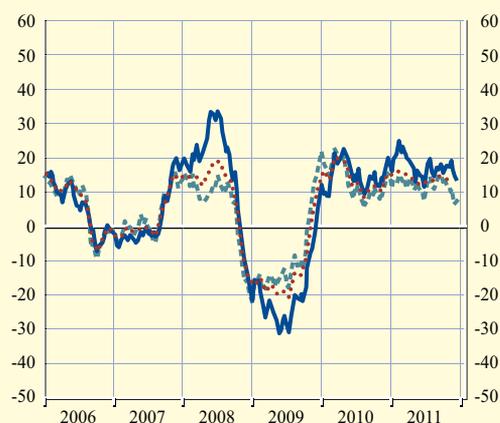
### Distribuzione e imposte

Gli stadi successivi nella catena di formazione dei prezzi sono la distribuzione dei prodotti raffinati ai consumatori e la tassazione. Per stimare i margini di distribuzione e gli effetti delle imposte, la BCE utilizza i dati sui prezzi al consumo dei carburanti liquidi per trasporto e riscaldamento ricavati dal Bollettino petrolifero settimanale della Commissione europea, in quanto, a differenza dei dati sullo IAPC, sono: a) espressi in termini di livello dei prezzi (ad esempio, centesimi di euro al litro) e non come indici; b) pubblicati al lordo e al netto delle imposte; c) scomposti per la benzina e il gasolio<sup>4</sup>. Le figure C e D, che rilevano le variazioni tendenziali dei dati del bollettino petrolifero settimanale insieme ai dati mensili sullo IAPC, mostrano che i primi, pur non essendo

**Figura C Carburanti per autotrazione**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

— gasolio, dati del Bollettino petrolifero settimanale  
 ..... carburanti per autotrazione, dati dello IAPC mensile  
 - - - benzina, dati del Bollettino petrolifero settimanale



Fonti: Commissione europea (DG ENER), Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

**Figura D Carburanti liquidi per riscaldamento**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

— carburanti per riscaldamento, dati del Bollettino petrolifero settimanale  
 ..... carburanti per riscaldamento, dati dello IAPC mensile



Fonti: Commissione europea (DG ENER), Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

4) Questi dati sono consultabili su [http://ec.europa.eu/energy/observatory/oil/bulletin\\_en.htm](http://ec.europa.eu/energy/observatory/oil/bulletin_en.htm). Oltre a essere disponibili sia al netto che al lordo delle imposte, presentano diverse altre caratteristiche interessanti, in quanto sono pubblicati con notevole frequenza (settimanale) e in modo tempestivo (i dati sui prezzi al consumo del lunedì in genere sono disponibili entro il mercoledì o il giovedì della stessa settimana).

statistiche ufficiali sui prezzi al consumo, colgono molto bene la dinamica dello IAPC ufficiale. Inoltre, poiché essi includono sia i prezzi della benzina sia quelli del gasolio, si può vedere che nel 2011 questi ultimi sono aumentati mediamente a un tasso più elevato (17,5 per cento) rispetto a quelli della benzina (12,0 per cento), forse per effetto delle differenze tra i margini di raffinazione, come indicato in precedenza. Anche la dinamica dei prezzi dei combustibili liquidi per riscaldamento ha registrato un evidente aumento (di circa il 25 per cento in media). Tale accelerazione è stata determinata non solo dal differenziale tra i margini di raffinazione (che ha influito anche sui prezzi del gasolio), ma anche dal fatto che le accise sui combustibili per riscaldamento sono inferiori a quelle sugli altri prodotti petroliferi. Poiché gli importi delle accise sono fissi, un aumento (calo) delle accise determina una variazione percentuale dei prezzi al consumo più contenuta (elevata) in risposta a una data variazione percentuale dei corsi petroliferi.

Al fine di quantificare i contributi dei differenti fattori all'andamento dei prezzi al consumo del petrolio nel 2011, la tavola presenta una stima della scomposizione dei prezzi al consumo dei prodotti petroliferi (in base ai dati del bollettino petrolifero settimanale), dove ogni componente è stata convertita in centesimi di euro al litro per motivi di comparabilità. Nell'area dell'euro tra il 2010 e il 2011 i prezzi della benzina, imposte incluse, rincarati di 16 centesimi, sono aumentati a 151 centesimi di euro al litro. Per contro, i prezzi del gasolio e del combustibile per riscaldamento, a causa delle minori imposte indirette, sono rimasti su livelli più contenuti nel 2011 (a 135 e 91 centesimi di euro al litro, rispettivamente), anche se gli aumenti dei prezzi sono stati più consistenti (20 e 18 centesimi di euro al litro, rispettivamente).

Il fattore che più di ogni altro ha determinato tali incrementi è stato il rincaro del greggio (12,7 centesimi di euro al litro). Le imposte sono state il secondo fattore in ordine di importanza, con una combinazione di aumenti delle accise ed effetti "moltiplicatori" dell'imposta sul valore aggiunto (IVA). Questi ultimi riflettono il fatto che l'IVA viene calcolata come percentuale del prezzo ante imposte più le accise: pertanto, un rialzo dei prezzi ante imposte o delle accise determina anche un aumento dell'IVA. L'effettivo impatto degli aumenti delle aliquote IVA (in media tra 0,2 e 0,4 punti percentuali) è stato più contenuto. In ogni caso le imposte hanno spinto al rialzo i prezzi al consumo, considerando che il gasolio ha subito l'aumento più consistente (4,8 centesimi di euro al litro). Al confronto, i costi e i margini di raffinazione e distribuzione hanno avuto un impatto minore. I costi e i margini di distribuzione hanno determinato aumenti più marcati per il gasolio (1,6 centesimi di

#### Stima della scomposizione dei prezzi al consumo medi dei prodotti del petrolio nell'area dell'euro

(centesimi di euro al litro, salvo diversa indicazione)

	Benzina			Gasolio			Carburante per riscaldamento		
	2010	2011	Variazione	2010	2011	Variazione	2010	2011	Variazione
<b>Petrolio greggio</b>	<b>38,0</b>	<b>50,7</b>	<b>12,7</b>	<b>38,0</b>	<b>50,7</b>	<b>12,7</b>	<b>38,0</b>	<b>50,7</b>	<b>12,7</b>
Costi e margini di raffinazione	3,5	2,0	-1,6	4,8	5,8	1,0	4,8	5,8	1,0
Costi e margini di distribuzione	12,2	13,0	0,8	12,9	14,5	1,6	9,7	10,1	0,4
<b>Prezzo al consumo ante imposte</b>	<b>53,7</b>	<b>65,7</b>	<b>12,0</b>	<b>55,7</b>	<b>71,0</b>	<b>15,3</b>	<b>52,5</b>	<b>66,6</b>	<b>14,1</b>
Imposte, di cui:	81,3	85,5	4,2	59,4	64,2	4,8	21,0	24,5	3,5
Accise	59,3	60,5	1,2	40,9	42,1	1,2	9,1	9,6	0,5
IVA	22,0	25,0	3,0	18,5	22,1	3,6	11,9	14,9	3,0
tasso dell'IVA	19,5%	19,8%	0,3 p.p.	19,1%	19,5%	0,4 p.p.	19,4%	19,6%	0,2 p.p.
<b>Prezzo al consumo incluse le imposte</b>	<b>135,0</b>	<b>151,1</b>	<b>16,2</b>	<b>115,1</b>	<b>135,2</b>	<b>20,1</b>	<b>73,5</b>	<b>91,0</b>	<b>17,6</b>

Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

euro al litro) che per la benzina (0,8 centesimi di euro al litro) e il combustibile per riscaldamento (0,4 centesimi di euro al litro), mentre i costi e i margini di raffinazione hanno spinto al ribasso i prezzi al consumo della benzina (di 1,6 centesimi di euro al litro), ma al rialzo quelli del gasolio e del combustibile per riscaldamento (di 1 centesimo di euro al litro).

In prospettiva, nell'ipotesi che i margini di raffinazione non si modifichino sostanzialmente e le imposte sui prodotti petroliferi non subiscano variazioni di rilievo, il profilo dei prezzi impliciti negli attuali contratti *future* per il greggio avrà, soprattutto a causa di effetti base, un sensibile impatto frenante sulle variazioni tendenziali dei prezzi al consumo dei prodotti petroliferi nei primi mesi del 2012.

Analizzando più in dettaglio le componenti principali dello IAPC, l'inflazione dei beni energetici è diminuita leggermente dal 12,4 al 12,3 per cento tra ottobre e novembre a causa di un effetto base al ribasso. Tale flessione è riconducibile in ampia misura a un rallentamento dei prezzi di carburanti e lubrificanti per il trasporto di persone, che ha più che compensato l'accelerazione dei prezzi dei combustibili liquidi, mentre i tassi di variazione sui dodici mesi delle altre voci energetiche sono rimasti invariati.

In novembre la crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari freschi è aumentata di 0,1 punti percentuali, all'1,9 per cento, principalmente a causa dei prezzi della carne, mentre quella dei prezzi degli alimentari trasformati è rimasta stabile al 4,3 per cento, a seguito delle variazioni più contenute dei prezzi di diverse voci. Nello stesso mese i prezzi dei tabacchi hanno registrato un lieve rallentamento.

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 invariata all'1,6 per cento in novembre. Essa 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.

In novembre la crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni industriali non energetici è rimasta all'1,3 per cento, invariata rispetto al mese precedente. L'inflazione nei servizi è aumentata di 0,1 punti percentuali, all'1,9 per cento, considerando che i tassi di variazione delle sue principali sottocomponenti (servizi abitativi, di trasporto, ricreativi e personali, oltre a quelli di comunicazione) sono rimasti stabili rispetto a ottobre.

Nel periodo tra gennaio 1999 e dicembre 2011 l'inflazione nell'area dell'euro si è situata in media al 2,03 per cento, quindi molto prossima all'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere il tasso di crescita dello IAPC nell'area dell'euro inferiore, ma prossimo, al 2 per cento nel medio termine. Il riquadro 6, intitolato *Fattori limitanti il margine disponibile per un incremento dei prezzi interni* prende in esame alcuni fattori che hanno influenzato l'inflazione dal 1999.

#### Riquadro 6

##### FATTORI LIMITANTI IL MARGINE DISPONIBILE PER UN INCREMENTO DEI PREZZI INTERNI

Il Consiglio direttivo della BCE si propone di mantenere il tasso di crescita dello IAPC nell'area dell'euro inferiore ma prossimo al 2 per cento nel medio termine. Ciò definisce il margine complessivo disponibile per gli aumenti dei prezzi al consumo, quale che sia la natura e l'origine

dei rincari. Nel periodo tra gennaio 1999 e dicembre 2011 l'inflazione nell'area dell'euro si è collocata in media al 2,03 per cento, molto prossima a tale obiettivo. Il presente riquadro considera alcuni particolari fattori che hanno influenzato l'inflazione dal 1999, come gli aumenti delle quotazioni petrolifere e delle imposte indirette. Il riquadro mostra che gli incrementi tendenziali di questi fattori limitano il margine per altri rincari di origine interna, come gli andamenti dei salari e dei profitti, dato che la stabilità dei prezzi (nella definizione sopra menzionata) deve essere mantenuta nel medio termine.

### Effetti sui prezzi determinati dalle variazioni delle aliquote indirette e delle quotazioni petrolifere

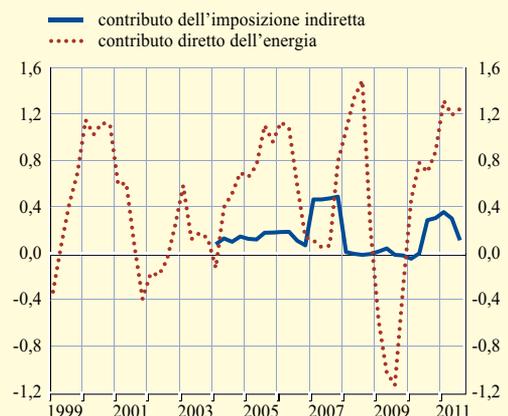
Nei primi tredici anni dell'unione monetaria, dal 1999 al 2011, le variazioni delle imposte indirette e delle quotazioni petrolifere hanno esercitato, nel complesso, pressioni verso l'alto sull'inflazione armonizzata dell'area dell'euro, che hanno dovuto essere compensate dalla dinamica dei fattori interni.

Per quanto concerne le imposte indirette, le spinte al rialzo sono riconducibili, ad esempio, a un incremento delle aliquote indirette, in quanto l'aumento è più marcato nella componente delle imposte che in quella ante imposte dei prezzi al consumo. L'impatto diretto delle imposte indirette, calcolato come la differenza tra l'inflazione armonizzata e quella ad aliquote fiscali costanti misurata dall'Eurostat, è stato in media di quasi 0,2 punti percentuali in ragione d'anno nel periodo in esame<sup>1)</sup>. L'impatto è stato quasi sempre positivo, ad eccezione di un brevissimo periodo all'inizio del 2010, quando i valori sono stati lievemente negativi (cfr. figura A). Aumenti superiori alla media sono stati registrati anche per i prezzi amministrati, ossia i prezzi fissati direttamente o influenzati in misura significativa dall'amministrazione pubblica. Essi sono aumentati in media del 2,5 per cento l'anno dal 1999.

Nel caso delle quotazioni petrolifere, l'impatto diretto è osservabile quasi immediatamente nei prezzi al consumo dei carburanti liquidi e, con un certo ritardo, anche nei prezzi al consumo del gas e di altre fonti energetiche. Pertanto, l'impatto diretto degli shock dei corsi petroliferi può essere stimato analizzando la crescita dei prezzi al consumo dei beni energetici. Nel periodo tra il 1999 e il 2011, la variazione tendenziale della componente energetica dello IAPC si è situata al

**Figura A Il contributo dell'imposizione indiretta e dei prezzi dei beni energetici all'inflazione misurata sullo IAPC**

(punti percentuali)



Fonte: Eurostat.

Note: i dati sul contributo dell'imposizione indiretta non sono disponibili prima del 2004 (cfr. nota 1). L'ultima osservazione è relativa al 3° trimestre del 2011. Bisogna considerare che i contributi dell'imposizione indiretta e dei prezzi dei beni energetici non sono perfettamente separabili, dato che questi ultimi già includono taluni effetti dovuti all'imposizione indiretta.

1) Lo IAPC ad aliquote fiscali costanti (HICP-CT) pubblicato dall'Eurostat è disponibile solo a partire dal 2004. L'impatto delle imposte nel periodo tra il 2004 e il 2010 è stato in media di 0,15 punti percentuali (cfr. il riquadro *La misurazione dell'impatto dell'imposizione indiretta sull'inflazione armonizzata nell'area dell'euro*, nel numero di marzo 2011 di questo Bollettino). Le stime relative all'intero periodo dal 1999 al 2010 suggeriscono che il contributo medio è stato lievemente superiore, pari a 0,2 punti percentuali. Tale valore si avvicina di più al contributo medio delle imposte indirette (0,2 punti percentuali) alla crescita del deflatore del PIL nello stesso periodo.

5,2 per cento, sensibilmente al di sopra dell'aumento medio dello IAPC nell'area dell'euro. Gli effetti indiretti degli shock dei corsi petroliferi sui prezzi al consumo attraverso i rincari degli *input* energetici lungo la filiera produttiva hanno esercitato ulteriori pressioni verso l'alto sull'inflazione complessiva nell'area, benché tali effetti siano più difficili da quantificare<sup>2)</sup>.

### Implicazioni per il processo di formazione dei salari e dei prezzi interni

Gli effetti sui prezzi esaminati in precedenza riflettono le imposte delle amministrazioni pubbliche e dei paesi produttori di materie prime sul valore aggiunto dell'economia nell'area dell'euro. Tali imposte riducono il margine disponibile per una crescita di salari e profitti in linea con la stabilità dei prezzi. Queste semplici quantificazioni suggeriscono che nel periodo tra il 1999 e il 2011 circa mezzo punto percentuale del tasso medio di inflazione armonizzata, pari al 2,0 per cento, è stato di fatto assorbito dagli aumenti sia dei prezzi indotti dalle amministrazioni pubbliche sia delle quotazioni petrolifere e quindi non è stato disponibile per la crescita del reddito interno<sup>3)</sup>.

Questi dati devono essere raffrontati con un incremento medio chiaramente inferiore al 2 per cento imputabile a fattori di costo interni. La dinamica dei salari corretta per la crescita della produttività, calcolata in base ai costi del lavoro per unità di prodotto, è aumentata dell'1,6 per cento in media tra il 1999 e il terzo trimestre del 2011 e gli andamenti dei margini sui salari, misurati dai margini di profitto, hanno aggiunto altri 0,1 punti percentuali (cfr. figura B)<sup>4)</sup>.

Mentre la precedente analisi è rivolta al passato, ci sono motivi per ritenere che le variazioni delle imposte indirette e delle quotazioni petrolifere probabilmente rimarranno importanti anche in prospettiva futura. In particolare, è probabile che le imposte indirette continuino a essere

**Figura B Costo del lavoro per unità di prodotto nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: Eurostat.  
Nota: l'ultima osservazione è relativa al 3° trimestre del 2011.

2) La stima degli effetti indiretti è soggetta a notevoli incertezze. Secondo gli esperti dell'Eurosistema l'effetto indiretto di un aumento del 10 per cento delle quotazioni petrolifere sull'inflazione armonizzata nell'area dell'euro sarebbe pari a 0,1-0,3 punti percentuali. Alcune evidenze suggeriscono anche un ridotto impatto nel tempo, forse riconducibile alla minore intensità di energia dell'attività economica. Cfr. la tavola 12 in Task Force of the Monetary Policy Committee of the ESCB (2010), *Energy markets and the euro area macroeconomy, Occasional Paper della BCE*, n. 113, pagina 76.

3) Mezzo punto percentuale è all'incirca il risultato dei seguenti impatti: a) meno di 0,20 punti percentuali dalle imposte indirette (cfr. anche la nota 2 della figura A); b) 0,05 punti percentuali dalla crescita dei prezzi amministrati superiore al 2,0 per cento; c) 0,33 punti percentuali dalla crescita dei prezzi dei beni energetici superiore al 2,0 per cento; e d) 0,15 punti percentuali dagli effetti indiretti delle quotazioni petrolifere (cfr. la nota 2 in alto).

4) L'indicatore del margine di profitto è dato dalla differenza tra il tasso di crescita del deflatore del PIL a prezzi all'origine e il tasso di crescita del costo del lavoro per unità di prodotto. Si noti che i concetti di deflatore del PIL e IAPC non sono direttamente comparabili. Il tasso di crescita medio del deflatore del PIL al costo dei fattori nel periodo tra il 1999 e il terzo trimestre del 2011 è stato pari all'1,8 per cento.

un elemento primario delle politiche di bilancio delle amministrazioni pubbliche, sia in rapporto al risanamento dei conti pubblici necessario in diversi paesi, sia in considerazione della generale tendenza a riequilibrare il carico fiscale dalle imposte dirette a quelle indirette per ridurre il costo del lavoro e la distorsione dell'imposizione fiscale a scapito del risparmio<sup>5)</sup>. Inoltre, in ragione della persistente e sostenuta crescita della domanda di materie prime nei mercati emergenti, non è possibile escludere in prospettiva ulteriori spinte al rialzo sui prezzi delle materie prime. Nel complesso, le parti sociali nell'area dell'euro dovranno pertanto continuare a tenere in debito conto le probabili limitazioni nei margini per la distribuzione del reddito interno che sono associate agli effetti delle imposte indirette e alle ragioni di scambio.

5) Cfr. il riquadro 12 La svalutazione fiscale: uno strumento di aggiustamento economico nel numero di dicembre 2011 di questo Bollettino. Cfr. anche Johansson, Å. et al. (2008), "Taxation and Economic Growth", *OECD Economic Department Working Papers*, n. 620, OCSE, per il quale l'IVA e le tasse sulla proprietà sono le imposte meno dannose per la crescita, mentre le più dannose sono le imposte sul lavoro e sui redditi delle imprese.

### 3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

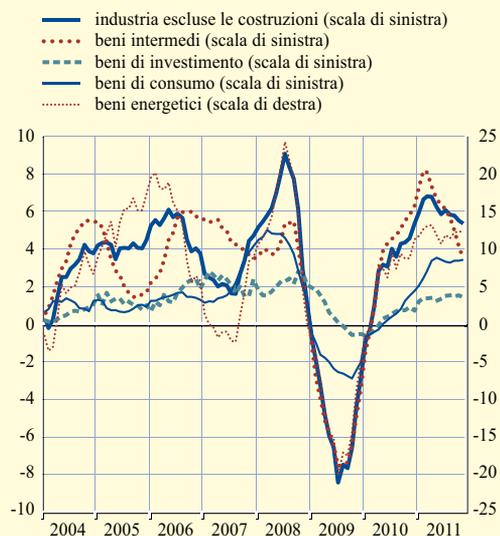
In novembre l'inflazione dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è scesa al 5,3 per cento, dal 5,5 di ottobre (cfr. la figura 23), a indicare un ulteriore contenimento delle pressioni sui prezzi degli *input*. Questo rallentamento è attualmente più visibile ai primi stadi della catena dei prezzi (ad esempio, nei prezzi alla produzione dei beni intermedi) che a quelli successivi (ad esempio, nei prezzi alla produzione dei beni di consumo esclusi gli alimentari). Al netto delle costruzioni e dell'energia, la variazione dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali è scesa al 3,0 per cento in novembre, dal 3,2 in ottobre, principalmente a causa di un rallentamento dei prezzi dei beni intermedi, a sua volta riconducibile a un effetto base negativo.

Agli stadi successivi della filiera produttiva l'inflazione alla produzione dei beni di consumo si è situata al 3,4 per cento in novembre, rimanendo quindi sostanzialmente invariata da aprile. In novembre il tasso di variazione sui dodici mesi della componente non alimentare è salito all'1,7 per cento, il livello più elevato dall'ottobre 2001, segno del protrarsi delle pressioni all'origine sulle componenti di fondo dell'inflazione al consumo. Per contro, la crescita della componente alimentare è diminuita moderatamente al 4,8 per cento e dovrebbe contrarsi ulteriormente nei prossimi mesi a causa del recente forte rallentamento dei prezzi delle materie prime alimentari nell'Unione europea.

Nel dicembre 2011 gli indicatori di prezzo delle indagini, che anticipano gli andamenti dei prezzi alla produzione, sono aumentati ulteriormente, a indicare che la tendenza al ribasso iniziata nella primavera dello stesso anno si è arrestata (cfr. figura 24). Per quanto riguarda l'indice dei re-

**Figura 23 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



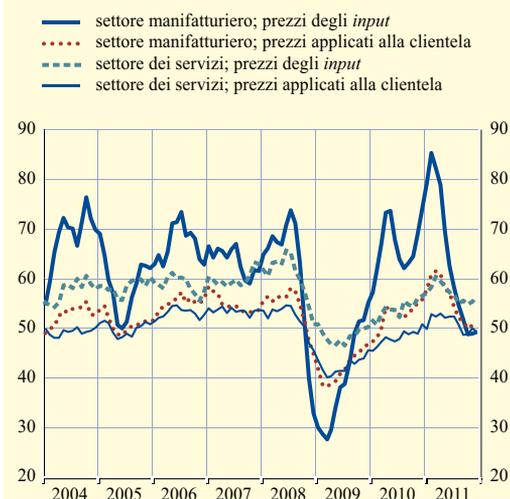
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

sponsabili degli acquisti, tra novembre e dicembre quello dei prezzi degli *input* nel settore dei servizi è salito da 55,4 a 56,6, con un incremento lievemente superiore a quello registrato nel settore manifatturiero, dove l'indice è passato da 48,9 a 49,3. Nello stesso periodo l'indice dei prezzi di vendita nel settore manifatturiero è aumentato da 50,6 a 50,8, mentre nei servizi è diminuito da 50,0 a 49,3, portandosi al di sotto del valore soglia di 50 che indica un calo dei prezzi. Secondo l'indagine della Commissione europea presso le imprese, le aspettative sui prezzi industriali di vendita sono rimaste invariate ma prossime alla loro media storica.

In sintesi, ulteriori effetti base al ribasso, insieme a moderate pressioni inflazionistiche anticipate dai dati sui prezzi delle indagini, suggeriscono che nei prossimi mesi l'inflazione alla produzione scenderà ancora, anche se i suoi livelli elevati continuano a riflettere il protrarsi delle pressioni all'origine.

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

(indici di diffusione; dati mensili)



Fonte: Markit.

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

### 3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

In linea con il lento miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro, gli indicatori del costo del lavoro nell'area dell'euro sono aumentati gradualmente nel 2011 (cfr. tavola 6 e figura 25), dato che la crescita dei salari, inclusi i redditi per occupato, è stata superiore alle attese. Tuttavia, alla luce delle prospettive di crescita piuttosto deboli e della perdurante debolezza del mercato del lavoro, le pressioni sul costo del lavoro dovrebbero rimanere contenute nel medio termine. I dati preliminari di ottobre sulle retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro mostrano un lieve rallentamento dei salari.

Tra il secondo e il terzo trimestre del 2011 la dinamica delle retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro è salita dall'1,9 al 2,1 per cento. Nello stesso periodo il tasso di variazione tendenziale

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

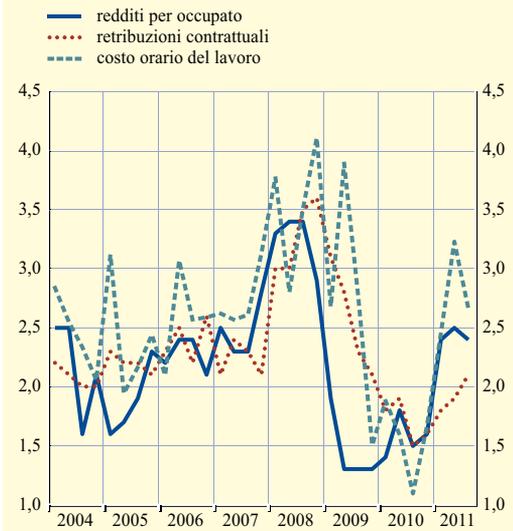
Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

del costo orario del lavoro è sceso dal 3,2 al 2,7 per cento. Tale rallentamento è stato determinato principalmente dagli andamenti nel comparto industriale, dove il tasso di variazione annuale del costo orario del lavoro è calato dal 4,2 al 2,9 per cento tra il secondo e il terzo trimestre (cfr. figura 26). Decrementi più modesti sono stati registrati anche nei settori delle costruzioni e dei servizi di mercato. 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.

Allo stesso tempo la crescita sul periodo corrispondente dei redditi per addetto si è stabilizzata, al 2,4 per cento nel terzo trimestre del 2011, dopo il 2,5 per cento nel secondo trimestre. Nonostante il lieve rallentamento dell'occupazione, la dinamica annuale della produttività del lavoro è diminuita dall'1,3 all'1,0 per cento tra il secondo e il terzo trimestre. Nel complesso, la crescita del costo unitario del lavoro è aumentata ulteriormente all'1,3 per cento nel terzo trimestre, dall'1,2 nel trimestre precedente. In prospettiva, i risultati delle ultime indagini indicano un rallentamento della produttività nei prossimi trimestri, che potrebbe indurre un'accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto.

**Figura 25 Indicatori del costo del lavoro**

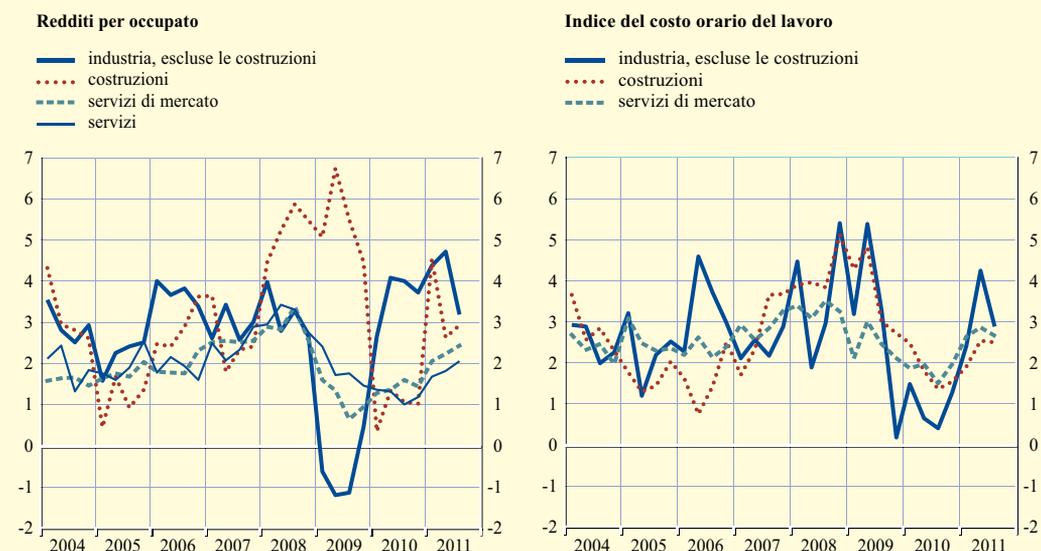
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

**Figura 26 Andamenti del costo del lavoro per settore**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

### 3.4 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

In prospettiva, i tassi di inflazione dovrebbero restare chiaramente al di sopra del 2 per cento per diversi mesi, prima di scendere al di sotto di tale livello. Questo andamento riflette l'aspettativa che, in un contesto caratterizzato da un rallentamento della crescita nell'area dell'euro e a livello mondiale, le pressioni su costi sottostanti, salari e prezzi nell'area restino contenute.

I rischi per le prospettive a medio termine sull'evoluzione dei prezzi rimangono 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, e possibili aumenti dei prezzi delle materie prime. 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 0,1 per cento sul periodo precedente. Attualmente, diversi fattori sembrano frenare la dinamica di fondo della crescita dell'area. Tra questi figurano la crescita moderata della domanda globale e la debole fiducia di imprese e consumatori dell'area dell'euro. La domanda interna sarà probabilmente frenata dalle perduranti tensioni nei mercati del debito sovrano dell'area, nonché dal processo di risanamento dei bilanci in atto nei settori finanziario e non finanziario. Nel contempo, l'attività economica dell'area dovrebbe riprendersi, seppur molto gradualmente, nel corso del 2012, sostenuta dagli andamenti della domanda globale, dai tassi di interesse molto bassi e da tutte le misure prese a sostegno del finanziamento del settore finanziario. Permangono 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

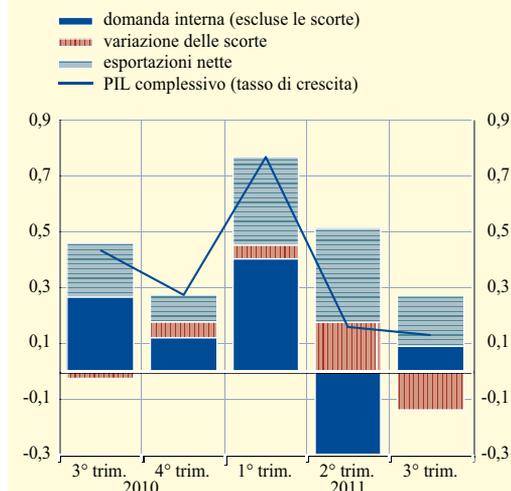
Nel terzo trimestre del 2011 il PIL dell'area dell'euro è cresciuto in termini reali dello 0,1 per cento sul periodo precedente, dopo la progressione dello 0,2 per cento del trimestre precedente (cfr. figura 27). Tale risultato, che è stato rivisto al ribasso di 0,1 punti percentuali, è riconducibile a contributi positivi della domanda interna e dell'interscambio netto, mentre le scorte hanno apportato un contributo negativo. Sebbene il PIL sia cresciuto sul periodo precedente per il nono trimestre consecutivo, nel terzo trimestre del 2011 il livello del prodotto è rimasto ancora inferiore dell'1,8 per cento rispetto al suo ultimo massimo, registrato nel primo trimestre del 2008.

I consumi privati nell'area dell'euro sono aumentati dello 0,2 per cento nel terzo trimestre del 2011, a fronte di una contrazione dello 0,5 per cento nel trimestre precedente. È molto probabile che la crescita del terzo trimestre rifletta un contributo positivo dei consumi di servizi, in quanto sia le vendite al dettaglio sia le immatricolazioni di autovetture (un indicatore strettamente correlato agli acquisti di automobili), sono diminuite rispetto al trimestre precedente.

Per quanto riguarda il quarto trimestre del 2011, gli indicatori disponibili segnalano una persistente mancanza di dinamismo della spesa per consumi. Le vendite al dettaglio sono diminuite dello 0,8 per cento in novembre e nei primi due mesi del quarto trimestre si sono situate in media su un livello inferiore dello 0,7 per cento rispetto al terzo trimestre. Sempre in tali mesi le immatricolazioni di nuove autovetture sono rimaste allo stesso livello del terzo trimestre. I dati sulle indagini nel settore del commercio al dettaglio, disponibili fino a tutto il quarto trimestre, indicano una perdurante debolezza dei consumi di beni (cfr. figura 28). L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per le vendite al dettaglio è sceso dal 48,6 del terzo trimestre al 46,7 del quarto, indicando quindi una contrazione delle vendite. Inoltre, secondo l'inchiesta congiunturale sui consumatori della Commissione europea, in dicembre l'indicatore del clima di fiducia è diminuito per il sesto mese con-

**Figura 27 Crescita del PIL in termini reali e contributi**

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

secutivo. Di conseguenza, la media del quarto trimestre è risultata inferiore sia alla media del terzo trimestre sia alla sua media di lungo periodo. Nel contempo, l'indicatore delle attese sugli acquisti rilevanti rimane su livelli storicamente bassi, a indicazione che i consumatori sono ancora cauti nelle decisioni di acquisto di beni durevoli.

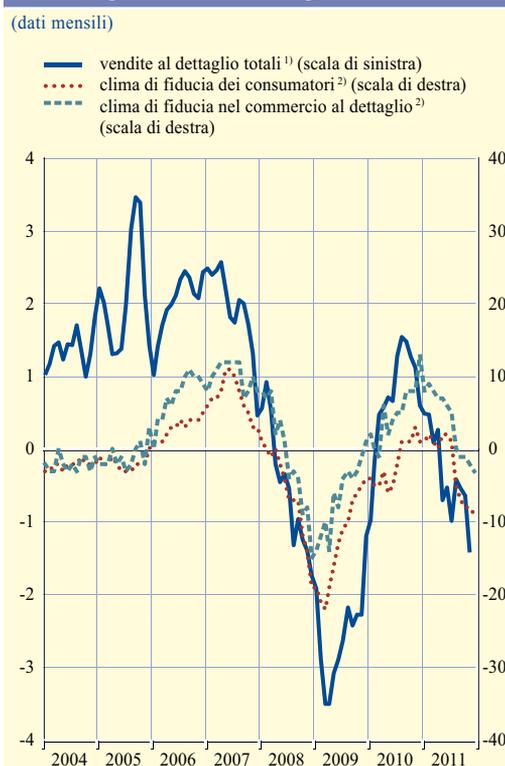
Nel terzo trimestre del 2011 gli investimenti fissi lordi sono scesi dello 0,1 per cento in termini congiunturali, dopo una diminuzione analoga registrata nel periodo precedente. La ripresa degli investimenti è stata più lenta del recupero dell'attività complessiva. Ciò è principalmente riconducibile agli andamenti degli investimenti in costruzioni. Per quanto riguarda la scomposizione degli investimenti nel terzo trimestre, quelli in beni diversi dalle costruzioni sono aumentati dello 0,8 per cento rispetto al trimestre precedente, mentre quelli in costruzioni si sono contratti dello 0,9 per cento.

In prospettiva, la produzione industriale nel settore dei beni di investimento, un indicatore degli investimenti futuri in beni diversi dalle costruzioni, è aumentata dello 0,9 per cento in ottobre rispetto al mese precedente. Tuttavia, in settembre la produzione nel settore dei beni di investimento ha subito un brusco calo del 3,8 per cento, che frenerà la crescita nel quarto trimestre a causa dell'effetto di trascinamento negativo. Inoltre, i dati delle indagini sul settore industriale al netto delle costruzioni (sia l'indice dei responsabili degli acquisti sia l'indicatore del clima di fiducia nell'industria della Commissione europea) indicano un netto rallentamento dell'attività nel quarto trimestre. L'indicatore della fiducia delle imprese è prossimo alla sua media storica, mentre l'indice dei responsabili degli acquisti, seppur in leggero miglioramento in dicembre, rimane al di sotto della soglia teorica di espansione di 50.

In ottobre la produzione nel settore edile è diminuita dell'1,4 per cento sul mese precedente, dopo un calo della stessa entità in settembre. Nel contempo, l'indicatore della fiducia nel settore delle costruzioni pubblicato dalla Commissione europea è rimasto al di sotto della sua media storica per tutto il quarto trimestre. Anche il PMI per il settore delle costruzioni nell'area dell'euro si è collocato in media nettamente al di sotto di 50 nel quarto trimestre, suggerendo una perdurante crescita negativa in tale periodo.

Per quanto riguarda i flussi commerciali, nel terzo trimestre è aumentata leggermente la crescita sia delle importazioni sia delle esportazioni, a riflesso della lieve ripresa del commercio mondiale facilitata dal venire meno delle turbative lungo le catene produttive. In ottobre i tassi di crescita delle esportazioni e importazioni di beni verso e dall'esterno dell'area dell'euro sono diminuiti in termini congiuntura-

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



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

li, per il secondo mese consecutivo. Malgrado gli andamenti più positivi rispetto ai tre mesi precedenti, in ottobre i dati segnalano una contrazione dell'interscambio di beni nell'area dell'euro nell'ultimo trimestre del 2011. Diversamente da quello di beni, l'interscambio di servizi con l'esterno dell'area dell'euro si è ripreso leggermente in ottobre (in termini sia mensili che trimestrali). In prospettiva, il PMI relativo ai nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero dell'area dell'euro è migliorato lievemente in dicembre, per la prima volta dall'aprile 2011. Tuttavia il livello è rimasto al di sotto di 50, segnalando una crescita negativa delle esportazioni dell'area dell'euro nel breve termine.

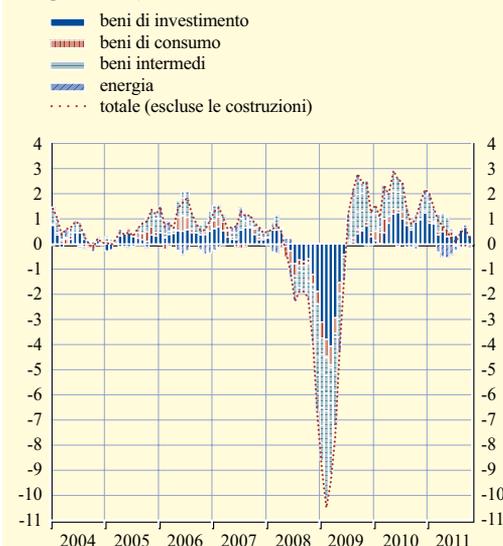
#### 4.2 ANDAMENTI DEL PRODOTTO, DELL'OFFERTA E DEL MERCATO DEL LAVORO

Nel terzo trimestre del 2011 il valore aggiunto in termini reali è aumentato dello 0,1 per cento sul periodo precedente. L'attività è cresciuta dello 0,3 per cento nel settore industriale (al netto delle costruzioni) e dello 0,1 nei servizi. Il valore aggiunto nelle costruzioni è diminuito sul trimestre precedente dello 0,5 per cento. Il riquadro 7 esamina brevemente la classificazione aggiornata delle attività economiche (NACE) nei conti nazionali, che è stata introdotta di recente al fine di dare una scomposizione più dettagliata delle attività, in particolare nel caso dei servizi.

Quanto all'andamento nel quarto trimestre del 2011, in ottobre la produzione industriale (al netto delle costruzioni) è calata dello 0,2 per cento sul mese precedente, dopo una diminuzione del 2,0 per cento in settembre. Il tasso di crescita sui tre mesi precedenti si è ridotto dallo 0,6 per cento di settembre allo 0,2 per cento di ottobre (cfr. figura 29). Nel contempo, i nuovi ordini industriali (al netto dei mezzi di trasporto pesante) sono diminuiti ulteriormente in ottobre dello 0,6 per cento sul

**Figura 29 Crescita della produzione industriale e contributi**

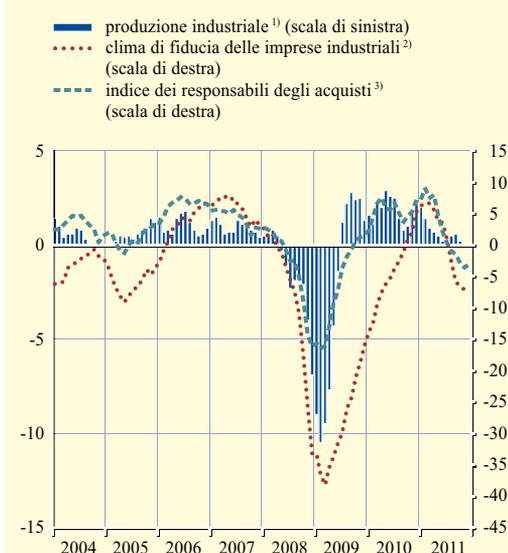
(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati mensili destagionalizzati)



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

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

(dati mensili; destagionalizzati)



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

mese precedente, dopo il forte calo del 5,5 per cento registrato in settembre. I dati delle indagini, che sono più aggiornati, segnalano un'attività debole nel complesso del trimestre (cfr. figura 30). Ad esempio, l'indice PMI relativo alla produzione manifatturiera si è collocato a 46,5 nel quarto trimestre, su un livello inferiore rispetto al terzo trimestre e nettamente al di sotto della soglia di espansione di 50. Anche l'indice dell'attività nel settore dei servizi è diminuito, da 50,6 nel terzo trimestre a 47,6 nel terzo. Tuttavia, in dicembre, gli indici PMI per i settori manifatturiero e dei servizi, sebbene siano rimasti al di sotto di 50, di recente sono migliorati, il che potrebbe suggerire una variazione di tendenza. Altre indagini congiunturali presso le imprese, come quelle condotte dalla Commissione europea, sono risultate sostanzialmente in linea con l'andamento del PMI.

#### Riquadro 7

### LA NUOVA CLASSIFICAZIONE DELLE ATTIVITÀ ECONOMICHE (NACE) NELLA CONTABILITÀ NAZIONALE

Con la pubblicazione dei principali aggregati di contabilità nazionale per il terzo trimestre del 2011, la classificazione aggiornata delle attività economiche NACE <sup>1)</sup> Rev. 2 ha sostituito la NACE Rev. 1.1. La classificazione "NACE", pienamente conforme con lo standard internazionale di classificazione di tutte le attività economiche (*International Standard Industrial Classification of all Economic Activities*, ISIC), costituisce il quadro di riferimento obbligatorio per un'ampia gamma di statistiche europee, fra cui le statistiche congiunturali, quelle sul mercato del lavoro e i dati di contabilità nazionale. L'attuale pubblicazione rappresenta il momento culminante di un processo durato tre anni, con il quale si è introdotta la nuova classificazione <sup>2)</sup> nelle statistiche sottostanti ai dati di contabilità nazionale. D'ora innanzi per la contabilità nazionale <sup>3)</sup> saranno utilizzati in questo Bollettino <sup>4)</sup> solo dati nella nuova aggregazione. Il presente riquadro illustra la transizione e la revisione.

#### Implicazioni della NACE Rev. 2

La revisione ha interessato principalmente la scomposizione del valore aggiunto, dell'occupazione e dei redditi da lavoro dipendente. Le tavole nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro* di questo Bollettino riportano ora dieci aggregati dell'attività economica, a fronte dei sei precedenti, in base alla cosiddetta "disaggregazione per branca di attività economica A\*10" <sup>5)</sup>, fornendo una scomposizione più precisa delle attività, soprattutto in merito ai servizi (cfr. tavola A). È questo uno dei principali vantaggi della nuova classificazione, che consente un'analisi più dettagliata di tali comparti. Sono disponibili nuove singole disaggregazioni relative alle sezioni "Servizi di informazione e comunicazione", "Attività finanziarie e assicurative", "Attività immobiliari", nonché "Attività professionali, scientifiche e tecniche; attività amministrative e di servizi di supporto".

- 1) NACE indica la "Nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté Européenne", la denominazione francese della classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea. Per maggiori informazioni sulla NACE Rev. 2 e i collegamenti con altre classificazioni, cfr. *NACE Rev. 2: Statistical classification of economic activities in the European Community*, disponibile sul sito Internet dell'Eurostat (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu>).
- 2) Per informazioni esaurienti in merito all'introduzione della NACE Rev. 2 nelle statistiche congiunturali sull'attività economica si rimanda al riquadro 4 del numero di aprile 2009 di questo Bollettino.
- 3) I responsabili nazionali della contabilità hanno concordato, per i propri usi, disaggregazioni specifiche della NACE Rev. 2. Queste sono precisate nel Regolamento (UE) n. 715/2010 della Commissione, del 10 agosto 2010, che modifica il SEC95 e introduce la NACE Rev. 2.
- 4) Cfr. la nuova versione delle tavole 5.2.2, 5.3.1 e 5.1.4 nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del presente numero del Bollettino mensile.
- 5) Cfr. le tavole di cui alla nota 4. Nell'allegato del Regolamento (UE) n. 715/2010 della Commissione è riportata una descrizione dettagliata della disaggregazione.

**Tavola A Corrispondenza generale tra le sezioni della NACE Rev. 1.1 e della NACE Rev. 2.**

NACE Rev. 1.1			NACE Rev. 2		
Sezione	Attività	% del totale nel 2010	Sezione	Attività	% del totale nel 2010
1 A, B	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	1,7	1 A	Agricoltura, silvicoltura e pesca	1,7
2 C, D, E	Industria manifatturiera, estrattiva e dell'energia	18,6	2 B, C, D, E	Industria manifatturiera, dell'energia e servizi di pubblica utilità	18,9
3 F	Costruzioni	5,9	3 F	Costruzioni	6,2
4 G, H, I	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	20,6	4 G, H, I	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	19,0
5 J, K	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	29,3	5 J	Servizi di informazione e comunicazione	4,4
6 L, M, N, O, P	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi	24,1	6 K	Servizi finanziari e assicurativi	5,3
			7 L	Servizi immobiliari	11,2
			8 M, N	Servizi professionali, amministrativi e di supporto	10,1
			9 O, P, Q	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e assistenza sociale	19,6
			10 R, S, T, U	Attività artistiche, di intrattenimento e divertimento	3,7

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: è possibile che le denominazioni delle attività riportate nella tavola possano differire da quelle ufficiali. Le quote fanno riferimento al valore aggiunto.

### Attuazione della NACE Rev. 2

L'Eurostat ha pubblicato i principali aggregati di contabilità nazionale per l'area dell'euro, rivisti in base alla classificazione NACE Rev. 2, il 6 dicembre 2011 e ha aggiunto ulteriori dettagli l'11 gennaio 2012 nella terza pubblicazione dei dati dell'area dell'euro e dell'UE per il terzo trimestre del 2011. Nel settembre 2011 vari paesi hanno presentato i dati puntualmente secondo la nuova classificazione, come previsto dal Regolamento, mentre per altri ciò non è avvenuto: i dati aggregati europei erano di conseguenza incompleti e perciò ne è stata rinviata la pubblicazione. Sebbene ora i paesi dell'area dell'euro abbiano per lo più fornito la maggior parte dei principali aggregati per settore, occorre migliorare ulteriormente la disponibilità della disaggregazione dei redditi da lavoro dipendente e dei dati annuali nazionali più dettagliati per comparto. Va encomiato il fatto che diversi paesi abbiano già fornito serie temporali lunghe dagli anni '90 o '80 riviste in base alla NACE Rev. 2, benché fosse giuridicamente<sup>6)</sup> obbligatorio presentare entro il settembre 2011 solo i dati dal primo trimestre del 2000. Secondo i programmi, la transizione alla nuova classificazione delle attività sarà completamente ultimata nel settembre 2012 quando si renderanno disponibili per tutti i paesi ulteriori dati relativi a periodi precedenti al 2000, che consentiranno la compilazione di serie temporali lunghe per l'area dell'euro.

### Impatto della transizione

In alcuni paesi la transizione ha offerto anche l'occasione di inglobare metodi di compilazione e fonti di dati migliori. Nella tavola B si riportano varie misure delle revisioni per i principali indicatori economici in relazione al periodo con decorrenza dal primo trimestre del 2006. Sebbene

6) Cfr. il rimando di cui alla nota 3.

**Tavola B Revisioni dei principali aggregati trimestrali a seguito dell'introduzione della NACE Rev. 2.**

(punti percentuali)

Indicatore	Revisione media	Intervallo di revisione	Revisione media assoluta	Pro memoria: media assoluta della variazione percentuale sul periodo corrispondente
PIL, valori concatenati	0,02	-0,1 – 0,1	0,04	0,86
Valore aggiunto lordo, valori concatenati	0,02	-0,2 – 0,1	0,05	0,84
<i>di cui:</i>				
industria, comprese le costruzioni	0,05	-0,6 – 0,7	0,27	1,86
tutti i servizi	-0,03	-0,3 – 0,3	0,14	0,53
Occupazione complessiva	-0,01	-0,1 – 0,1	0,04	0,34
<i>di cui:</i>				
industria, comprese le costruzioni	-0,02	-0,3 – 0,2	0,10	0,68
tutti i servizi	-0,04	-0,1 – 0,1	0,05	0,60
Ore lavorate totali	-0,08	-0,4 – 0,2	0,17	0,70
<i>di cui:</i>				
industria, comprese le costruzioni	-0,12	-0,7 – 0,6	0,27	1,35
tutti i servizi	-0,09	-0,5 – 0,3	0,19	0,51
Renditi da lavoro dipendente	-0,04	-0,2 – 0,1	0,05	0,56
<i>di cui:</i>				
industria, comprese le costruzioni	0,10	-0,2 – 0,7	0,16	1,20
tutti i servizi	-0,08	-0,2 – 0,1	0,09	0,52

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: revisione delle variazioni sul periodo corrispondente dei dati destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative dal primo trimestre del 2006 al secondo trimestre del 2011.

la revisione media delle variazioni sul periodo corrispondente sia, come previsto, molto modesta per l'insieme dell'economia, la transizione (con la quale si sono rese disponibili informazioni aggiuntive e più precise) ha indotto revisioni lievemente maggiori per l'industria e i servizi, soprattutto in termini di ore lavorate totali e redditi da lavoro dipendente. I dati sull'occupazione non hanno praticamente risentito del cambiamento. Questi risultati sono confermati dalla revisione media assoluta e dalla variazione dell'intervallo delle revisioni.

Nel complesso, i principali miglioramenti statistici riconducibili alla transizione in esame discendono dalle informazioni aggiuntive disponibili sui settori dei servizi. L'applicazione della nuova classificazione alle misure del PIL basate su prodotto, redditi e occupazione ripristina altresì la coerenza con gli indicatori congiunturali per i quali la NACE Rev. 2 era stata introdotta nel 2009. La dinamica delle serie temporali su livelli più elevati di aggregazione è influenzata solo lievemente dal cambiamento. Non si possono tuttavia escludere ulteriori revisioni nei prossimi mesi, in particolare per quanto concerne i dati sui redditi da lavoro dipendente, che ancora devono comprendere ulteriori informazioni nazionali stilate in base alla nuova classificazione.

## MERCATO DEL LAVORO

Le condizioni nei mercati del lavoro dell'area dell'euro si stanno deteriorando. La crescita dell'occupazione è divenuta negativa e il tasso di disoccupazione ha iniziato a salire leggermente. I dati delle indagini anticipano un ulteriore indebolimento.

## Tavola 7 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

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

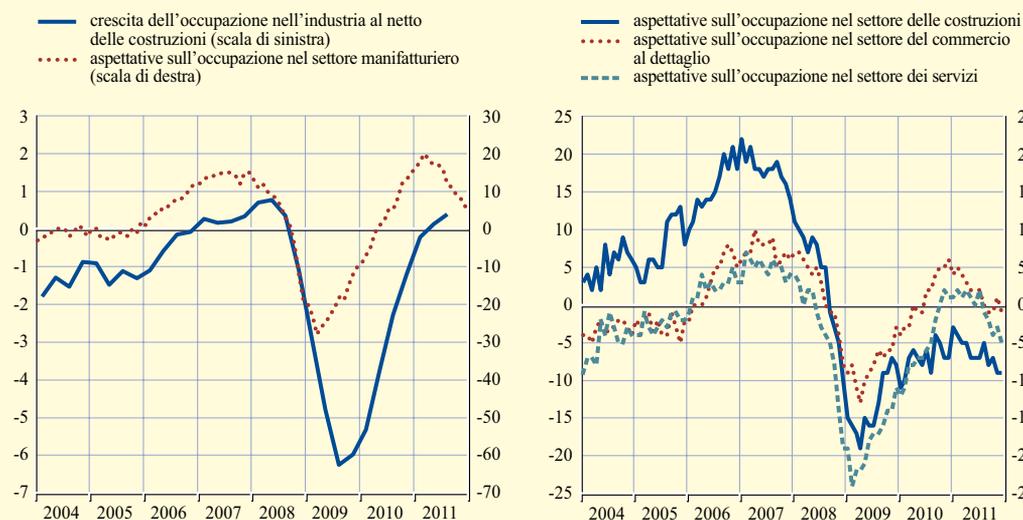
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Comprende anche servizi alle famiglie, attività artistiche e attività di organizzazioni extraterritoriali.

Nel terzo trimestre l'occupazione è diminuita dello 0,1 per cento sul periodo precedente, dopo tre trimestri di crescita positiva (cfr. tavola 7). Al tempo stesso, le ore lavorate sono aumentate dello 0,1 per cento. A livello settoriale, gli ultimi dati sul numero di occupati riflettono, su base trimestrale, un brusco calo dell'1,6 per cento nelle costruzioni a fronte di una sostanziale stabilità nell'industria in senso stretto e nei servizi. Gli indicatori delle indagini segnalano una probabile ulteriore contrazione dell'occupazione nel quarto trimestre del 2011 (cfr. figura 31).

## Figura 31 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione

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

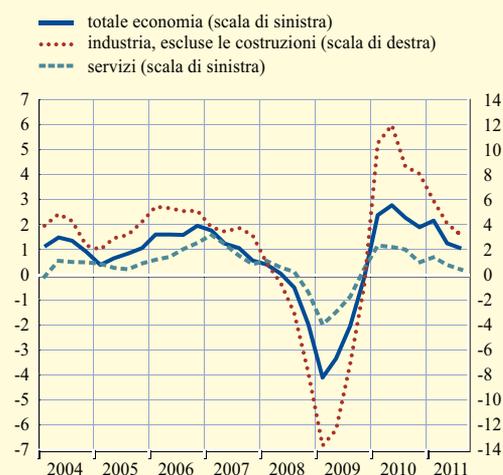


Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.

Note: I saldi percentuali sono espressi come scarti dalla media.

**Figura 32 Produttività del lavoro per persona occupata**

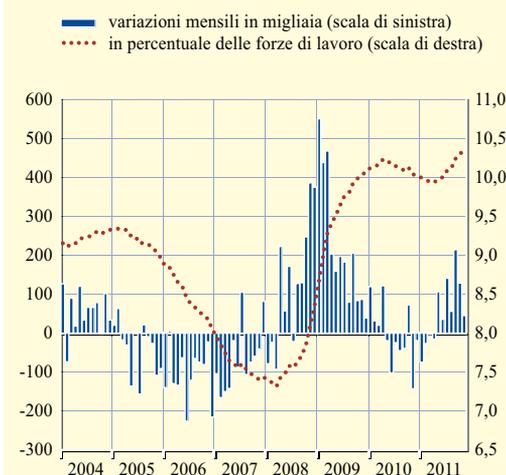
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura 33 Disoccupazione**

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente della produttività del lavoro per occupato è sceso dall'1,3 per cento del secondo trimestre all'1,0 nel terzo trimestre del 2011 (cfr. figura 32). La crescita della produttività è aumentata nelle costruzioni ed è diminuita nell'industria (al netto delle costruzioni) nonché, seppur in misura minore, nei servizi. Nel contempo, il tasso di crescita sul periodo corrispondente della produttività per ora lavorata è diminuito di 0,5 punti percentuali tra il secondo e il terzo trimestre, attestandosi allo 0,8 per cento. In prospettiva, le ultime rilevazioni dell'indice PMI di produttività suggeriscono un'ulteriore decelerazione della produttività nel quarto trimestre.

Il tasso di disoccupazione, che è salito di 0,1 punti percentuali sia in settembre sia in ottobre, è rimasto invariato al 10,3 per cento in novembre, un livello superiore al precedente massimo registrato nel secondo trimestre del 2010 (cfr. figura 33).

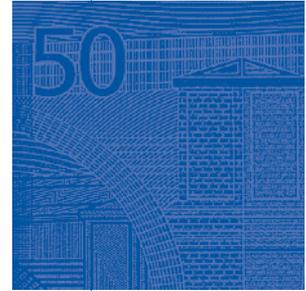
### 4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Attualmente, diversi fattori sembrano frenare la dinamica di fondo della crescita dell'area. Tra questi figurano la crescita moderata della domanda globale e la debole fiducia di imprese e consumatori dell'area dell'euro. La domanda interna sarà probabilmente frenata dalle perduranti tensioni nei mercati del debito sovrano dell'area, nonché dal processo di risanamento dei bilanci in atto nei settori finanziario e non finanziario. Nel contempo, l'attività economica dell'area dovrebbe riprendersi, seppur molto gradualmente, nel corso del 2012, sostenuta dagli andamenti della domanda globale, dai tassi di interesse molto bassi e da tutte le misure prese a sostegno del funzionamento del settore finanziario.

Permangono 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 del debito dell'area dell'euro e al loro potenziale propagarsi all'economia reale. Rischi al ribasso sono inoltre legati all'economia mondiale, alle spinte protezionistiche e alla possibilità di una correzione disordinata degli squilibri internazionali.



# INTERAZIONE FRA GLI INTERMEDIARI FINANZIARI E IMPATTO SULL'ANALISI MONETARIA



*A partire dalla terza fase dell'Unione economica e monetaria l'intermediazione finanziaria si è sviluppata sia in termini di dimensioni sia di complessità. Il bilancio finanziario di pressoché tutti i settori dell'area dell'euro si è espanso più rapidamente dell'attività economica, registrando aumenti particolarmente ingenti nel caso del settore finanziario. Ciò indica che si è intensificata l'intermediazione finanziaria all'interno dell'economia, un fenomeno che ha ripercussioni sui canali e i tempi con cui la crescita della moneta segnala i rischi per l'inflazione. Questo articolo analizza il ruolo e il mutevole profilo dell'intermediazione finanziaria nell'area dell'euro e ne esamina le implicazioni per la conduzione dell'analisi monetaria.*

## I INTRODUZIONE

La strategia di politica monetaria della BCE attribuisce un ruolo preminente all'analisi monetaria in considerazione della robusta relazione che lega la crescita monetaria e l'inflazione nel medio-lungo periodo <sup>1)</sup>. Sebbene tale relazione si sia dimostrata valida in varie epoche, regimi di politica monetaria e regioni <sup>2)</sup>, l'intervallo temporale esistente tra andamenti monetari e inflazione può essere lungo e variabile. Questa variabilità trova le sue radici nella complessa interazione fra moneta, economia reale e mercati delle attività, che si basa in parte sull'innovazione dei prodotti, dei processi e delle istituzioni finanziarie, ma è anche il risultato dell'accresciuta interconnessione a livello mondiale <sup>3)</sup>. Ad esempio, il rapido processo di innovazione, unitamente al maggiore accumulo di ricchezza nel contesto di invecchiamento della popolazione, ha portato a un'intensificazione del processo di intermediazione finanziaria e a un rafforzamento del legame fra andamenti monetari e prezzi delle attività. Ciò ha influito sull'importanza relativa dei diversi canali attraverso i quali una maggiore espansione monetaria può provocare rischi per l'inflazione. Al riguardo, è necessario disporre di dati dettagliati e di una buona comprensione dei cambiamenti della struttura finanziaria.

Questo articolo descrive gli sviluppi nell'ambito dell'intermediazione finanziaria nell'area dell'euro, illustrandone le implicazioni per l'analisi monetaria. La sezione 2 descrive il ruolo, l'evoluzione e lo stato corrente dell'intermediazione finanziaria nell'area. La sezione 3 analizza i dati disponibili per ricavare informazioni sulle interconnessioni e le esposizioni intersettoriali in bilancio fra settori istituzionali. La sezione

4 analizza l'effetto che la crescente complessità del contesto finanziario ha sull'abilità di ricavare segnali per l'inflazione dagli andamenti monetari. Infine, la sezione 5 conclude.

## 2 L'EVOLUZIONE DELL'INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA NELL'AREA DELL'EURO

Questa sezione descrive lo stato attuale dell'intermediazione finanziaria nell'area dell'euro, nonché la sua evoluzione a partire dal 1999. Essa esamina dapprima l'intermediazione da un punto di vista concettuale e in seguito analizza l'evoluzione dei bilanci dei settori istituzionali nell'area dell'euro.

## LE FUNZIONI DELL'INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA

Le preferenze dei vari operatori economici in merito all'uso delle proprie risorse sono diverse. I risparmiatori preferiscono mettere da parte risorse finanziarie da destinare a consumi futuri, mentre i prenditori preferiscono accrescere i propri consumi oggi o investire in progetti che frutteranno rendimenti maggiori in futuro. Tipicamente i risparmiatori desiderano poter avere agevole accesso ai propri risparmi in ogni momento, mentre è probabile che i prenditori prediligano finanziamenti a lungo termine. Conciliare le diverse preferenze di risparmiatori e prenditori in termini di scadenza e rendimenti è una delle

- 1) Cfr., ad esempio, Papademos, L. e Stark, J. (ed.), *Enhancing Monetary Analysis*, BCE, Francoforte sul Meno, 2010.
- 2) Cfr., ad esempio, Benati, L., "Long-run evidence on money growth and inflation", *Working Paper Series*, n.1027, BCE, Francoforte sul Meno, March 2009.
- 3) Cfr. l'articolo intitolato "Offerta di moneta: il comportamento delle banche e le implicazioni per l'analisi monetaria", *Bollettino mensile*, BCE, Francoforte sul Meno, ottobre 2011.

finalità del processo di intermediazione finanziaria<sup>4)</sup>. Gli intermediari finanziari svolgono diverse funzioni: a) la trasformazione delle scadenze, già descritta, che è probabilmente la più ovvia; b) la trasformazione delle denominazioni, in base alla quale, ad esempio, la sottoscrizione di numerose ma modeste partecipazioni a fondi di investimento consente alle famiglie di avere accesso ad attività ad elevata denominazione; c) il monitoraggio e l'elaborazione delle informazioni, in base alla quale l'intermediario finanziario non solo svolge l'attività di monitoraggio delegato dai risparmiatori ma ha anche la costosa funzione di raccogliere le informazioni per conto dei piccoli investitori; d) i servizi di pagamento, con cui gli intermediari finanziari facilitano lo scambio e il pagamento di beni e servizi fra operatori economici; e) la trasformazione della liquidità, ad esempio creando *asset-backed securities* (ABS) liquide a partire da prestiti illiquidi; f) la riduzione dei costi di transazione, poiché gli intermediari finanziari sfruttano le economie di scala per effettuare le transazioni finanziarie a prezzi marginali inferiori rispetto ai piccoli investitori.

Al di là della capacità di svolgere le funzioni sopra descritte, che nella maggior parte dei casi è

comune a vari tipi di intermediari, occorre distinguere nettamente fra intermediari finanziari monetari e intermediari finanziari non monetari. I primi, fra cui le banche, sono gli unici intermediari capaci di creare moneta e liquidità monetaria<sup>5)</sup>.

## L'INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA NELL'AREA DELL'EURO

Lo scambio finanziario fra risparmiatori e prenditori nell'area dell'euro è veicolato direttamente attraverso i mercati finanziari oppure indirettamente mediante tre ampi gruppi di intermediari finanziari, ossia le istituzioni finanziarie monetarie (IFM), le compagnie di assicurazione e i fondi pensione (CAFP) e gli intermediari finanziari non monetari diversi dai CAF, altrimenti noti come altri intermediari finanziari (AIF). Il riquadro 1 fornisce una breve descrizione dei vari intermediari finanziari nell'area dell'euro.

4) Cfr., ad esempio, Freixas, X. e Rochet, J-C., *Microeconomics of Banking*, 2ª edizione, MIT press, Cambridge, Massachusetts, 2008, per vari esempi di come l'intermediazione finanziaria può correggere le carenze del mercato.

5) Cfr. l'articolo intitolato "Offerta di moneta: il comportamento delle banche e le implicazioni per l'analisi monetaria", *Bollettino mensile*, BCE, Francoforte sul Meno, ottobre 2011.

### Riquadro 1

#### GLI INTERMEDIARI FINANZIARI OPERANTI NELL'AREA DELL'EURO

I diversi intermediari finanziari presenti nell'area dell'euro svolgono tutti almeno una delle funzioni sopra descritte, a seconda del loro particolare ruolo. In questo riquadro viene data una breve rassegna dei servizi forniti dai vari tipi di intermediari, utilizzando la classificazione del Sistema europeo dei conti (SEC 95)<sup>1)</sup>.

#### LE ISTITUZIONI FINANZIARIE MONETARIE (IFM)

##### Istituti di credito

Sebbene gli istituti di credito (o banche) svolgano tutte o quasi tutte le funzioni sopradescritte, la loro caratteristica distintiva è quella di specializzarsi nella trasformazione delle scadenze e di fornire al tempo stesso liquidità grazie alla possibilità di finanziare prestiti a lungo termine con i depositi a breve termine ricevuti. Questa specializzazione comporta che l'attività bancaria sia intrinsecamente instabile: le banche sono in grado di erogare prestiti ai mutuatari solo fintantoché

1) Il SEC 95 è una norma statistica che fornisce una classificazione armonizzata dei settori economici all'interno dell'Unione europea.

i depositanti mantengono la fiducia nella possibilità di prelevare i propri depositi in qualunque momento. Oltre alla trasformazione delle scadenze, le banche forniscono servizi di pagamento mediante, ad esempio, assegni e carte di debito e di credito, e svolgono pertanto un ruolo fondamentale nel promuovere l'ordinato funzionamento quotidiano della compravendita di beni e servizi. A fine novembre 2011 gli istituti di credito nell'area dell'euro erano 6.230.

### Eurosistema

L'Eurosistema comprende la BCE e le banche centrali nazionali dell'area dell'euro. Il suo ruolo nell'intermediazione finanziaria è quello di dare attuazione alla politica monetaria dell'area dell'euro – ad esempio distribuendo liquidità della banca centrale e conducendo operazioni nei mercati dei cambi (trasformazione delle denominazioni) – e di promuovere l'ordinato funzionamento dei sistemi di pagamento. In aggiunta, la BCE ha il diritto esclusivo di autorizzare l'emissione di banconote all'interno dell'area dell'euro<sup>2)</sup>.

### Fondi comuni monetari

I fondi comuni monetari raccolgono fondi dagli investitori privati e istituzionali emettendo quote e/o partecipazioni e investono i proventi in strumenti del mercato monetario di elevata qualità. Ad esempio, essi svolgono un'attività di trasformazione delle denominazioni e di gestione della liquidità. Gli strumenti del mercato monetario comprendono strumenti trasferibili, come buoni del Tesoro e di amministrazioni locali, certificati di deposito, carta commerciale, *note* a medio termine e accettazioni bancarie. Essi sono generalmente trattati nel mercato monetario, anziché nei mercati regolamentati. I fondi comuni monetari rappresentano generalmente una fonte importante di finanziamenti a breve termine e vengono considerati alla stregua delle istituzioni finanziarie monetarie, poiché le quote/partecipazioni da loro emesse sono, dal punto di vista della liquidità, sostituiti prossimi dei depositi. A fine novembre 2011 i fondi del mercato monetario nell'area dell'euro erano 1.376<sup>3)</sup>.

Oltre agli istituti di credito, ai fondi comuni monetari e all'Eurosistema, esistono altre IFM nell'area dell'euro, che a fine novembre 2011 erano in totale 30. Fra di loro figurano gli istituti di moneta elettronica, entità istituzionali attive principalmente nella fornitura di forme di riserva di moneta da utilizzare nei pagamenti<sup>4)</sup>.

### LE COMPAGNIE DI ASSICURAZIONE E I FONDI PENSIONE (CAFP)

Le compagnie di assicurazione forniscono prestazioni ai sottoscrittori delle polizze in determinate circostanze specificate, mentre i fondi pensione (autonomi) raccolgono, mettono in *pool* e investono risorse per fornire ai beneficiari prestazioni pensionistiche future<sup>5)</sup>. Di conseguenza, fra le funzioni di entrambi questi tipi di intermediari figura la trasformazione delle denominazioni a favore delle famiglie. I CAFP svolgono un ruolo centrale nel determinare la configurazione

2) Cfr. Banca centrale europea, *La politica monetaria della BCE*, Francoforte sul Meno, 2011.

3) La definizione statistica di fondi del mercato monetario è stata allineata con quella di vigilanza dal Regolamento BCE/2011/12 dell'agosto 2011. Il periodo di transizione alla nuova definizione statistica dei fondi del mercato monetario termina nel febbraio 2012.

4) Gli istituti di moneta elettronica classificati come IFM sono definiti dal Regolamento BCE/2011/12. Alcune imprese (ad esempio dettaglianti) emettono moneta elettronica. Poiché tale attività non rientra fra le loro attività principali, esse non sono incluse nel settore finanziario.

5) Cfr. l'articolo intitolato "Assicurare l'adeguatezza delle statistiche monetarie e finanziarie della BCE", *Bollettino mensile*, BCE, Francoforte sul Meno, agosto 2011.

dei portafogli di attività delle famiglie, poiché circa un terzo delle attività finanziarie delle famiglie stesse sono investite in passività dei CAFD (riserve tecniche di assicurazione). Tale quota è cresciuta significativamente nell'ultimo decennio (nel 1999 risultava inferiore a un quarto), di riflesso alle tendenze demografiche e all'avvertimento dell'esigenza di creare piani previdenziali integrativi. In termini di bilanci, il settore dei CAFD è dominato dalle compagnie di assicurazione, che detengono l'80 per cento circa delle attività totali dei CAFD.

I CAFD sono importanti investitori nei mercati finanziari. Avendo una prospettiva di lungo periodo, essi sono generalmente una fonte di stabilità per i mercati finanziari. Tuttavia, le dimensioni dei loro portafogli di investimento sono tali da poter muovere i mercati nel caso di riallocazione o liquidazione di posizioni, come succede nel caso di altri investitori istituzionali, come i fondi di investimento. In base alle stime, a fine giugno 2011 nell'area dell'euro esistevano 3.400 compagnie di assicurazione e 3.200 fondi pensione autonomi.

## LE ISTITUZIONI FINANZIARIE NON MONETARIE DIVERSE DAI CAFD (AIF)

### Fondi di investimento

I fondi di investimento raccolgono capitale dagli investitori privati e istituzionali mediante l'emissione di quote e/o partecipazioni e investono i proventi in attività finanziarie e non finanziarie. In qualità di intermediari finanziari, i fondi di investimento svolgono due funzioni principali: 1) offrono agli investitori l'opportunità di investire in un insieme diversificato di attività acquistando un solo tipo di quote/partecipazioni (trasformazione delle denominazioni); 2) forniscono con i loro investimenti una fonte di finanziamento ad altri settori, come le IFM, le imprese non finanziarie e gli enti del settore pubblico (trasformazione delle scadenze)<sup>6)</sup>. Nel secondo trimestre 2011 vi erano 48.913 fondi di investimento nell'area dell'euro.

### Società veicolo finanziarie

Le società veicolo finanziarie<sup>7)</sup> (SVF) sono entità attive prevalentemente nelle operazioni di cartolarizzazione (cfr. il riquadro 2 per maggiori dettagli). Il termine "cartolarizzazione" si riferisce a una transazione o a uno schema mediante il quale un'attività o un pool di attività che producono flussi di cassa, spesso prestiti, viene trasferito dal soggetto che l'ha inizialmente contabilizzato (c.d. *originator*, generalmente un istituto di credito) a una SVF. Quest'ultima trasforma di fatto le attività in strumenti negoziabili emettendo titoli di debito i cui pagamenti, sia capitale sia interessi, sono effettuati a valere sui flussi di cassa prodotti dalle attività appartenenti al *pool*. In questo modo la cartolarizzazione è utilizzata dalle IFM al fine di trasformare attività illiquide in attività liquide e, così facendo, alleggerire i propri bilanci e ottenere fonti addizionali di provvista. Nel terzo trimestre 2011 le SVF nell'area dell'euro erano 2.972.

### Controparti centrali

Una controparte centrale (CCP) è un'entità che si interpone legalmente fra le controparti originarie dei contratti negoziati nei mercati finanziari, configurandosi come acquirente nei confronti

6) Cfr. l'articolo intitolato "Le statistiche armonizzate della BCE sui fondi di investimento dell'area dell'euro e il loro impiego come strumento di analisi a fini di politica monetaria", *Bollettino mensile*, BCE, Francoforte sul Meno, agosto 2010.

7) Insieme ad altri tipi di AIF, queste entità sono spesso denominate con il termine di "sistema bancario ombra".

di ciascun venditore e come venditore nei confronti di ciascun acquirente. Di conseguenza, le controparti centrali offrono il vantaggio di ridurre considerevolmente, rispetto alla negoziazione diretta, il rischio di credito per le parti del contratto. Esse facilitano le negoziazioni nei mercati dei derivati e dei titoli azionari e sono diventate un importante attore nel mercato dei pronti contro termine. A fine novembre 2011 le CC nell'area dell'euro erano otto.

### Altri AIF

Oltre ai tre tipi di intermediari finanziari sopradescritti (fondi di investimento, SVF e CCP), il settore degli AIF comprende entità di altro tipo, come le società *holding* finanziarie, gli intermediari in valori mobiliari e derivati, le società di *venture capital* e le altre società di sviluppo e, più in generale, qualunque altro intermediario finanziario non monetario non ricompreso altrove. Vi sono infine istituti di pagamento incaricati di fornire servizi di pagamento, come la trasmissione di moneta, che non si configurano come istituzioni monetarie.

La tavola 1 mostra la scomposizione delle attività finanziarie in essere in base ai diversi settori istituzionali dell'area dell'euro a partire dal 1999. A fine 2010 le società finanziarie detenevano il 58 per cento delle attività finanziarie totali in essere. Oltre la metà di questa percentuale era detenuta dalle IFM, con la quota di gran lunga maggiore ascrivibile agli istituti di credito, mentre un quarto era di pertinenza degli AIF e la parte restante dei CAF. Le famiglie e le imprese non finanziarie detenevano ciascuna

il 20 per cento circa delle attività totali in essere, mentre la quota delle amministrazioni pubbliche era pari ad appena il 4 per cento.

Il valore delle attività finanziarie totali nell'area dell'euro è pressoché raddoppiato rispetto al 1999. La sua crescita complessiva ha superato quella del PIL nominale: il valore delle attività finanziarie in essere in rapporto al PIL è passato dall'800 per cento circa nel 1999 a poco più del 1000 per cento nel 2010.

**Tavola 1 Attività finanziarie totali in essere nell'area dell'euro e loro scomposizione settoriale**

(in percentuale)

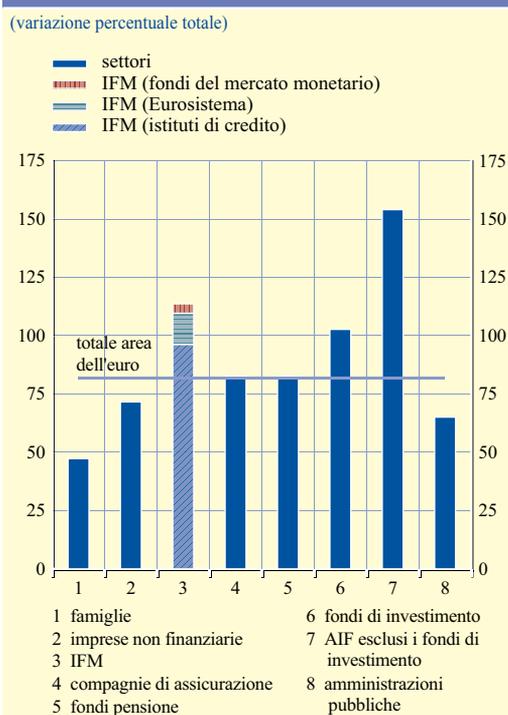
	1999	2007	2008	2009	2010
Famiglie	24,8	21,0	20,2	20,3	20,1
Società non finanziarie	18,9	18,7	17,5	17,8	17,9
Società finanziarie	51,9	56,8	58,5	58,1	58,1
Istituzioni finanziarie monetarie	32,2	36,2	40,6	38,0	37,9
Istituti di credito	29,5	32,6	35,6	33,4	33,3
Fondi comuni monetari	-	1,3	1,5	1,4	1,2
Eurosistema	2,0	2,4	3,5	3,2	3,4
Compagnie di assicurazione	5,7	5,6	5,4	5,7	5,7
Fondi pensione	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Altri intermediari finanziari	12,9	15,1	14,0	15,3	16,3
Fondi di investimento	6,6	5,9	5,2	6,1	6,7
Società veicolo finanziarie	-	-	-	2,6	2,5
Amministrazioni pubbliche	4,4	3,5	3,8	3,8	4,0
<b>Totale economia</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Totale economia (in miliardi di euro)	51.326	87.051	85.733	89.491	93.350
Totale economia (in percentuale del PIL)	797	963	927	1.001	1.017

Fonti: BCE ed Eurostat.

Nota: poiché i dati sono ricavati da varie serie statistiche basate su principi contabili diversi, la somma dei sottosettori potrebbe superare il totale. Il simbolo «-» denota un dato non disponibile.

I dati non sono consolidati, per cui includono, ad esempio, i prestiti interbancari.

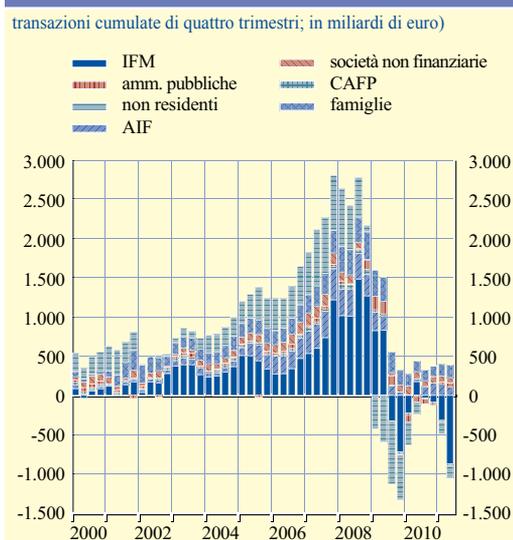
**Figura 1 Aumento delle attività finanziarie dal 1999 al 2010, per settore**



Nota: la voce 3 (IFM) è ulteriormente disaggregata in base ai contributi forniti dai rispettivi sottosectori all'aumento percentuale totale delle attività finanziarie delle IFM. La linea orizzontale rappresenta l'aumento percentuale delle attività finanziarie totali nell'area dell'euro.

L'aumento delle attività finanziarie in essere non è stato omogeneo fra i vari settori. Le attività detenute dal settore finanziario sono aumentate più di quelle dei settori non finanziari. Ciò è particolarmente vero per le IFM e gli AIF, le cui disponibilità finanziarie sono più che raddoppiate dal 1999 (cfr. figura 1), facendo aumentare la quota del valore totale delle attività finanziarie dell'area di pertinenza di questi due sottosectori. La figura 1 mostra che l'aumento delle attività detenute dalle IFM è stato alimentato prevalentemente dagli istituti di credito. Essa rivela inoltre che i fondi di investimento (compresi gli *hedge fund*) residenti nell'area dell'euro non sono stati i principali fautori della crescita delle attività totali detenute dagli AIF. I dati di mercato evidenziano che l'attività di cartolarizzazione si è duplicata fra il 2000 e il 2008. Ciò fa ritenere che gran parte dell'incremento delle disponibilità totali degli AIF sia attribuibile alle società veico-

**Figura 2 Depositi presso le IFM dell'area dell'euro, per settore**



lo finanziarie (SVF). L'aumento dell'attività fra IFM e controparti centrali (CCP) (cfr. sezione 4) indicherebbe che anche le CCP hanno contribuito a tale incremento. Il settore delle famiglie, i cui bilanci hanno registrato l'espansione più modesta, ha accresciuto le proprie disponibilità di attività finanziarie del 47 per cento, abbassando quindi la propria quota sul totale delle attività finanziarie<sup>6)</sup>. Questi andamenti segnalano che l'interazione finanziaria avviene sempre più all'interno del settore finanziario stesso, senza influire sui bilanci del settore non finanziario.

Gli andamenti dei bilanci nel corso degli anni, tuttavia, non sono esenti da fluttuazioni, come mostra la figura 2, che riporta le transazioni cumulate su quattro trimestri nei depositi presso le IFM. La figura evidenzia un aumento rapido negli anni precedenti la crisi finanziaria e un calo ancor più rapido dopo la crisi. Quest'ultimo è stato particolarmente pronunciato per i depositi detenuti da altre IFM e dal settore estero (soprattutto IFM non residenti), a indicare l'accresciuta volatilità e in-

6) Durante questo periodo si è verificato un importante aumento della ricchezza non finanziaria, in particolare immobiliare, che ha riguardato principalmente le famiglie. Le attività non finanziarie non sono tuttavia incluse nei dati considerati.

stabilità del mercato dei prestiti interbancari, che si contrappongono alla raccolta ottenuta tramite depositi del settore non finanziario.

### 3 INTERCONNESSIONI SETTORIALI ED ESPOSIZIONI IN BILANCIO

Utilizzando i dati di contabilità dell'area dell'euro integrati da serie di dati specifiche ai diversi settori <sup>7)</sup>, è possibile costruire una "mappa delle esposizioni" che mostri in termini quantitativi le interconnessioni di bilancio fra i diversi settori nell'area dell'euro e il resto del mondo. Tali interconnessioni possono essere tracciate solo parzialmente, poiché non è ancora pienamente disponibile un rendiconto esauriente di quale settore detenga le passività di ciascuno degli altri settori (in base al principio c.d. *whom-to-whom*).

Nella figura 3 viene presentata una siffatta mappa delle esposizioni. I diagrammi circolari per i singoli settori illustrano la misura in cui è possibile identificare la controparte delle passività di ciascun settore. Nel caso delle imprese non finanziarie è possibile individuare il settore controparte solo per il 38 per cento delle passività in essere (sezione azzurra del diagramma). Le frecce tra i settori rappresentano le esposizioni intersettoriali e si dirigono dall'emittente delle passività al loro detentore. Lo spessore di ciascuna freccia corrisponde all'entità dell'esposizione. Le frecce fra le imprese non finanziarie e le IFM mostrano così che sono queste ultime a detenere un ammontare maggiore di passività emesse dalla prime e non viceversa. I cerchi all'interno dei diagrammi per ciascun singolo settore rappresentano le passività emesse e detenute da quel settore. Come nel caso delle frecce, lo spessore è proporzionale alla loro entità. In base ai dati disponibili l'ammontare di passività detenute all'interno del medesimo settore è maggiore nel caso delle IFM che non in quello delle imprese non finanziarie. Ciò nonostante, come indica la quota di controparti ignote (area rossa all'interno dei diagrammi), l'ammontare di passività emesse e detenute dalle imprese non finanziarie può essere determinata soltanto con un grado di certezza molto basso. Per questo, nel caso specifico delle imprese non finanziarie,

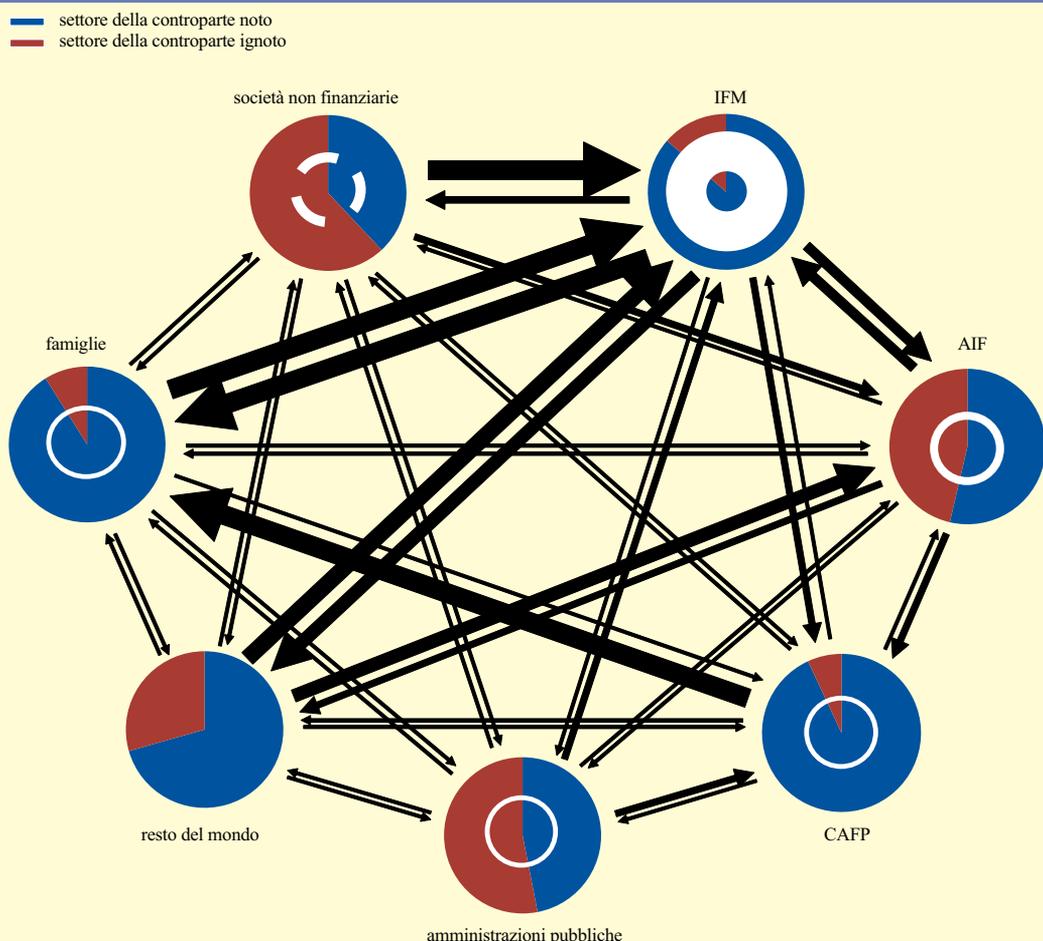
il cerchio interno è tratteggiato. Per motivi analoghi il diagramma circolare per il resto del mondo non presenta un cerchio interno, dal momento che le passività emesse e detenute dal resto del mondo non sono considerate nelle statistiche dell'area dell'euro.

È possibile inferire varie importanti considerazioni dalla mappa delle esposizioni. In primo luogo, tutti i settori sono interconnessi, sebbene il grado di connessione bilaterale vari significativamente. In secondo luogo, vi è considerevole eterogeneità quanto alle quote di passività nei confronti di un dato settore controparte. Ad esempio, le passività delle famiglie consistono quasi interamente di prestiti, che sono tipicamente concessi dalle IFM o detenuti dagli AIF a seguito di operazioni di cartolarizzazione. La controparte dei prestiti è ben documentata all'interno delle statistiche ufficiali, il che spiega perché sia individuabile il settore controparte del 91 per cento delle passività emesse da famiglie. Per contro, circa la metà delle passività emesse da imprese non finanziarie è composta da azioni e altre partecipazioni, per le quali risulta più difficile individuare il detentore. Nel complesso, allorché si sommano le passività emesse nell'area dell'euro e quelle emesse altrove ma detenute all'interno dell'area, è possibile individuare un settore controparte per il 65 per cento delle passività <sup>8)</sup>. Sia l'entità del bilancio finanziario di ciascun settore istituzionale (come illustrato nella sezione 2), sia le interconnessioni fra settori sono considerevolmente cresciute a partire dal 1999. L'espansione del bilancio è stata particolarmente evidente nei settori finanziari, specie quello degli AIF.

Un altro importante messaggio ricavabile dalla mappa delle esposizioni nella figura 3 è che il

- 7) Oltre ai dati di contabilità dell'area dell'euro, la mappa delle esposizioni si fonda sulle statistiche relative a voci di bilancio, CAFI, bilanci dei fondi di investimento e SVF, che fanno tutte parte delle statistiche monetarie e finanziarie dell'area dell'euro.
- 8) L'individuazione della controparte non comporta necessariamente quella del soggetto detentore del rischio. Ad esempio, tramite i derivati i rischi possono essere trasferiti ad altre entità. Ciò non emerge tuttavia dai dati di bilancio, dal momento che il valore di mercato di un contratto derivato è generalmente pari o prossimo a zero.

Figura 3 Esposizioni di bilancio fra i vari settori dell'area dell'euro (2010)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.  
 Note: le frecce che si dirigono dal settore A al settore B indicano che il settore B detiene attività nei confronti del settore A, ovvero che passività del settore A sono detenute dal settore B. Lo spessore delle frecce è proporzionale all'entità dell'esposizione. I cerchi all'interno di ciascun diagramma circolare settoriale rappresentano le passività emesse e detenute dallo stesso settore. Il loro spessore è proporzionale all'entità dell'esposizione intrasettoriale. Per le imprese non finanziarie il cerchio è tratteggiato, a indicare la probabilità che le passività interne siano considerevolmente sottostimate. Per il "resto del mondo" il cerchio è assente poiché, per definizione, tale settore non è coperto dalle statistiche sull'area dell'euro.

settore delle IFM funge da *hub* finanziario, specialmente (ma non esclusivamente) per quanto riguarda il settore non finanziario. Nel contempo, il settore delle IFM è anche chiaramente esposto al resto del mondo. Ciò implica che il settore non finanziario, oltre a dipendere in misura elevata dal buon funzionamento del settore delle IFM, è altresì esposto agli sviluppi internazionali per il tramite dell'esposizione delle IFM nei confronti del resto del mondo. In aggiunta, poiché il settore stesso delle IFM è interconnesso, come documenta la figura 3, le tensioni in un segmento del settore bancario possono rapi-

damente diffondersi al sistema bancario nel suo complesso e ai settori non finanziari.

Nel 1999 la configurazione delle esposizioni fra i vari settori era molto simile a quella di fine 2010, ma solo per il 48 per cento delle passività in essere era possibile individuare una controparte. I progressi nell'identificazione delle controparti si devono soprattutto al miglioramento delle statistiche sulle IFM e sui fondi di investimento, nonché all'introduzione di statistiche su CAFP e SVF. Questi sviluppi hanno avuto un impatto positivo, specie per l'individuazio-

ne dei detentori delle passività degli AIF, ma anche in misura minore per quella dei detentori di passività emesse da CAFI, imprese non finanziarie e amministrazioni pubbliche, nonché dal resto del mondo.

Nel complesso la configurazione dell'intermediazione finanziaria sopra descritta e i dati presentati sono indicativi di un contesto in cui le forti interazioni fra intermediari finanziari hanno dato luogo a un allungamento della catena dell'intermediazione finanziaria. Le potenziali implicazioni di ciò per l'analisi monetaria sono l'oggetto della prossima sezione.

#### 4 LE IMPLICAZIONI DELL'INTERAZIONE FRA INTERMEDIARI FINANZIARI PER L'ANALISI MONETARIA

L'analisi monetaria della BCE si fonda sulla relazione comprovata fra crescita della moneta e inflazione, per cui aumenti generali dei saldi monetari finiscono per indurre un aumento della spesa per consumi che, se non controbilanciato da un incremento del prodotto, genererà inflazione<sup>9)</sup>. Questa sezione esamina come le interazioni fra i vari intermediari finanziari, sia monetari sia non monetari, influiscano sulle variabili tipicamente impiegate per l'analisi monetaria (principalmente aggregati monetari e del credito), e potenzialmente sull'intensità del legame fra queste variabili e l'inflazione. L'analisi è presentata in quattro sottosezioni dedicate alle implicazioni dell'interazione fra intermediari finanziari per la quantificazione della moneta, la relazione fra moneta e credito (e il processo di creazione monetaria) e il legame fra moneta e inflazione dei prezzi al consumo, incluso il canale dei prezzi delle attività finanziarie.

##### IMPLICAZIONI PER LA QUANTIFICAZIONE DELLA MONETA

Ogniquale volta una passività di una IFM inclusa nella definizione di moneta è trasferita verso il settore detentore di moneta o al suo esterno si verifica un cambiamento nell'importo complessivo di moneta nell'economia. Lo stesso succede se il settore detentore di moneta modifica la

composizione delle passività delle IFM in proprio possesso, accrescendo o riducendo la quantità di strumenti ricompresi nella moneta.

L'ammontare di moneta nell'economia diminuisce quando, ad esempio, un fondo di investimento acquista azioni estere al di fuori dell'area dell'euro oppure quando una SVF regola il proprio debito con una banca per l'acquisizione pregressa di un prestito. Al contrario, esso aumenta quando, ad esempio, un istituto di credito effettua una operazione pronti contro termine attiva con una CCP. Ciò illustra che una più lunga catena di intermediazione finanziaria tende ad accrescere la volatilità a breve termine delle misure della moneta in senso lato. Oltre ad accentuare la volatilità dell'evoluzione degli aggregati monetari, l'accresciuta interazione fra intermediari finanziari rende ancora più necessario comprendere il panorama istituzionale dell'intermediazione finanziaria e la motivazione all'origine delle diverse transazioni. Questo tipo di conoscenza aiuta a riconoscere quali variazioni della moneta presentino un contenuto informativo più diretto per l'analisi delle tendenze dei prezzi al consumo e quali invece abbiano meno rilevanza dal punto di vista dell'analisi monetaria. Ad esempio, una transazione fra due banche mediante una CCP è essenzialmente una transazione fra IFM che produce un impatto sugli aggregati monetari e creditizi solo perché condotta per il tramite di un'entità, la CCP, che appartiene al settore detentore di moneta. Unitamente alle informazioni complessive su altre transazioni tra IFM, il livello dell'attività fra IFM condotta per il tramite di CCP fornisce nondimeno preziose informazioni per quanto riguarda le condizioni di finanziamento fra IFM. In effetti, le transazioni garantite condotte mediante CCP sono notevolmente cresciute a partire dall'inizio della crisi finanziaria, poiché le CCP riducono il rischio di controparte, e hanno in parte compensato la flessione osservata nell'attività interbancaria diretta di prestito non garantito.

9) Cfr., ad esempio, Benati, L., "Long-run evidence on money growth and inflation", *Working Paper Series*, n.1027, BCE, Francoforte sul Meno, marzo 2009.

Un'implicazione più complessa delle interazioni fra IFM e altri intermediari finanziari attiene alle tecniche di cartolarizzazione, mediante le quali una SVF (intermediario finanziario non monetario, facente quindi parte del settore detentore di moneta) acquista i prestiti di una IFM ed emette titoli garantiti da tali prestiti. La cartolarizzazione *pro soluto* produce un impatto immediato sui prestiti delle IFM, poiché i prestiti cartolarizzati sono rimossi dai bilanci delle banche<sup>10)</sup>, ma gli effetti sulla moneta non sono altrettanto univoci. Da un lato, l'acquisto di prestiti delle IFM da parte delle SVF può tradursi in definitiva in un calo degli aggregati monetari<sup>11)</sup>. Allorché una SVF acquista un *pool* di prestiti da una IFM, li paga utilizzando i proventi delle emissioni effettuate nell'ambito della cartolarizzazione, ossia di norma ABS. Se l'ABS viene acquistato da un'entità appartenente al settore detentore di moneta, è possibile che tale entità utilizzi per l'acquisto il denaro prelevato dai depositi che detiene presso una banca. In questo caso, diminuirebbero le passività monetarie in essere all'interno del settore delle IFM e si abbasserebbero così i saldi monetari. Da un punto di vista differente, il *pool* di prestiti ceduto alla SVF è finanziato dagli investitori che acquistano i titoli della SVF e non più dalle passività monetarie della IFM. Inoltre, se l'ABS viene acquistato da un non residente, i saldi monetari non diminuiscono, poiché la transazione comporta un afflusso di moneta

dall'esterno dell'area dell'euro. Lo stesso avviene se l'ABS viene acquistata dal settore delle IFM, in base a un processo solitamente denominato "autocartolarizzazione", che è divenuto predominante nelle operazioni di cartolarizzazione effettuate a partire dalla fine del 2008. Neanche in questo caso l'aggregato monetario cala, ma per un motivo diverso: l'operazione di cartolarizzazione, infatti, si riduce sostanzialmente a una semplice ricomposizione delle attività detenute dalla IFM. Per quanto riguarda le variabili del credito, l'autocartolarizzazione genera automaticamente una riduzione dello stock di prestiti delle IFM (nell'ipotesi di rimozione dei prestiti dai bilanci) compensata da un pari aumento dei titoli di debito degli AIF detenuti dalle IFM, senza che vari lo stock di credito totale delle IFM. Il riquadro 2 fornisce un'analisi statistica dell'interazione fra i settori delle IFM e delle SVF dell'area dell'euro basata su una serie di statistiche disponibili dal dicembre 2009.

10) A seguito dell'adozione del principio IAS39 da parte delle IFM dell'area dell'euro, un'operazione tradizionale di cartolarizzazione potrebbe non comportare una diminuzione di uno a uno delle disponibilità di prestiti nel caso in cui una parte dello stock non sia rimossa dal bilancio. Per maggiori dettagli, cfr. l'articolo intitolato "La cartolarizzazione nell'area dell'euro", *Bollettino mensile*, BCE, Francoforte sul Meno, febbraio 2008.

11) Potrebbero verificarsi variazioni molto brevi della moneta e del credito al fine di finanziare l'operazione di cartolarizzazione, ad esempio se alla SVF viene concesso un prestito ponte per finanziare il processo.

## Riquadro 2

### LA CARTOLARIZZAZIONE E L'INTERAZIONE FRA IFM E SVF

Le operazioni di cartolarizzazione nell'area dell'euro coinvolgono di norma due tipi di intermediari finanziari, ossia una IFM che cartolarizza le attività, e una SVF di cui la IFM si avvale a tale scopo. Ad alcune cartolarizzazioni partecipano più SVF, creando legami ulteriori nella catena di intermediazione finanziaria. Alla fine del terzo trimestre 2011 le attività totali delle SVF nell'area dell'euro ammontavano a 2,2 mila miliardi di euro, ossia al 10 per cento circa delle attività delle società finanziarie diverse dalle IFM.

Il modello "*originate to distribute*", in base al quale le IFM sono ricorse alla cartolarizzazione per trasformare attività illiquide a lungo termine (prestiti) in attività maggiormente liquide cedibili agli investitori, ha segnato una battuta d'arresto con la crisi finanziaria. Durante la crisi,

tuttavia, l'attività di cartolarizzazione è proseguita, ma le IFM hanno preferito mantenere in bilancio i titoli emessi dalle SVF per stanziarli in garanzia nelle operazioni di rifinanziamento con la banca centrale o trasferirli in alcuni casi a "bad bank" facenti parte del settore delle SVF.

Questi andamenti possono essere monitorati utilizzando le nuove statistiche armonizzate sulla cartolarizzazione delle IFM e delle SVF pubblicate dalla BCE a partire dal giugno 2011 per il periodo che inizia nel dicembre 2009 <sup>1)</sup>.

### Il ricorso alle SVF da parte delle IFM dell'area dell'euro nelle operazioni di cartolarizzazione

Le IFM dell'area dell'euro fanno massiccio ricorso alle SVF residenti nell'area per le loro operazioni di cartolarizzazione. Le IFM dell'area hanno effettuato cartolarizzazioni o altri trasferimenti di prestiti per un importo netto cumulato di 271 miliardi di euro fra dicembre 2009 e settembre 2011. Di questi, 203 miliardi di euro, cartolarizzati pressoché tutti per il tramite di SVF dell'area dell'euro, sono rimasti nei bilanci delle IFM (cfr. figura A) <sup>2)</sup>. I prestiti rimossi dai bilanci delle IFM durante questo periodo ammontavano a 69 miliardi di euro. Essi sono stati trasferiti in gran parte (62 miliardi di euro) a SVF dell'area dell'euro. I trasferimenti verso o da SVF esterne all'area dell'euro e società diverse da SVF sono stati invece ridotti.

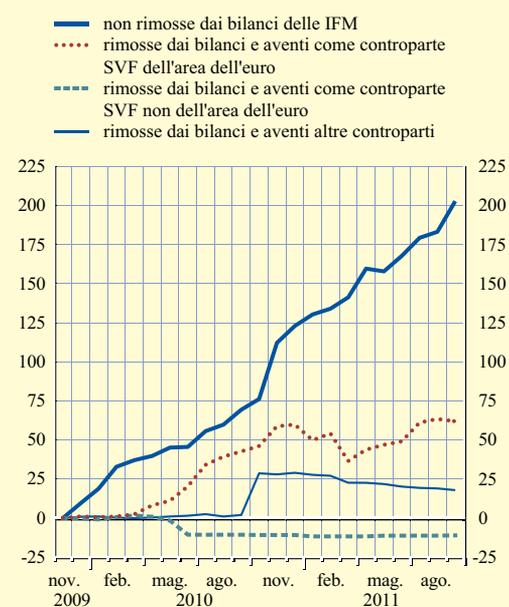
### Le posizioni delle SVF dell'area dell'euro nei confronti del settore delle IFM dell'area

Un'ampia parte del bilancio delle SVF dell'area dell'euro è collegata al settore delle IFM. Oltre alle attività cartolarizzate, altre interconnessioni di rilievo fra i due settori vengono a crearsi allorché le SVF collocano depositi presso le IFM e quando i titoli di debito emessi da uno di questi settori sono detenuti dall'altro. La relazione esistente tra il settore delle IFM dell'area dell'euro e quello delle attività e delle passività delle SVF dell'area è presentata nella figura B.

Alla fine del terzo trimestre 2011 le SVF detenevano prestiti cartolarizzati per 1,5 mila miliardi di euro, di cui 1,2 originati da IFM dell'area (cfr. figura B). Due terzi di questi prestiti erano stati erogati a famiglie dell'area (principalmente ipoteche residenziali, ma anche crediti al consumo, prestiti per l'acquisto di autoveicoli o prestiti agli studenti) e oltre un quinto alle imprese non

**Figura A Cartolarizzazioni e altri trasferimenti cumulati a opera delle IFM a partire dal dicembre 2009**

(in miliardi di euro)



Fonte: BCE.

1) Cfr. l'articolo intitolato "Assicurare l'adeguatezza delle statistiche monetarie e finanziarie della BCE", *Bollettino mensile*, BCE, Francoforte sul Meno, agosto 2011, e i comunicati stampa trimestrali consultabili sul sito Internet della BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).

2) Gli importi in essere di prestiti cartolarizzati ma trattenuti in bilancio dalle IFM dell'area dell'euro sono anch'essi disponibili. Il 95 per cento di tali prestiti era detenuto dalle SVF dell'area.

finanziarie dell'area. Circa la metà dei prestiti originati dalle IFM erano ancora contabilizzati nei bilanci dei rispettivi *originator*, per un importo di 590 miliardi di euro.

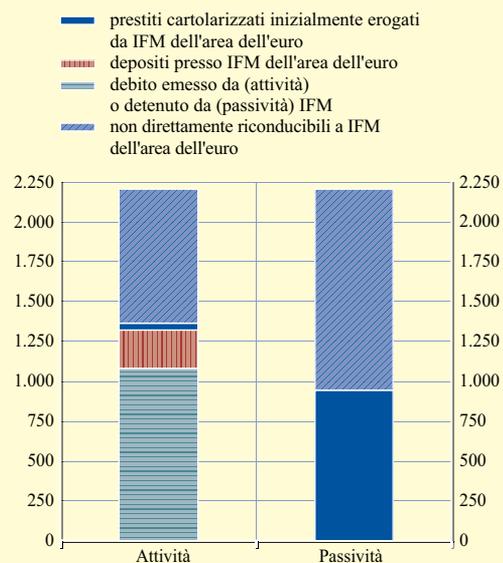
I titoli di debito emessi da IFM dell'area e detenuti da SVF erano pari a 42 miliardi di euro, circa un quinto dei titoli di debito totali detenuti da SVF. Di tutti i titoli emessi da IFM, 9 miliardi di euro erano detenuti da SVF coinvolte in operazioni di cartolarizzazione sintetica.

Dal lato del passivo, i titoli di debito emessi dalle SVF ammontavano nel terzo trimestre 2011 a 1,8 trilioni di euro, ossia a oltre l'80 per cento delle passività totali di queste società. I titoli delle SVF dell'area detenuti da IFM erano pari a 953 miliardi di euro. Ciò è indicativo del grado con cui le IFM hanno fatto ricorso all'autocartolarizzazione nel corso della crisi finanziaria<sup>3)</sup>.

3) Va notato che alcuni titoli delle SVF erano probabilmente detenuti in relazione ad acquisti sul mercato secondario e non collegati a operazioni di autocartolarizzazione. In questi casi, la valutazione dei titoli detenuti dalle IFM potrebbe di fatto essere significativamente diversa dal loro valore nominale.

**Figura B** Composizione delle attività e passività delle SVF nel terzo trimestre del 2011

(in miliardi di euro)



Fonte: BCE.

### IMPLICAZIONI PER L'OFFERTA DI CREDITO

Uno dei fattori determinanti dell'ammontare di credito delle IFM nell'economia sono le restrizioni che si pongono alle IFM a causa di vincoli di finanziamento. L'interazione fra IFM e intermediari finanziari non monetari tende ad allentare tali vincoli, agevolando l'erogazione di credito all'interno dell'economia. Al riguardo, la cartolarizzazione costituisce un importante esempio. Dal lato della domanda questa tecnica è stata favorita prima della crisi finanziaria dalla crescente domanda di prodotti cartolarizzati da parte degli investitori istituzionali, come fondi pensione e compagnie di assicurazione. Dal lato dell'offerta, per le banche la trasformazione di prestiti in titoli risulta vantaggiosa per vari motivi. Le attività cartolarizzate sono più liquide, inoltre basandosi su un portafoglio di attività e avvalendosi di molteplici tecniche di supporto al credito (*credit enhancement*), possono raggiungere una qualità creditizia migliore delle attività originarie. Entrambi questi

aspetti accrescono la negoziabilità dei portafogli prestiti delle banche, consentendo loro di liberare risorse patrimoniali (vendendo i titoli) o aumentare la raccolta all'ingrosso (utilizzando i titoli nel mercato delle operazioni pronti contro termine). Vi sono evidenze che un migliore accesso al finanziamento di mercato si associa nell'area dell'euro a un'espansione del credito delle IFM<sup>12)</sup>. La maggiore dipendenza delle banche dagli altri intermediari finanziari e dalla raccolta all'ingrosso, tuttavia, accresce in generale l'impatto delle condizioni del mercato finanziario sulla capacità delle banche di finanziarsi. In effetti, le evidenze indicano che l'impatto dei vincoli dal lato dell'offerta, specie quelli collegati alle difficoltà di accesso delle banche ai finanziamenti all'ingrosso e alle loro posizioni di liquidità, si è intensificato a partire

12) Cfr. Gambacorta, L. e Marqués-Ibáñez D., "The bank lending channel: lessons from the crisis", *Economic Policy*, vol. 26, n.66, pagg. 137-182, 2011.

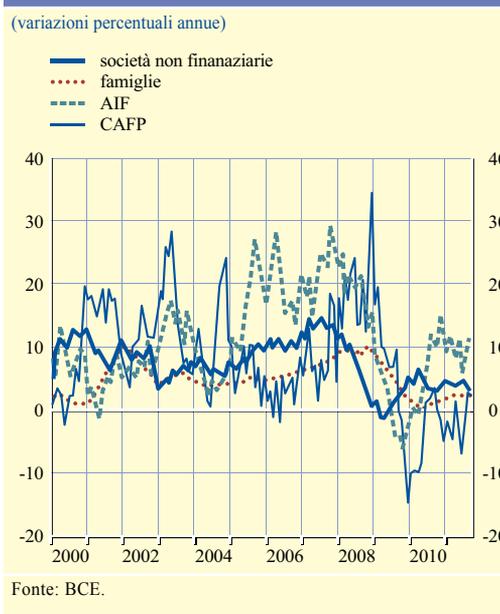
dall'inizio della crisi finanziaria<sup>13)</sup>. Come descritto nel riquadro 2, di recente le cartolarizzazioni si sono concluse quasi esclusivamente con l'acquisto di ABS da parte dell'IFM *originator* con la finalità di generare collaterale da stanziare nelle operazioni di immissione di liquidità della banca centrale.

### IMPLICAZIONI PER IL LEGAME FRA CRESCITA DELLA MONETA E INFLAZIONE

Fra la crescita della moneta e l'inflazione esiste una relazione di lungo periodo, ma non necessariamente di uno a uno. Uno dei principali motivi è che la moneta non viene detenuta unicamente al fine di effettuare transazioni nei mercati dei beni e dei servizi, ma anche come riserva di valore. Queste due finalità non vengono perseguite dai vari settori nella stessa misura. È ad esempio probabile che le famiglie e le imprese non finanziarie detengano moneta più a fini di consumo e/o investimento rispetto agli intermediari finanziari non monetari (sia AIF sia CAFP), i quali invece detengono moneta prevalentemente in base a considerazioni di portafoglio, allo scopo di regolare transazioni finanziarie e disporre di riserve per far fronte all'eventuale rimborso anticipato di passività. L'allungamento della catena dell'intermediazione finanziaria implica generalmente un maggior numero di intermediari finanziari non monetari all'interno dell'economia e quindi un incremento delle disponibilità monetarie di tali intermediari. Ciò tende a indurre un calo della quota complessiva di crescita monetaria motivata dai consumi o dalle operazioni di investimento reale.

Le transazioni monetarie effettuate dagli intermediari finanziari sono generalmente motivate da considerazioni di portafoglio. Queste istituzioni gestiscono i propri portafogli in modo più attivo che le famiglie. Di conseguenza, le loro disponibilità monetarie presentano un'elasticità al reddito molto più elevata e tendono a reagire molto più rapidamente e aggressivamente ai movimenti dei tassi di interesse di mercato<sup>14)</sup>. Ciò dovrebbe naturalmente portarle a crescere di più nei periodi in cui i livelli degli utili e dell'attività nei mercati finanziari sono elevati.

Figura 4 Depositi di M3 nell'area dell'euro, per settore



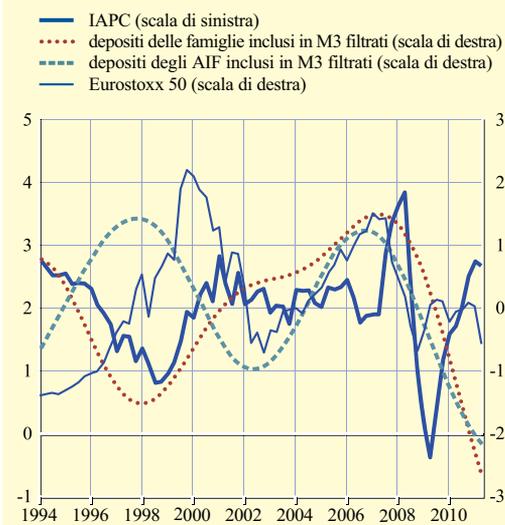
Le figure 4 e 5 illustrano questi aspetti. La figura 4 evidenzia che la crescita dei depositi di M3 detenuti da CAFP e AIF presenta un livello di volatilità molto più elevato di quella dei depositi di M3 detenuti dalle famiglie o dalle imprese non finanziarie. La figura 5 mostra invece che la componente a bassa frequenza della crescita annua delle disponibilità monetarie delle famiglie è più strettamente collegata all'evoluzione dei prezzi al consumo che non quella relativa agli AIF. Le disponibilità monetarie di questi ultimi sono generalmente più elevate nei periodi di maggiore ottimismo dei mercati finanziari, come quello precedente la recente crisi finanziaria o il periodo in cui si sviluppava la bolla dei titoli tecnologici. Questo aspetto diviene chiaro quando si confrontano le quotazioni azionarie e i trend dei depositi di M3 detenuti dagli AIF, come nella figura 5. L'indice Eurostoxx 50 e i trend delle disponibilità monetarie degli AIF si sono mossi sostanzialmente in linea, con un anticipo dei secondi nel periodo dal 1994 al 2011.

13) Cfr. l'articolo intitolato "Offerta di moneta: il comportamento delle banche e le implicazioni per l'analisi monetaria", *Bollettino mensile*, BCE, Francoforte sul Meno, ottobre 2011.

14) Cfr. Papademos, L. e Stark, J. (ed.), *Enhancing Monetary Analysis*, BCE, Francoforte sul Meno, 2010, pagg. 148-149.

**Figura 5 Trend delle disponibilità settoriali di M3, dell'inflazione e dei corsi azionari nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali annue; variazioni percentuali annue standardizzate)



Fonte: BCE.

Nota: le serie filtrate relative ai depositi delle famiglie e degli AIF rappresentano la componente a bassa frequenza ottenuta utilizzando il filtro passa-banda asimmetrico di Christiano Fitzgerald e considerando come trend cicli di oltre sette anni.

Ciò avvalorza l'ipotesi secondo cui le disponibilità monetarie degli AIF sarebbero collegate in maniera più diretta ai prezzi delle attività piuttosto che ai prezzi al consumo.

Gli andamenti delle disponibilità monetarie settoriali forniscono pertanto utili elementi conoscitivi riguardo alla possibilità che le variazioni della crescita complessiva di M3 riflettano variazioni nel tasso di espansione monetaria di fondo, nonché riguardo ai canali attraverso i quali opera il legame tra crescita monetaria e inflazione dei prezzi al consumo. Ciò permette di comprendere meglio i potenziali rischi per la stabilità dei prezzi e i tempi con cui la crescita monetaria potrebbe anticipare l'inflazione<sup>15)</sup>. Nel complesso, un maggiore sviluppo dei mercati finanziari potrebbe portare a una divisione più netta fra moneta detenuta a fini di consumo/transattivi e moneta detenuta per considerazioni di portafoglio o di ricchezza. Sebbene agiscano attraverso canali diversi, entrambe svolgono un ruolo nella segnalazione dei rischi per la stabilità dei prezzi.

## IMPLICAZIONI PER L'INFLAZIONE E LE VARIABILI MONETARIE ATTRAVERSO L'IMPATTO SUI PREZZI DELLE ATTIVITÀ

Benché sia probabile che la maggiore presenza relativa di intermediari finanziari nell'economia abbia indebolito il canale più immediato che lega la crescita monetaria e l'inflazione dei prezzi al consumo, è altrettanto probabile che essa abbia rafforzato il canale dei prezzi delle attività. Il nesso empirico fra variabili monetarie e prezzi delle attività è stato documentato da vari studi che mostrano come la crescita della moneta e del credito possa influire significativamente sui prezzi delle attività, specie quelli delle abitazioni<sup>16)</sup>. Generalmente, in base alla letteratura la domanda addizionale di attività derivante dall'investimento ad alto grado di leva finanziaria e gli aumenti della propensione al rischio<sup>17)</sup> sarebbero i principali fattori all'origine degli incrementi dei prezzi delle attività a livello aggregato<sup>18)</sup>. In aggiunta, questo meccanismo sarebbe rafforzato dalla gestione attiva della leva finanziaria da parte di alcuni intermediari, che spinge ulteriormente al rialzo i prezzi crescenti delle attività alimentando la domanda di attività finanziarie finanziate dall'assunzione di maggiore debito<sup>19)</sup>. Come mostra la figura 5, si osserva uno stretto comovimento fra i prezzi

15) Cfr. inoltre il riquadro intitolato "Disponibilità monetarie settoriali e contenuto informativo della moneta con riferimento all'inflazione", *Bollettino mensile*, BCE, Francoforte sul Meno, settembre 2006.

16) Cfr., ad esempio, Goodhart, C. e Hofmann, B., "House prices, money, credit and the macroeconomy", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 24, n.1, pagg. 180-205, Oxford, 2008; e Adalid, R. e Detken, C., "Liquidity shocks and asset price boom-bust cycles", *Working Paper Series*, n.732, BCE, Francoforte sul Meno, febbraio 2007.

17) La maggiore propensione al rischio è associata a una ricerca di rendimento e a un aumento dei prezzi delle attività, come descrive la letteratura sul "canale dell'assunzione di rischio". Cfr., ad esempio, Adrian, T., Emmanuel, M. e Shin, H.S., "Macro Risk Premium and Intermediary Balance Sheet Quantities", *IMF Economic Review*, vol. 58, n.1, pagg. 179-207, settembre 2010; e Jimenez, G., Ongena, S., Peydro-Alcalde, J.L. e Saurina, J., "Hazardous times for monetary policy: what do twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk?", *Discussion Paper*, n.6514, Centre for Economic Policy Research, 2007.

18) Cfr., ad esempio, Adrian, T. e Shin, H.S., "Liquidity and leverage", *Journal of Financial Intermediation*, vol. 19, n.3, 2010, pagg.418-437.

19) Cfr. anche l'articolo dal titolo "La crisi finanziaria alla luce dei conti dell'area dell'euro nella prospettiva dei flussi di fondi", *Bollettino mensile*, BCE, Francoforte sul Meno, ottobre 2011.

delle attività e le disponibilità monetarie degli AIF, caratterizzato da un anticipo di queste ultime per quanto riguarda gli andamenti di più lungo periodo. Ciò indica che le accresciute dimensioni del settore degli AIF negli ultimi anni hanno verosimilmente rafforzato il legame tra moneta e prezzi delle attività, e quindi l'importanza del canale dei prezzi delle attività finanziarie per l'economia reale e l'inflazione.

Le mutevoli dinamiche dell'intermediazione finanziaria e l'innovazione finanziaria potrebbero anch'esse modificare i prezzi relativi delle attività, oltre al livello generale dei prezzi, nonché gli andamenti del credito a essi collegati. Ad esempio, nella misura in cui i mutui per l'acquisto di abitazioni siano considerati più adatti a essere cartolarizzati, le banche potrebbero essere inclini ad accrescere l'offerta di questo tipo di prestiti, alimentando un aumento generalizzato dei prezzi immobiliari. Inoltre, se la cartolarizzazione rimuove il rischio di credito dai bilanci delle banche, queste ultime potrebbero allentare i criteri di concessione dei prestiti e ridurre l'attività di monitoraggio, con la possibilità che aumentino i rapporti fra prestiti e valore delle garanzie, e si generino così ulteriori spinte al rialzo sui prezzi immobiliari.

In aggiunta, le scelte di investimento di CAFP sono potenzialmente in grado di influire sui tassi di interesse a lungo termine e sulla formazione dei prezzi nel mercato secondario, essendo i CAFP importanti investitori sia per i titoli di debito delle amministrazioni pubbliche sia per i titoli societari a lungo termine. A sua volta, ciò può influire sulla curva dei rendimenti e quindi sulla crescita monetaria, essendovi la possibilità che gli operatori economici trasferiscano risorse verso strumenti liquidi, considerando che i bassi tassi di interesse a lungo termine riducono il costo opportunità di detenere strumenti monetari. Anche la domanda di credito delle imprese non finanziarie potrebbe risentirne, dal momento che una flessione dei tassi di interesse di mercato induce le imprese a rivolgersi ai mercati, anziché alle banche, per il proprio finanziamento. Infine, è possibile che si abbiano implicazioni per la domanda di credito delle famiglie, poiché

tassi di interesse più bassi potrebbero accrescere la domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni.

Gli andamenti dei prezzi delle attività potrebbero a loro volta avere diverse implicazioni per le variabili monetarie, i prezzi al consumo e la stabilità macroeconomica. Essi potrebbero influire sulla domanda di moneta nel quadro più generale delle scelte di allocazione dei portafogli<sup>20</sup>, in particolare per il tramite degli effetti di ricchezza, con potenziali rischi per l'inflazione dei prezzi al consumo. Vi è inoltre la possibilità che influiscano sulle dinamiche del credito: dal lato dell'offerta, un aumento dei prezzi delle attività comporta un aumento del valore delle garanzie stanziabili a fronte dei prestiti, mentre dal lato della domanda un rialzo dei prezzi degli immobili tende ad accrescere la domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni, con il conseguente aumento nei saldi monetari complessivi dell'economia associato a un'espansione del credito delle IFM. Infine, i prezzi delle attività potrebbero anche esercitare un impatto sugli investimenti e i consumi per il tramite di effetti di fiducia. Ad esempio, un aumento delle quotazioni azionarie potrebbe segnalare un miglioramento delle prospettive per l'attività economica e l'occupazione future, alimentando potenzialmente la fiducia dei consumatori e i consumi effettivi, con conseguenti pressioni sui prezzi. Per contro, un crollo dei prezzi delle attività potrebbe innescare instabilità finanziaria, inducendo un netto calo della fiducia. Inizialmente, siffatto andamento porrebbe rischi di deflazione, ma indurrebbe una risposta accomodante sul piano delle politiche, che finirebbe per tradursi in un secondo momento in un aumento dei saldi monetari e, di conseguenza, delle spinte inflazionistiche.

## 5 CONCLUSIONI

Nell'arco dell'ultimo decennio sono aumentate significativamente sia le dimensioni sia la complessità del sistema finanziario. Non è cresciuto

20) Cfr. Papademos, L. e Stark, J. (ed.), *Enhancing Monetary Analysis*, BCE, Francoforte sul Meno, 2010, pagg.164-180.

solo il valore dell'ammontare totale di attività finanziarie in rapporto al PIL, ma anche la quota di attività attribuibile al settore finanziario. È inoltre chiaro dalle evidenze presentate in questo articolo che i settori sono tutti interconnessi in vario grado, e quindi tutti vulnerabili in presenza di tensioni relative ad uno dei settori, in particolare quello delle IFM, che svolge un importante ruolo di *hub* finanziario nei confronti di tutti i settori dell'area dell'euro e del resto del mondo. La funzione principale degli intermediari finanziari è quella di incanalare fondi dai prestatori ai prenditori nel settore non finanziario. Al tempo stesso le IFM, comprese le banche commerciali e la banca centrale, svolgono il ruolo particolare di istituzioni accettatrici e creatrici di depositi grazie alla loro esclusiva capacità di concedere prestiti e creare nel contempo moneta. Poiché l'attività finanziaria av-

viene sempre più fra le istituzioni finanziarie stesse, il sistema finanziario da un lato rischia di discostarsi dal suo ruolo originario – offrire finanziamenti stabili e una diversificazione dei rischi a sostegno dell'economia reale – dall'altro tende ad amplificare e concentrare i rischi provenienti dal settore finanziario stesso.

Le crescenti dimensioni e complessità del settore finanziario e il loro maggiore impatto sulle variabili economiche e l'inflazione emergono chiaramente da un'analisi monetaria dettagliata che considera i vari canali di trasmissione che le diversi comportamenti settoriali potrebbero attivare, generando rischi per l'inflazione. In particolare, all'aumentare dell'attività nei mercati finanziari, vi sono implicazioni per l'andamento dei prezzi delle attività che, a sua volta, può influire sull'inflazione nel lungo periodo.

# VERSO UN MERCATO EUROPEO INTEGRATO DEI PAGAMENTI CON CARTA

Nel corso dell'ultimo decennio il processo di integrazione del mercato europeo dei pagamenti al dettaglio diversi dal contante costituisce una priorità per i prestatori di servizi di pagamento, le autorità di regolamentazione e le banche centrali. Esso riguarda soprattutto i bonifici, gli addebiti diretti e le carte, gli strumenti di pagamento alternativi al contante più utilizzati in Europa, e richiede ancora un considerevole impegno in particolare per le carte. L'articolo presenta sia il mercato sia le caratteristiche e i principi economici alla base dei pagamenti con carta e individua gli aspetti più problematici da affrontare per raggiungere il fine ultimo di consentire l'utilizzo di tutte le carte presso tutti i terminali dell'area dell'euro. Pur concentrandosi sulla situazione attuale (e specialmente sull'utilizzo delle carte di debito presso i punti vendita – point of sale, POS), l'articolo presenta in conclusione una breve disamina delle prospettive future dei pagamenti con carta in un mondo sempre più "online e mobile".

## I INTRODUZIONE

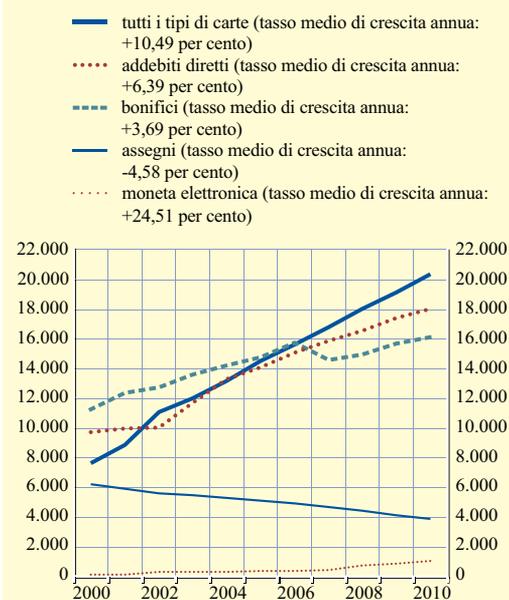
Dopo il successo del passaggio all'euro nel 2002 per il contante, l'integrazione del mercato europeo dei pagamenti al dettaglio alternativi al contante viene considerata il passo successivo nel processo di integrazione finanziaria ed è promossa attraverso un progetto – noto come Area unica dei pagamenti in euro (*Single Euro Payments Area*, SEPA) – che poggia su tre pilastri principali costituiti dagli strumenti di pagamento alternativi al contante<sup>1)</sup> più utilizzati in Europa: bonifici, addebiti diretti e carte (cfr. figura 1).

Se nel caso dei bonifici e degli addebiti diretti SEPA<sup>2)</sup> i progressi sono stati finora significativi e lo saranno ancor più in futuro con la fissazione di una data ultima per la migrazione dagli standard nazionali ai nuovi schemi paneuropei<sup>3)</sup>, per le carte l'integrazione a livello europeo richiede ulteriori sforzi sostanziali. La complessità tecnica del mercato, di cui i consumatori sono generalmente inconsapevoli, e il numero elevato di operatori coinvolti rendono realmente problematica la realizzazione di una SEPA per le carte. Data la diffusione di queste ultime, seconde solo al contante come utilizzo presso i punti vendita fisici, l'integrazione del mercato delle carte viene seguita con grande interesse dalle autorità di regolamentazione, i garanti della concorrenza e l'Eurosistema.

Una classificazione comune delle carte è basata sul momento in cui ha luogo il trasferimento dei fondi. Le prepagate richiedono al titolare di rendere disponibile un determinato importo prima dell'utilizzo (modello di "pagamento anticipato"); quelle di debito permettono di fare acqui-

Figura 1 L'utilizzo degli strumenti di pagamento nell'area dell'euro

(in milioni di operazioni)



Fonte: BCE, Statistical Data Warehouse.

- 1) Per strumento di pagamento si intende uno strumento o una serie di procedure che rendono possibile il trasferimento di fondi da un ordinante a un beneficiario. Cfr. *Glossary of terms related to payment, clearing and settlement systems*, BCE, 2009. Disponibile in Internet all'indirizzo <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/glossaryrelatedtopaymentclearingandsettlementsystems.pdf>
- 2) Gli schemi di pagamento sono un insieme di regole, prassi e standard interbancari necessari per il funzionamento dei servizi di pagamento. Cfr. *Glossary of terms related to payment, clearing and settlement systems*, *ibid.*
- 3) Con lo scopo di favorire la migrazione verso il bonifico e l'addebito diretto SEPA, nel dicembre 2011 gli Stati membri dell'UE e il Parlamento europeo hanno convenuto di fissare al 1° febbraio 2014 il termine per la migrazione degli schemi di bonifico e addebito diretto preesistenti verso il formato SEPA.

## ARTICOLI

Verso un mercato europeo integrato dei pagamenti con carta

sti e/o prelevare contante con addebito diretto e immediato sul conto (modello di “pagamento contestuale”); quelle di credito, infine, consentono di eseguire tali operazioni per importi fino a un massimo predefinito e di effettuare il regolamento entro il termine di un periodo specificato (modello di “pagamento posticipato”) per intero (sostanzialmente come carte di debito con addebito ritardato) oppure in parte, con il saldo residuo considerato una forma di credito al quale si applicano di norma degli interessi (carte di credito *revolving*). I diversi circuiti di carte di credito prevedono spesso un’offerta differenziata, che affianca al prodotto base delle carte più esclusive (*gold, platinum, ecc.*) e prevede inoltre soluzioni per carte aziendali.

Questo articolo descrive le caratteristiche principali del progetto SEPA e il mandato dell’Eurosistema nel contesto dei pagamenti al dettaglio. Esso concentra l’attenzione sulle differenze di utilizzo delle carte nei vari paesi, descrive i principali soggetti coinvolti e le interazioni fra gli stessi, considera l’importanza economica del mercato dei pagamenti con carta e individua gli ostacoli da superare per realizzarne l’integrazione a livello europeo. L’articolo esamina in particolare i pagamenti cosiddetti di prossimità (effettuati presso punti vendita fisici, ad esempio l’esercente del negozio sotto casa), ma disegnerebbe un quadro incompleto se non accennasse alla crescente importanza delle moderne tecnologie dell’informazione e della comunicazione (vale a dire Internet e le comunicazioni tramite telefonia mobile). Le conclusioni considerano gli andamenti futuri, alcuni dei quali – di fatto – già costituiscono in qualche modo una realtà.

## **2 L’INTEGRAZIONE DEL MERCATO DEI PAGAMENTI AL DETTAGLIO IN EURO E LE COMPETENZE DELL’EUROSISTEMA**

La base giuridica delle competenze dell’Eurosistema in materia di sistemi di pagamento e regolamento è contenuta nel Trattato sul funzionamento dell’Unione europea, il quale assegna al Sistema europeo di banche centrali (SEBC) la responsabilità, tra l’altro, di “promuovere il re-

golare funzionamento dei sistemi di pagamento”. Tale disposizione trova riflesso nel Protocollo sullo Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea (Statuto del SEBC), che all’articolo 22 stabilisce: “La BCE e le banche centrali nazionali possono accordare facilitazioni, e la BCE può stabilire regolamenti, al fine di assicurare sistemi di compensazione e di pagamento efficienti e affidabili all’interno della Comunità e nei rapporti con i paesi terzi”. Per assolvere al suo mandato legale e statutario in materia di pagamenti, l’Eurosistema svolge il ruolo di gestore, autorità di sorveglianza e catalizzatore.

Come gestore, offre servizi per il regolamento in moneta di banca centrale dei pagamenti in euro e per l’utilizzo delle garanzie su base transfrontaliera nelle proprie operazioni di politica monetaria e di credito infragiornaliero.

In qualità di autorità di sorveglianza, vigila sui sistemi di pagamento e su quelli di compensazione e regolamento dei titoli in euro, li valuta rispetto agli obiettivi di sicurezza ed efficienza e – ove necessario – promuove delle modifiche. La funzione di sorveglianza dell’Eurosistema si estende altresì agli strumenti di pagamento, comprese le carte, poiché sono parte integrante dei sistemi di pagamento.

Nella sua veste di catalizzatore, l’Eurosistema si adopera per accrescere l’efficienza e la sicurezza dell’organizzazione complessiva del mercato per i pagamenti, la compensazione e il regolamento. In questo senso promuove lo sviluppo di un mercato europeo efficiente e integrato per i pagamenti al dettaglio effettuati mediante bonifico, addebito diretto e carta, noto come SEPA<sup>4)</sup>.

Scopo della SEPA è istituire un mercato unico per i pagamenti al dettaglio in euro superando gli ostacoli tecnici, giuridici e di mercato ereditati dal periodo antecedente l’introduzione della moneta unica. Ciò consentirà di effettuare pagamenti in euro in tutta Europa con la stessa facilità, efficienza e sicurezza che caratterizzano il con-

4) Per maggiori informazioni sul progetto SEPA, cfr. <http://www.sepa.eu>.

testo nazionale. Una volta completata la SEPA, non esisteranno più differenze fra i pagamenti in euro nazionali e quelli transfrontalieri. Poiché la SEPA non copre soltanto l'area dell'euro, ma l'intera Unione europea (UE) assieme a Islanda, Liechtenstein, Monaco, Norvegia e Svizzera, anche i paesi SEPA esterni all'area dell'euro ne stanno adottando gli standard e le prassi per i loro pagamenti in euro. La SEPA costituisce quindi un tassello importante nella creazione di un mercato unico per i servizi di pagamento in Europa.

Il Consiglio europeo per i pagamenti (*European Payments Council*, EPC), l'organo decisionale e di coordinamento del settore bancario europeo in materia di pagamenti, ha messo a punto nuovi schemi europei per i bonifici e gli addebiti diretti che sono descritti nei rispettivi *rulebook*. Per le carte ha invece creato un quadro di riferimento, meno vincolante di un *rulebook*, in cui sono indicati i requisiti che gli operatori del settore devono soddisfare per garantire la loro conformità con gli obiettivi della SEPA.

Una caratteristica comune ai diversi strumenti di pagamento SEPA è l'esigenza di una chiara separazione fra il gestore dello schema e le infrastrutture che elaborano i pagamenti (attività di *processing*). Scopo della SEPA è non solo predisporre i nuovi strumenti di pagamento, ma anche armonizzare la gestione del contante e in quest'ultima veste prende il nome di Area unica dei pagamenti in contante in euro (*Single Euro Cash Area*, SECA).

Mentre i progressi compiuti in materia di bonifici e addebiti diretti SEPA giustificano un certo ottimismo, gli sviluppi nel mercato europeo delle carte sono inferiori alle aspettative. Emittenti, *acquirer* (banche o altre istituzioni finanziarie che stipulano un convenzionamento con l'esercente per l'accettazione delle carte), circuiti e società di *processing* dei pagamenti con carta (cfr. sezione 4) dovranno osservare i principi generali per le carte di pagamento stabiliti dall'EPC, i quali sono tesi a garantire che:

- i titolari possano utilizzare la stessa carta in tutta l'area dell'euro (fatti salvi i soli limiti

costituiti dall'accettazione dei diversi marchi da parte degli esercenti);

- gli esercenti possano accettare tutte le carte conformi alla SEPA con lo stesso terminale;
- carte e terminali si basino su tecnologie fondate su microcircuito (*chip*) e PIN <sup>5)</sup>, invece che su banda magnetica, per accrescere i livelli di sicurezza;
- le società di processing possano operare in regime di concorrenza e offrire i loro servizi in tutta l'area dell'euro rendendo il mercato più competitivo, solido ed efficiente in termini di costi.

I suddetti obiettivi generali sono sostanzialmente in linea con la politica dell'Eurosistema in materia di pagamenti con carta, ma per conseguirli e offrire ai clienti la possibilità di beneficiare della SEPA anche nel settore delle carte occorre superare una serie di tappe importanti.

### 3 DIFFERENZE DI UTILIZZO DELLE CARTE DI PAGAMENTO NEI DIVERSI PAESI

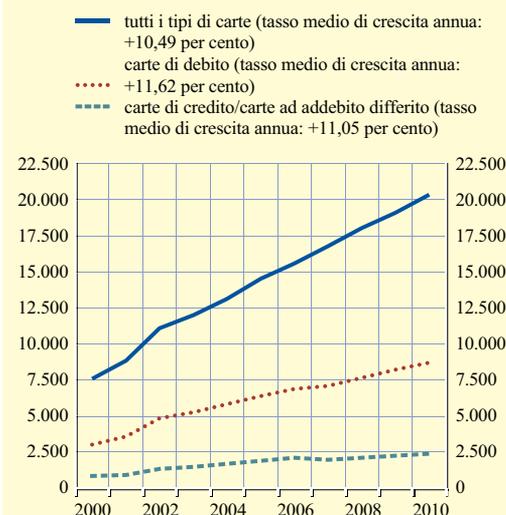
Le carte sono lo strumento di pagamento alternativo al contante più utilizzato nell'UE. Anche se il contante rimane al primo posto in termini di numero di operazioni presso i punti vendita fisici in Europa, le carte di debito guadagnano terreno e vedono aumentare la loro importanza nell'uso quotidiano. Secondo Capgemini <sup>6)</sup>, l'area dell'euro si colloca al secondo posto a livello mondiale come percentuale degli strumenti alternativi al contante sul volume totale dei pagamenti (21 per cento nel 2009, dopo il 40 degli Stati Uniti). La figura 1 mostra che, tra i mezzi di

5) Per numero di identificazione personale (*personal identification number*, PIN) si intende un codice numerico personale e riservato che l'utilizzatore di uno strumento di pagamento potrebbe dover fornire per confermare la propria identità. Nelle operazioni elettroniche, viene considerato equivalente alla firma. Cfr. *Glossary of terms related to payment, clearing and settlement systems*, *ibid.*

6) *World Payments Report 2011*, Capgemini, pag. 10.

**Figura 2 Un raffronto tra le operazioni con carte di debito e quelle con carte di credito/carte ad addebito differito nell'area dell'euro**

(in milioni di operazioni)

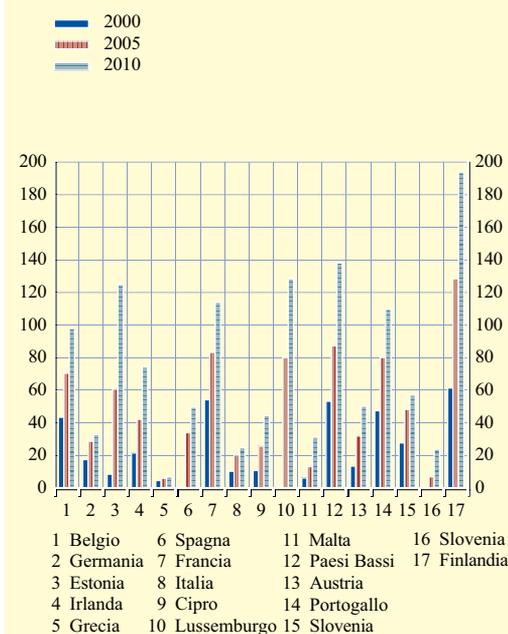


Fonte: BCE, Statistical Data Warehouse.

Nota: il grafico mostra una differenza positiva tra il numero di operazioni con carta e quello ottenuto sommando le operazioni riferite a ciascun tipo di carta (di credito/ad addebito differito e di debito). In altri termini, la "somma delle singole componenti" non è sempre uguale al "totale". Ciò è ascrivibile al fatto che i singoli paesi forniscono i totali, ma non sempre le statistiche relative ai sottogruppi. La differenza relativamente ampia va ricondotta principalmente alla Francia, per la quale non viene offerta alcuna scomposizione.

**Figura 3 Numero di operazioni pro capite con carta di pagamento nell'area dell'euro**

(numero di operazioni pro capite)



Fonte: BCE, Statistical Data Warehouse.

Nota: per Spagna, Lussemburgo e Slovacchia non sono disponibili dati relativi al 2000.

pagamento alternativi al contante, le carte hanno registrato la crescita maggiore nel periodo 2000-2010 e – con oltre 20 miliardi di operazioni nel 2010 – sono diventate lo strumento più utilizzato in Europa<sup>7)</sup>. Nello specifico, dalla figura 2 si evince che il numero dei pagamenti effettuati con carta di debito è di gran lunga superiore a quello delle operazioni con carta di credito e carta ad addebito differito (*charge card*).

Tale tendenza generale è osservabile in tutta l'Unione europea, ma il livello iniziale è notevolmente diverso nei singoli Stati membri per le differenze in termini di infrastrutture, modalità di pagamento e preferenze dei consumatori.

Come si evince dalla figura 3, i paesi dell'area dell'euro nei quali l'utilizzo delle carte è maggiore sono Finlandia, Estonia, Paesi Bassi e Lussemburgo. In Grecia e in Italia i pagamenti con carta sono meno diffusi e registrano i livelli più

bassi di crescita del numero di operazioni pro capite nel periodo considerato. Estonia, Slovacchia, Paesi Bassi, Lussemburgo e Malta si collocano invece all'estremo opposto. È interessante osservare come, assieme a Paesi Bassi e Lussemburgo, gli Stati membri che hanno adottato l'euro più di recente abbiano evidenziato un'espansione piuttosto elevata dell'utilizzo delle carte.

Fra gli anni sessanta e i primi anni novanta gli studi sulle modalità di pagamento dei consumatori sono stati abbastanza pochi, per lo più di natura puramente descrittiva e focalizzati sull'utilizzo delle carte di credito<sup>8)</sup>. Da allora il pano-

7) Nel 2010 sono stati effettuati 20.355 miliardi di operazioni con carta nell'area dell'euro.

8) Per una panoramica dei primi studi relativi alle modalità di pagamento, cfr. Feinberg, R.A., "Credit Cards as Spending Facilitating Stimuli – A Conditioning Interpretation", *Journal of Consumer Research*, 13, 1986, n. 3, S.348-56. Disponibile in Internet all'indirizzo: <http://www.jstor.org/stable/2489426>.

rama è sostanzialmente cambiato: i pagamenti con assegni si sono considerevolmente ridotti e, grazie all'introduzione dei terminali elettronici presso i punti vendita e ai progressi delle telecomunicazioni, quelli con carta sono diventati molto più rapidi e sicuri.

Tale sviluppo è stato in larga parte determinato dal successo delle carte di debito, che ha stimolato la ricerca nell'ambito dei pagamenti. Dalla metà degli anni novanta sono state condotte oltre 100 indagini empiriche su scala mondiale con lo scopo di individuare i fattori che influiscono sull'adozione (vale a dire, sulla decisione di accettare o utilizzare per la prima volta) e l'uso continuativo dei diversi strumenti di pagamento. Anche se le variabili individuate sembrano differire in base alle circostanze del pagamento e alle caratteristiche socio-demografiche degli intervistati, quelle citate come fattori più importanti sono i costi, la sicurezza e la facilità di utilizzo percepita.

#### 4 I SOGGETTI COINVOLTI NEI PAGAMENTI CON CARTA E LE DIVERSE TIPOLOGIE DI CARTA

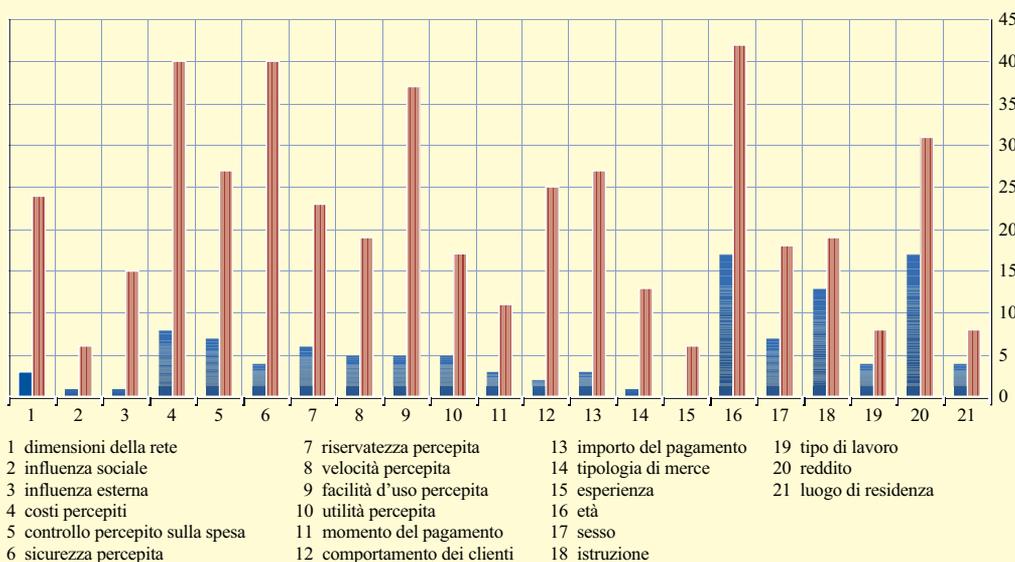
I pagamenti con carta presso i punti vendita fisici coinvolgono una serie di operatori economici. I più evidenti sono il titolare della carta (ordinante) e l' esercente che accetta quest'ultima come mezzo di pagamento (beneficiario). Il titolare ottiene la sua carta da un emittente e l' esercente ha un contratto con un *acquirer*, ruoli svolti di norma da banche. L'insieme delle disposizioni tecniche e commerciali al servizio di uno o più marchi di carte che assicura l'organizzazione, le regole e l'operatività necessarie per il funzionamento dei singoli marchi prende il nome di "circuito". Il *processing* dei pagamenti con carta, ove non sia effettuato internamente dall'emittente o dall'*acquirer*, è di norma svolto da entità specializzate che sono spesso di proprietà dei vari circuiti. Una società di *processing* al servizio dell'emittente apre e gestisce il conto del titolare della

Figura 4 Meta-analisi di 130 indagini empiriche concernenti i fattori che influiscono sull'adozione e l'utilizzo degli strumenti di pagamento

asse delle ascisse: fattori

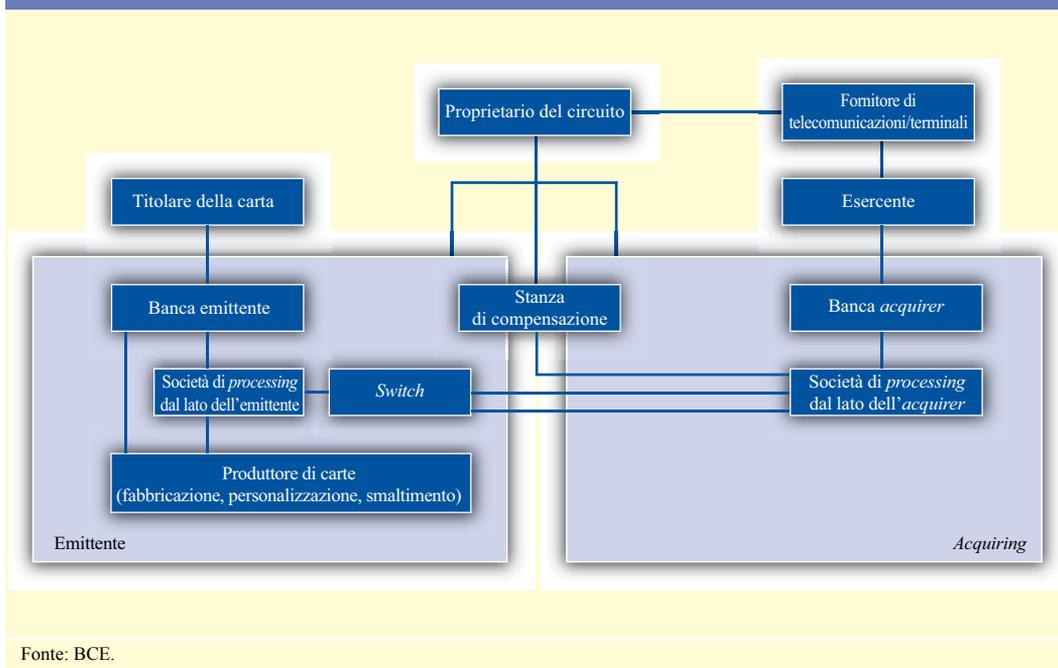
asse delle ordinate: indagini nelle quali sono stati citati i fattori indicati

■ adozione  
■ utilizzo



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Figura 5 Funzioni coinvolte in un processo tipico di pagamento con carta



Fonte: BCE.

carta, autorizza le operazioni effettuate con tale strumento, le registra sul suddetto conto e predispone gli estratti conto per il titolare. In alcuni casi si occupa anche della compensazione e del regolamento delle operazioni, gestisce un *call centre* (per le segnalazioni di perdita e furto della carta da parte dei titolari) e/o gestisce le richieste di riaccredito (*chargeback*) presentate dagli stessi. Una società di *processing* che operi per l'*acquirer* apre e gestisce il conto dell'esercente, inoltra le richieste di autorizzazione a uno *switch*<sup>9)</sup> (o direttamente a un emittente o a una società di *processing* dell'emittente), registra le operazioni sul suddetto conto, applica commissioni di servizio all'esercente, predispone gli estratti conto per quest'ultimo e, in alcuni casi, fornisce sistemi di autorizzazione vocale<sup>10)</sup>. Infine, per la compensazione e il regolamento dei flussi di fondi fra emittente e *acquirer* si ricorre spesso a una stanza di compensazione, definita come un soggetto (o meccanismo di *processing*) attraverso il quale i partecipanti scambiano istruzioni per il trasferimento di fondi, titoli o altri strumenti<sup>11)</sup>.

La figura 5 offre una visione di insieme di questi soggetti, delle loro funzioni e delle rispetti-

ve interazioni. Una stessa entità giuridica può svolgere diversi ruoli nel processo di pagamento con carta (ad esempio, il proprietario di un circuito può offrire anche servizi di *processing* nell'ambito dell'emissione e dell'*acquiring*, oppure un emittente può anche fungere da banca *acquirer*).

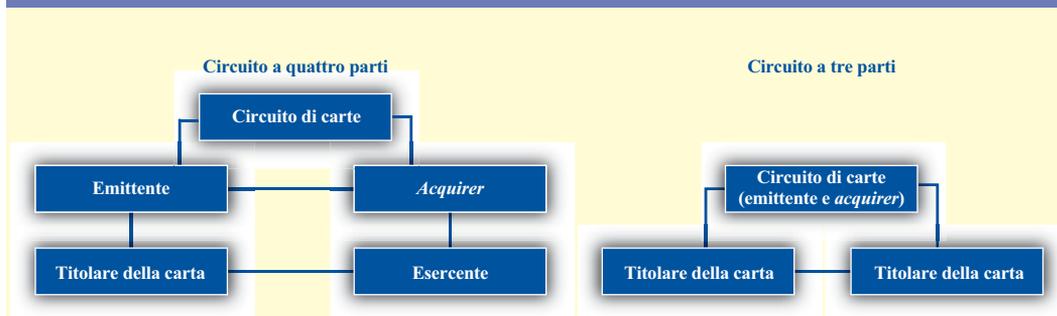
Viene rappresentato un circuito semplificato di carte che si basa sul cosiddetto modello a quattro parti ("circuito a quattro parti"), di gran lunga

9) Al fine di evitare procedure e accordi bilaterali (costosi) tra emittenti e *acquirer*, per la gestione dei pagamenti i circuiti di carte di debito spesso ricorrono a uno *switch* di instradamento centralizzato (*gateway*) che è frequentemente costituito da un'entità legale separata di proprietà comune delle banche commerciali. Cfr. Bolt, W. e Tieman, A.F., *Pricing Debit Card Payment Services: An IO approach*, De Nederlandsche Bank, Research Memorandum n. 735, 2003. Disponibile in Internet all'indirizzo: [http://www.dnb.nl/binaries/wo0735\\_tcm46146-022.pdf](http://www.dnb.nl/binaries/wo0735_tcm46146-022.pdf).

10) Cfr. *Report on the retail banking sector inquiry*, documento di lavoro della Commissione europea che accompagna la Comunicazione della Commissione dal titolo *Indagine settoriale, a norma dell'articolo 17 del regolamento n.1/2003, riguardante l'attività bancaria al dettaglio*, 2007, COM(2007) 33, definitivo.

11) Cfr. *Glossary of terms related to payment, clearing and settlement systems*, op.cit.

Figura 6 Modelli operativi per l'offerta di pagamenti con carta



Fonte: BCE.

il più utilizzato in Europa, nel quale l'emittente ha un rapporto contrattuale con il titolare della carta e l'acquirer con l'esercente. Questa è la differenza fondamentale rispetto al cosiddetto modello a tre parti ("circuito a tre parti"), in cui il circuito funge sia da emittente sia da acquirer e stabilisce un rapporto contrattuale diretto sia con il titolare della carta sia con l'esercente. Ne costituisce una variante il modello che permette anche ad altri prestatori di servizi di pagamento di ottenere una licenza di emissione e/o di acquiring ("circuiti a tre parti con licenziatari"). La figura 6 mette a confronto le componenti fondamentali dei circuiti a quattro e tre parti.

All'interno dell'UE, American Express e Diners Club operano in base al modello a tre parti; Visa Europe, MasterCard e la stragrande maggioranza dei circuiti nazionali utilizzano invece quello a quattro parti. Occorre tenere presente che i circuiti a tre parti servono principalmente il mercato delle carte di credito, mentre quelli a quattro parti gestiscono anche carte di debito. Tutti gli Stati membri più grandi dispongono ancora di almeno un circuito nazionale, che permette di effettuare pagamenti solo all'interno della loro giurisdizione<sup>12)</sup>. Gran parte delle banche commerciali è membro quantomeno di un circuito internazionale e offre carte che presentano sia il marchio del circuito nazionale sia quello di uno internazionale, per lo più MasterCard o Visa Europe (una prassi nota come *co-branding* o *co-badging*). Nella maggioranza dei circuiti nazionali europei i

membri sono anche "azionisti", si tratta quindi di strutture governate dagli utenti; ciò vale anche per Visa Europe. In alcuni casi, il ruolo di azionisti è svolto non da tutti i membri del circuito ma solo dalle banche commerciali più grandi. Tra i principali esempi di circuiti quotati in borsa figurano MasterCard Inc. e Visa Inc., entrambi presenti nel listino della New York Stock Exchange.

Nell'UE (e in particolare negli Stati membri più piccoli) sembra essersi avviata la tendenza a sostituire i circuiti nazionali con quelli internazionali, che operano come circuiti semi-nazionali<sup>13)</sup>. Anche se in termini assoluti la maggior parte dei pagamenti con carta passa ancora attraverso i circuiti nazionali, quelli internazionali crescono a ritmi più sostenuti<sup>14)</sup>. Sono state varate quattro iniziative<sup>15)</sup> volte a istituire nuovi circuiti che offrirebbero i loro servizi su scala paneuropea in concorrenza con i consolidati circuiti internazionali MasterCard e Visa Europe. Sviluppi analoghi si possono attualmente osservare in altre importanti aree economiche quali la Russia, l'India e l'Australia.

12) È ad esempio il caso di Belgio, Danimarca, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Italia e Portogallo.

13) Ad esempio in Estonia, Lettonia, Lituania, Paesi Bassi, Austria, Finlandia e Regno Unito.

14) Cfr. *SEPA Cards: success factors for sustainable card schemes in Europe*, Steinbeis University, Berlino, maggio 2011. Disponibile in Internet all'indirizzo: [http://steinbeis-research.com/pdf/2011\\_SEPA\\_Cards\\_RFS\\_Steinbeis.pdf](http://steinbeis-research.com/pdf/2011_SEPA_Cards_RFS_Steinbeis.pdf).

15) Tra queste iniziative figurano EAPS (Euro Alliance of Payment Schemes), Monnet, PayFair ed EUFISERV.

## 5 L'IMPORTANZA ECONOMICA DEI PAGAMENTI CON CARTA

Il mercato dei pagamenti con carta è contraddistinto da una struttura “a due lati” (bilaterale). Altri esempi di tale struttura spesso citati in letteratura sono i quotidiani e le riviste (che devono richiamare sia i lettori sia gli inserzionisti), le piattaforme per le aste *online* (venditori e acquirenti) e le discoteche (frequentatori di sesso sia maschile sia femminile). I mercati “a due lati” presentano di norma una o più piattaforme (circuiti di carte) che rendono possibili le interazioni fra gli utenti finali (titolari ed esercenti) e cercano di coinvolgere le due parti stabilendo un livello appropriato di spesa per entrambe<sup>16</sup>. Un mercato si definisce “a due lati” se l’offerta e la domanda da un lato sono determinate dall’offerta e dalla domanda dell’altro lato. La definizione dei prezzi nei mercati “a due lati” deve pertanto tenere conto di entrambi i versanti. Se ad esempio i prezzi dei pagamenti con carta sono interessanti per gli esercenti ma non per i titolari, questi ultimi saranno restii ad adottare e/o utilizzare regolarmente questo mezzo.

Nei circuiti a tre parti le attività di emissione e di *acquiring* sono svolte da un medesimo soggetto (il circuito stesso), che può definire i prezzi praticati sia all’esercente sia al titolare poiché ha un rapporto contrattuale diretto con entrambi. In quelli a quattro parti, invece, la fissazione dei prezzi può risultare più complessa e quindi si applica di norma la cosiddetta commissione interbancaria (*interchange fee*), che la banca del titolare riceve da quella dell’esercente per ogni pagamento con carta<sup>17</sup>. Tipicamente multilaterale, vale a dire non concordata bilateralmente tra le singole banche emittenti e *acquirer*, si aggiunge ad altre quattro tipologie di commissioni possibili nei circuiti a quattro parti. In primo luogo, l’*acquirer* può applicare all’esercente una commissione che gli permetta di recuperare quella interbancaria versata all’emittente e che costituisce la remunerazione dei servizi offerti all’esercente. In secondo luogo, l’emittente può richiedere al titolare della carta commissioni di emissione, periodiche, per operazione, per estratto conto. Per le carte sia di credito sia di

debito, le commissioni periodiche sono la componente principale dei flussi di reddito provenienti dai titolari<sup>18</sup>. In terzo luogo il circuito può applicare commissioni all’emittente e, in quarto luogo, all’*acquirer*. Si tratta in entrambi i casi di quote di iscrizione al circuito basate di norma sul numero di carte emesse e/o di transazioni effettuate dal lato dell’*acquirer*.

Dall’evidenza empirica relativa all’Europa emerge come le banche che offrono servizi di pagamento al dettaglio vedano un miglioramento dei loro risultati. Il maggiore utilizzo degli strumenti elettronici di pagamento al dettaglio sembra stimolare l’attività bancaria<sup>19</sup>. Nell’indagine sul settore bancario al dettaglio condotta nel 2007, la Commissione europea ha concluso che le carte di pagamento e in particolare quelle di credito costituiscono una fonte di profitti elevati per il settore dei servizi finanziari. Sulla base di statistiche relative al 2004, la Commissione ha stimato un rapporto medio ponderato profitti/costi del 65 per cento per gli emittenti di carte di credito a livello di intera UE e del 47 per cento per quelli di carte di debito. Una particolare componente di reddito, la commissione interbancaria multilaterale (*Multilateral Interchange Fee*, MIF), è stata tuttavia oggetto negli ultimi tempi di una discussione accesa che ha dato origine a indagini sul piano normativo e antitrust. Benché spetti chiaramente alle autorità competenti determinare se la MIF limiti la concorrenza, anche diverse banche centrali hanno studiato la questione nella misura in cui incide sull’ordinato funzionamento dei sistemi di pagamento<sup>20</sup>.

16) Per maggiori informazioni sulla teoria dei mercati “a due lati”, cfr. Evans, D.S., “Essays on the Economics of Two-Sided Markets”, *Economics, Antitrust and Strategy*, 2010. Disponibile in Internet all’indirizzo: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1714254](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1714254).

17) Per una panoramica completa sulle commissioni interbancarie, cfr. Børestam, A. e Schmiedel, H., *Interchange fees in card payments*, Occasional Paper della BCE, n. 131, settembre 2011.

18) Cfr. *Report on the retail banking sector inquiry*, Commissione europea, 2007, *op. cit.*

19) Cfr. Hasan, I., Schmiedel, H. e Song, L., “Return to Retail Banking and Payments”, *Journal of Financial Services Research*, 2011.

20) Per una panoramica completa sulle commissioni interbancarie, cfr. Børestam, A. e Schmiedel, H., *Interchange fees in card payments*, *op. cit.*

Bolt e Schmiedel (2011) concludono ad esempio che una maggiore concorrenza fra i circuiti riduce le commissioni applicate agli esercenti e accresce l'accettazione delle carte da parte di questi ultimi. Da un punto di vista europeo è inoltre probabile che sia i consumatori sia gli esercenti traggano beneficio dalla creazione della SEPA se un livello sufficiente di concorrenza nel mercato delle carte di pagamento contrasta tendenze potenzialmente monopolistiche<sup>21)</sup>. Anche l'offerta e l'accessibilità del credito al consumo nelle reti di pagamento influisce su concorrenza, accettazione e commissioni per le carte di pagamento<sup>22)</sup>.

In sentenze recenti delle autorità garanti della concorrenza le MIF sono state considerate come delle decisioni assunte da associazioni di imprese, o degli accordi fra imprese, che limitano la concorrenza. Per la loro natura multilaterale, riducono le possibilità di negoziati bilaterali fra emittenti e *acquirer* e quindi la concorrenza in termini di prezzi tra banche *acquirer* gonfiando artificialmente la base su cui tali istituti definiscono gli oneri applicati agli esercenti. Una MIF crea pertanto un livello minimo per la commissione applicata agli esercenti, che non sono in grado di negoziare un prezzo inferiore. Ciò rischia di far lievitare notevolmente i costi di utilizzo delle carte presso i punti vendita degli esercenti, a scapito di questi ultimi e dei loro clienti<sup>23)</sup>.

Le autorità competenti in materia di concorrenza non negano che tali accordi possano teoricamente comportare anche dei benefici tali da renderli potenzialmente compatibili con la normativa in materia di concorrenza, ma in gran parte dei casi i circuiti di carte e/o le istituzioni finanziarie non sono stati finora in grado di dimostrarli. In assenza di analisi e riscontri convincenti che giustificano l'applicazione delle MIF e i livelli ai quali sono fissate dai circuiti di carte, le autorità hanno potuto fornire orientamenti solo limitati nelle loro decisioni recenti. Ulteriori indicazioni potrebbero tuttavia provenire dal metodo della cosiddetta "indifferenza per l'esercente" introdotto dalla Commissione europea, in base al quale la MIF verrebbe stabilita a un livello al quale per l'esercente è indifferente essere pa-

gato in contanti o con carta. Altre indicazioni dovrebbero inoltre essere fornite dalla sentenza nel ricorso pendente presentato al Tribunale europeo da MasterCard contro la Commissione europea, la quale aveva ravvisato una violazione delle norme in materia di concorrenza<sup>24)</sup> nella fissazione – da parte di MasterCard – di un prezzo minimo (la commissione interbancaria standard all'interno dello Spazio economico europeo, SEE) che gli esercenti sono tenuti a pagare alla loro banca *acquirer* per accettare le carte di pagamento nel SEE<sup>25)</sup>.

Altri paesi, quali l'Australia e più di recente gli Stati Uniti, hanno stabilito un massimale per le MIF. Nell'insieme, e come indicato nel Settimo rapporto sulla SEPA<sup>26)</sup>, la posizione dell'Eurosistema in materia di commissioni interbancarie è neutrale. La questione rientra nell'ambito di competenza della Commissione europea. L'Eurosistema è tuttavia del parere che il successo della SEPA dipenda in misura cruciale dalla possibilità di emettere, accettare e utilizzare le carte in tutta l'area dell'euro per effettuare pagamenti nella moneta comune senza differenziazione geografica. La trasparenza e la chiarezza sui costi e i benefici dei diversi strumenti di pagamento costituiscono un requisito essenziale per un mercato europeo dei pagamenti al dettaglio moderno e integrato. Le (eventuali) commissioni interbancarie vanno fissate a un livello ragio-

21) Cfr. Bolt, W. e Schmiedel, H., "Pricing of Payment Cards, Competition and Efficiency: A Possible Guide for SEPA", *Annals of Finance*, 2011, pagg. 1-21.

22) Cfr. Bolt, W., Foote, E. e Schmiedel, H., *Consumer credit and payment cards*, Working Paper della BCE, n. 1387, ottobre 2011.

23) Cfr. "Antitrust: Commission prohibits MasterCard's intra-EEA Multilateral Interchange Fees – frequently asked questions", Commissione europea, Memo/07/590. Disponibile in Internet all'indirizzo: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/07/590&format=PDF&aged=1&language=EN&guiLanguage=en>

24) In particolare, l'articolo 81 del Trattato e l'articolo 553 dell'Accordo SEE.

25) Cfr. la decisione della Commissione europea del 19 dicembre 2007 (caso Comp/34.579 - MasterCard, caso Comp/36.518 - EuroCommerce, caso Comp/38.580 - Commercial Cards). Disponibile in Internet all'indirizzo: [http://ec.europa.eu/competition/eojade/isef/case\\_details.cfm?proc\\_code=1\\_34579](http://ec.europa.eu/competition/eojade/isef/case_details.cfm?proc_code=1_34579).

26) Cfr. *Settimo rapporto sulla SEPA: dalla teoria alla pratica*, BCE, ottobre 2010.

nevole e non devono impedire l'uso di mezzi di pagamento efficienti. Un forte aumento dei costi per i titolari potrebbe indurli a ricorrere a strumenti meno efficienti, ostacolando in tal modo il successo e gli obiettivi del progetto SEPA. Pertanto, in conformità con le regole in materia di concorrenza, le (eventuali) commissioni interbancarie non dovrebbero andare a scapito dell'efficienza economica complessiva del mercato europeo dei pagamenti.

## 6 SFIDE

La scarsa chiarezza circa il livello consentito di MIF viene spesso indicata dagli operatori di mercato come una sfida nei preparativi per la SEPA per le carte, poiché genera incertezza al momento di programmare le decisioni di investimento. Tuttavia, per quanto importante, essa rappresenta solo uno degli ostacoli da superare per poter procedere verso un mercato europeo delle carte di pagamento integrato e competitivo. *Processing*, standardizzazione e certificazione, sicurezza e prassi operative sono altrettanti ambiti che richiedono in particolare ulteriori sforzi da parte dei soggetti interessati.

La sezione 4 ha descritto i vari soggetti coinvolti in un processo tipico di pagamento con carta, evidenziando come alcuni rivestano più di un ruolo. Nello specifico, i circuiti sono in certi casi coinvolti operativamente anche nel mercato dei pagamenti e svolgono attività di *processing*. Per accrescere la concorrenza e l'efficienza, è stato definito il principio di separazione tra la gestione del circuito e la funzione di *processing*. Ciò garantisce libertà di accesso, in quanto offre a emittenti e *acquirer* una serie di opzioni per il *processing* delle operazioni con carta.

Standardizzazione e certificazione costituiscono altri aspetti importanti. Standard comuni sono essenziali per assicurare, dal punto di vista tecnico, l'utilizzo di tutte le carte presso tutti i terminali in Europa. Un processo di certificazione armonizzato per carte e terminali, generalmente accettato in tutta l'UE, abbasse-

rebbe le barriere all'ingresso nel mercato per produttori e società di *processing*.

Allo stesso modo, l'adeguato funzionamento del mercato delle carte presuppone regole operative chiare. Nel 2010 il governo canadese ha pubblicato un codice di comportamento per il settore delle carte di credito e di debito del paese, che promuove prassi operative eque e assicura la comprensione dei costi e dei benefici connessi alle carte di credito e di debito da parte sia degli esercenti sia dei consumatori. Nel periodo recente sono state osservati analoghi sviluppi in campo normativo negli Stati Uniti e sforzi significativi in Australia e Sud Africa. In Europa non sembrano per il momento previsti ampi interventi del settore pubblico, anche se la Commissione europea segue da vicino la situazione. Poiché il mercato europeo dei pagamenti con carta poggia in larga misura sull'autoregolamentazione del settore, l'EPC e i singoli circuiti possono svolgere un ruolo importante nell'introduzione delle corrette prassi operative necessarie per il funzionamento ordinato della SEPA per le carte. Costituiscono esempi di tali prassi: una maggiore trasparenza in materia di commissioni; l'impossibilità per un circuito di vietare il *co-badging* con altri circuiti; l'eliminazione delle restrizioni geografiche alla concessione di licenze e allo svolgimento delle attività di emissione e *acquiring*; la possibilità, per ordinante e beneficiario, di concordare liberamente durante il processo di perfezionamento di un'operazione lo strumento di pagamento più congeniale per entrambi.

## 7 CONCLUSIONI E PROSPETTIVE

Le carte sono lo strumento di pagamento diverso dal contante più utilizzato nell'Unione europea e quelle di debito, in particolare, vengono sempre più impiegate in alternativa al contante presso i punti vendita fisici. Se le banconote e le monete in euro sono state introdotte con successo nel 2002, il loro complemento logico – vale a dire una SEPA per i pagamenti elettronici – non è stato ancora interamente realizzato. Per i pagamenti con e senza contante, risultano imprescindibili strumenti che siano percepiti dal pubblico

come sicuri. A differenza di quanto avviene per i casi di contraffazione riguardanti le banconote e le monete in euro<sup>27)</sup>, non sono disponibili statistiche complete relative all'UE sulle frodi concernenti i pagamenti elettronici (anche con carta). Per accrescere la sicurezza e ridurre le perdite connesse alle frodi è necessaria la collaborazione di tutti i soggetti interessati, i quali devono assumersi le rispettive responsabilità e impegnarsi ad adottare misure efficaci di contrasto. Con riferimento alle carte, il settore europeo dei pagamenti ha già compiuto un passo importante in materia di sicurezza quando ha deciso di migrare dalla banda magnetica alla tecnologia basata su *chip* e PIN. Benché la migrazione sia quasi completata, il mantenimento nella banda magnetica di dati sensibili sui titolari rende persino le carte con *chip* vulnerabili allo *skimming*<sup>28)</sup> e non permette quindi di ottenere tutti i benefici possibili in termini di riduzione delle frodi.

Le autorità ritengono che l'introduzione di soluzioni sicure per i pagamenti a livello europeo richieda condizioni di parità concorrenziale in materia di sicurezza. Per tale motivo, il SEBC ha istituito un Forum europeo sulla sicurezza dei pagamenti al dettaglio (SecuRe Pay Forum). Il SecuRe Pay Forum è un'iniziativa di cooperazione volontaria tra autorità avente lo scopo di agevolare lo scambio di informazioni e di promuovere una posizione comune, in particolare tra organi di sorveglianza e vigilanza dei fornitori di servizi di pagamento, per le questioni concernenti la sicurezza dei pagamenti al dettaglio. Esso affronta i problemi relativi ai servizi di pagamento elettronico al dettaglio e agli strumenti di pagamento al dettaglio (esclusi gli assegni e il contante) offerti all'interno del SEE o erogati da fornitori aventi sede nei paesi del SEE. Concentrato sull'intera catena di *processing*, si prefigge di affrontare gli ambiti nei quali vengono rilevati importanti debolezze e vulnerabilità e formula raccomandazioni ove necessario. Per la loro diffusione, i pagamenti con carta costituiscono naturalmente uno dei principali settori di lavoro del Forum.

Questo articolo si è concentrato sui pagamenti con carta presso i punti vendita fisici, ma le

carte costituiscono anche uno dei più importanti strumenti di pagamento nel crescente settore del commercio elettronico. Secondo Eurostat<sup>29)</sup>, in media il 69 per cento dei cittadini dell'UE27 utilizza Internet e il 53 per cento ne fa un uso quasi quotidiano. Nonostante la recente crisi economica, gli esercenti *online* hanno continuato a registrare tassi di crescita delle vendite elevati a fronte di un ristagno, se non addirittura di un calo, dei volumi nella distribuzione tradizionale. Nel Regno Unito le statistiche definitive per il 2009 mostrano una crescita del commercio elettronico di oltre il 14 per cento rispetto all'anno precedente. Tassi analoghi o superiori sono evidenziati dai dati preliminari per la Germania e la Francia<sup>30)</sup>. La stragrande maggioranza delle operazioni nel commercio elettronico resta tuttavia nazionale: al momento appena l'8 per cento dei consumatori che effettuano acquisti *online* nell'UE si rivolge a esercenti di altri paesi. Secondo uno studio della Commissione europea<sup>31)</sup>, il 60 per cento dei tentativi di pagamento con carta di credito per ordini di acquisto su Internet presso esercenti di altri paesi non va a buon fine per la mancata accettazione di carte di credito estere. Inoltre, il motivo principale che scoraggia chi vorrebbe fare acquisti *online* è il timore per la sicurezza dei pagamenti su Internet. Uno dei fattori è costituito dal fatto

27) Cfr. *Euro coin counterfeiting in 2010*, Commissione europea, 2011, disponibile in Internet all'indirizzo <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/11/47>; *Bianual information on euro banknote counterfeiting*, BCE, 2011, disponibile in Internet all'indirizzo <http://www.ecb.int/press/pr/date/2011/html/pr110718.en.html>

28) Per *skimming* si intende la copia non autorizzata di dati della carta (contenuti ad esempio nella banda magnetica) attraverso un terminale manipolato o fittizio o con un dispositivo palmare di lettura. I dati copiati dalla banda magnetica possono essere utilizzati per creare una carta contraffatta o per effettuare operazioni nelle quali la carta non è fisicamente presente.

29) Cfr. *Internet Usage in 2010 – Households and Individuals*, n. 50/2010, Eurostat, 2010. Disponibile in Internet all'indirizzo: [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY\\_OFFPUB/KS-QA-10-050/EN/KS-QA-10-050-EN.PDF](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-QA-10-050/EN/KS-QA-10-050-EN.PDF)

30) Cfr. *Consumer 2020: From Digital Agenda to Digital Action*, documento di lavoro interno della Commissione europea, 23 maggio 2010. Disponibile in Internet all'indirizzo: [http://ec.europa.eu/information\\_society/newsroom/cf/document.cfm?action=display&doc\\_id=750](http://ec.europa.eu/information_society/newsroom/cf/document.cfm?action=display&doc_id=750).

31) Cfr. *Mystery Shopping Evaluation of Cross-Border E-Commerce in the EU – Final Report*, Commissione europea. Disponibile in Internet all'indirizzo: [http://ec.europa.eu/consumers/strategy/docs/EC\\_e-commerce\\_Final\\_Report\\_201009\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/consumers/strategy/docs/EC_e-commerce_Final_Report_201009_en.pdf).

che le carte di pagamento non sono state concepite per far fronte alle esigenze specifiche delle operazioni *online* e spesso non possono essere utilizzate per acquisti su base transfrontaliera. La sfida consiste nell'accrescere la sicurezza dei pagamenti *online* con carta attraverso opportuni adeguamenti, ad esempio con l'introduzione di protocolli per pagamenti sicuri, senza per questo influire negativamente sulla facilità di utilizzo.

Per mezzo secolo i pagamenti con carta sono stati associati esclusivamente all'utilizzo di carte di plastica. Oggi la tecnologia offre però nuove modalità di pagamento con carta, sia di prossimità (vale a dire, presso punti vendita fisici) sia a distanza (in particolare, nell'ambito del commercio elettronico). La stessa carta di plastica è inoltre diventata "intelligente", grazie all'aggiunta del *chip*. I *chip* sono di fatto dei piccoli computer che offrono nuovi modi per effettuare i pagamenti (ad esempio *contactless*, vale a dire senza contatto fisico con il terminale, grazie alla tecnologia *Near Field Communication*) e forniscono servizi aggiuntivi (ad esempio, la gestione di programmi premio degli esercenti). Una volta creata una struttura di terminali *contactless* presso i punti vendita di tutta Europa, il cellulare potrebbe sostituire la carta di plastica. La frequente osservazione secondo la quale è più probabile dimenticarsi del portafoglio che del cellulare, assieme alla versatilità tecnologica dell'apparecchio, ha già fatto emergere l'idea di sviluppare meccanismi di pagamento basati su questo mezzo. L'offerta di soluzioni per i pagamenti con cellulare in Europa è tuttavia ancora in fase

iniziale e il suo successo dipende dal rispetto di un'ampia serie di requisiti. Ciò nonostante, se si riuscisse a implementare con successo la tecnologia *contactless*, i dispositivi utilizzati per effettuare pagamenti con carta potrebbero in futuro essere costituiti da *smart card*, cellulari o persino orologi da polso. I fornitori di servizi di pagamento più lungimiranti stanno già considerando tale possibilità e lavorano allo sviluppo di piattaforme integrate di pagamento che offrono un'ampia gamma di canali di accesso per i clienti a fronte di processi di *back-office* standardizzati. Tale approccio integrato può trarre grande beneficio dal lavoro di standardizzazione e integrazione svolto all'interno del progetto SEPA. I diversi canali di accesso possono essere combinati in sofisticate soluzioni *wallet* per i clienti, creando valore aggiunto sia per i consumatori sia per gli esercenti e gettando le basi per la futura crescita dei pagamenti con carta.

Lo sviluppo dei pagamenti con carta, uno dei pilastri fondamentali della SEPA, è in ritardo rispetto a quello dei bonifici e degli addebiti diretti nel processo di integrazione del mercato europeo. La loro complessità – dovuta anche alla presenza di un gran numero di soggetti coinvolti – e la loro importanza economica hanno senz'altro contribuito a rallentare i progressi. Se tuttavia si riuscirà a superare le principali difficoltà connesse al *processing*, alla standardizzazione e alle prassi operative, sarà possibile realizzare un mercato europeo integrato per le carte a beneficio dei clienti e dell'economia nel suo insieme creando le premesse per ulteriori innovazioni in materia di pagamenti.

# STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO





# INDICE <sup>1)</sup>

## TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro	S5
<b>I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA</b>	
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
<b>2 MONETA, BANCHE E ALTRE SOCIETÀ FINANZIARIE</b>	
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
<b>3 CONTI DELL'AREA DELL'EURO</b>	
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
<b>4 MERCATI FINANZIARI</b>	
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
<b>5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO</b>	
5.1 IAPC, altri prezzi e costi	S47
5.2 Produzione e domanda	S50
5.3 Mercato del lavoro	S54

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

<b>6</b>	<b>FINANZA PUBBLICA</b>	
6.1	Entrate, spese e disavanzo/avanzo	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
<b>7</b>	<b>TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO</b>	
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
<b>8</b>	<b>TASSI DI CAMBIO</b>	
8.1	Tassi di cambio effettivi	S73
8.2	Tassi di cambio bilaterali	S74
<b>9</b>	<b>INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO</b>	
9.1	Altri Stati membri dell'UE	S75
9.2	Stati Uniti e Giappone	S76
	<b>LISTA DELLE FIGURE</b>	<b>S77</b>
	<b>NOTE TECNICHE</b>	<b>S79</b>
	<b>NOTE GENERALI</b>	<b>S85</b>

---

#### Segni convenzionali nelle tavole

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



## TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

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

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

	M1 <sup>2)</sup>	M2 <sup>2)</sup>	M3 <sup>2)3)</sup>	M3 <sup>2)3)</sup> media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche <sup>2)</sup>	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM <sup>2)</sup>	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor; valori percentuali in ragione d'anno; valori medi)	Tassi a pronti a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno; fine periodo) <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8
2010	8,5	1,8	0,5	-	0,6	4,1	0,81	3,36
2011	.	.	.	.	.	.	1,39	2,65
2011 1° trim.	3,2	2,4	1,9	-	2,4	2,1	1,10	3,66
2° trim.	1,7	2,4	2,1	-	2,6	1,5	1,42	3,41
3° trim.	1,4	2,3	2,4	-	2,5	0,6	1,56	2,48
4° trim.	.	.	.	.	.	.	1,50	2,65
2011 lug.	1,0	2,2	2,1	2,3	2,4	1,0	1,60	3,06
ago.	1,7	2,4	2,8	2,6	2,5	0,1	1,55	2,76
set.	2,0	2,5	2,9	2,8	2,5	0,0	1,54	2,48
ott.	1,7	1,9	2,6	2,5	2,7	0,8	1,58	2,79
nov.	2,1	2,1	2,0	.	1,7	-0,7	1,48	3,07
dic.	.	.	.	.	.	.	1,43	2,65

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

	IAPC <sup>1)</sup>	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	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
2010	1,6	2,9	1,6	1,9	7,4	76,9	-0,5	10,1
2011	.	.	.	.	.	.	.	.
2011 1° trim.	2,5	6,5	2,5	2,4	6,6	80,9	0,2	10,0
2° trim.	2,8	6,3	3,3	1,6	4,2	81,2	0,4	10,0
3° trim.	2,7	5,9	2,7	1,3	4,0	80,3	0,3	10,1
2011 lug.	2,5	6,1	-	-	4,3	80,8	-	10,1
ago.	2,5	5,8	-	-	6,0	-	-	10,1
set.	3,0	5,8	-	-	2,2	-	-	10,2
ott.	3,0	5,5	-	-	1,0	79,7	-	10,3
nov.	3,0	5,3	-	-	-	-	-	10,3
dic.	2,8	.	-	-	.	-	-	.

#### 3. Statistiche sull'estero

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)			Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Posizione patrimoniale netta sull'estero (in percentuale del PIL)	Debito estero lordo (in percentuale del PIL)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-20 <sup>6)</sup> (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Investimenti diretti e di portafoglio					Nominale	Reale (IPC)	
		Beni							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2010	-36,7	12,9	98,1	591,2	-13,4	120,4	104,6	103,0	1,3257
2011	.	.	.	.	.	.	104,4	102,2	1,3920
2011 1° trim.	-27,8	-13,0	118,7	576,6	-13,4	117,6	103,7	101,5	1,3680
2° trim.	-20,1	-2,7	127,1	580,9	-14,5	119,7	106,4	104,2	1,4391
3° trim.	-7,4	1,7	24,2	646,7	.	.	104,6	102,1	1,4127
4° trim.	.	.	.	.	.	.	103,1	100,9	1,3482
2011 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.	-0,8	2,8	13,0	646,7	.	.	103,8	101,4	1,3770
ott.	3,2	1,4	-32,1	651,6	.	.	104,0	101,7	1,3706
nov.	.	.	.	683,4	.	.	103,5	101,4	1,3556
dic.	.	.	.	.	.	.	101,7	99,6	1,3179

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

### 1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

#### 1. Attività

	16 dicembre 2011	23 dicembre 2011	30 dicembre 2011	6 gennaio 2012
<b>Oro e crediti in oro</b>	419.821	419.822	423.458	423.455
<b>Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	235.679	236.826	244.621	246.002
<b>Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	73.042	95.355	98.226	95.647
<b>Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	30.452	25.982	25.355	24.565
<b>Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	665.008	879.130	863.568	835.978
Operazioni di rifinanziamento principali	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine-tuning	4.549	6.131	14.823	1.391
Operazioni temporanee di tipo strutturale	89.555	94.989	78.652	66.838
Operazioni di rifinanziamento marginale	610.164	610.629	618.637	618.969
Crediti connessi a scarti di garanzia	337.655	337.588	344.783	344.140
<b>Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	33.928	33.928	33.926	33.926
<b>Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	336.156	336.574	349.184	342.491
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	2.493.806	2.733.235	2.735.628	2.687.871
Altri titoli	335.173	336.210	337.590	338.111
<b>Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche</b>	33.966	33.966	33.966	33.932
<b>Altre attività</b>	340.154	341.551	337.442	335.230
<b>Attività totali</b>	2.343.547	2.393.350	2.419.548	2.435.688

#### 2. Passività

	16 dicembre 2011	23 dicembre 2011	30 dicembre 2011	6 gennaio 2012
<b>Banconote in circolazione</b>	882.593	890.938	888.676	883.745
<b>Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	719.903	888.231	849.477	832.377
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	214.108	411.813	413.882	463.565
Depositi <i>overnight</i>	207.500	211.000	211.000	211.500
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di <i>fine tuning</i>	3.175	3.380	2.423	1.066
Depositi connessi a scarti di garanzia	0	0	0	0
<b>Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	55.271	77.530	79.603	90.723
<b>Certificati di debito</b>	92.835	132.178	156.873	124.355
<b>Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	4.153	5.058	4.566	5.648
<b>Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	8.563	8.630	9.027	8.364
<b>Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	54.486	54.486	55.942	55.942
<b>Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	208.069	208.047	213.521	210.118
<b>Contropartite dei DSP dell'FMI</b>	383.276	383.276	394.031	394.031
<b>Altre passività</b>	81.481	81.481	81.489	81.503
<b>Rivalutazioni</b>	2.493.806	2.733.235	2.735.628	2.687.871
<b>Capitale e riserve</b>	81.481	81.481	81.481	81.481
<b>Passività totali</b>	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 <sup>1)</sup>	Depositi <i>overnight</i> presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento principali			Operazioni di rifinanziamento marginale	
				Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile	Variazione	Livello	Variazione
		Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Livello	Livello			
		Livello 1	Variazione 2	Livello 3	Livello 4	Variazione 5	Livello 6	Variazione 7
1999	1 gen.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
	4 <sup>5)</sup>	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
	22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
	9 apr.	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
	5 nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000	4 feb.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
	17 mar.	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
	28 apr.	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
	9 giu.	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
	28 <sup>5)</sup>	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
	1 set.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
	6 ott.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001	11 mag.	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
	31 ago.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
	18 set.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
	9 nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002	6 dic.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003	7 mar.	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
	6 giu.	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005	6 dic.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006	8 mar.	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
	15 giu.	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
	9 ago.	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
	11 ott.	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
	13 dic.	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007	14 mar.	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
	13 giu.	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008	9 lug.	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
	8 ott.	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
	9 <sup>4)</sup>	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
	15 <sup>5)</sup>	3,25	...	3,75	-	-0,50	4,25	...
	12 nov.	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50
	10 dic.	2,00	-0,75	2,50	-	-0,75	3,00	-0,75
2009	21 gen.	1,00	-1,00	2,00	-	-0,50	3,00	...
	11 mar.	0,50	-0,50	1,50	-	-0,50	2,50	-0,50
	8 apr.	0,25	-0,25	1,25	-	-0,25	2,25	-0,25
	13 mag.	0,25	...	1,00	-	-0,25	1,75	-0,50
2011	13 apr.	0,50	0,25	1,25	-	0,25	2,00	0,25
	13 lug.	0,75	0,25	1,50	-	0,25	2,25	0,25
	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 <sup>1), 2)</sup>

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso			Aste a tasso variabile		Durata della operazione (giorni)
				Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Operazioni di rifinanziamento principali									
2011 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
14	291.629	197	291.629	1,00	-	-	-	-	7
21	169.024	146	169.024	1,00	-	-	-	-	7
28	144.755	171	144.755	1,00	-	-	-	-	7
2012 4 gen.	130.622	138	130.622	1,00	-	-	-	-	7
11	110.923	131	110.923	1,00	-	-	-	-	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine									
2011 11 ago. <sup>5)</sup>	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 <sup>5)</sup>	140.628	214	140.628	1,35	-	-	-	-	84
12 ott.	59.062	39	59.062	1,50	-	-	-	-	28
27 <sup>5)</sup>	56.934	181	56.934	-	-	-	-	-	371
27 <sup>5)</sup>	44.564	91	44.564	-	-	-	-	-	91
9 nov. <sup>5)</sup>	55.547	47	55.547	1,25	-	-	-	-	35
1 dic. <sup>5)</sup>	38.620	108	38.620	-	-	-	-	-	91
14	41.150	42	41.150	1,00	-	-	-	-	35
22 <sup>5)</sup>	29.741	72	29.741	-	-	-	-	-	98
22 <sup>5)6)</sup>	489.191	523	489.191	-	-	-	-	-	1.134

#### 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)
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso massimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2011 19 ott.	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
13	Raccolta di depositi a tempo determinato	260.883	137	258.029	-	-	1,25	1,05	1,03	1
14	Raccolta di depositi a tempo determinato	241.403	110	207.500	-	-	1,00	0,80	0,49	7
21	Raccolta di depositi a tempo determinato	257.035	106	211.000	-	-	1,00	0,75	0,53	7
28	Raccolta di depositi a tempo determinato	263.336	95	211.000	-	-	1,00	0,89	0,56	7
2012 4 gen.	Raccolta di depositi a tempo determinato	336.926	134	211.500	-	-	1,00	0,44	0,36	7
11	Raccolta di depositi a tempo determinato	376.720	131	213.000	-	-	1,00	0,34	0,32	7

Fonte: BCE.

- Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della sezione 1.1 per effetto di operazioni aggiudicate ma non regolate.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- A distanza di un anno, le controparti avranno l'opzione di rimborsare una quota qualsiasi della liquidità loro assegnata nell'operazione, purchè ciò avvenga nel giorno di regolamento di una operazione di rifinanziamento principale.

**1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità**

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

**1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva**

Periodo <sup>1)</sup>	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi a vista e depositi con durata prestabilita o rimborsabili con preavviso fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi con durata prestabilita o rimborsabili con preavviso oltre 2 anni	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	
2008	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7	
2009	18.318,2	9.808,5	760,4	2.475,7	1.170,1	4.103,5	
2010	18.948,1	9.962,6	644,3	2.683,3	1.335,4	4.322,5	
2011 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	
ott.	19.126,2	9.718,9	657,4	2.788,5	1.562,7	4.398,7	

**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	211,8	212,5	0,7	0,5	1,00
2010	207,7	212,2	4,5	0,0	1,25
2011 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	212,2	4,5	0,0	1,25
2012 17 gen.	207,0				

**3. Liquidità**

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità						Fattori di assorbimento di liquidità				Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema						Bancnote in circolazione	Conti delle amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)			
	Attività nette dell'Euro-sistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità <sup>2)</sup>	Depositi overnight presso l'Eurosistema				Altre operazioni di assorbimento di liquidità <sup>3)</sup>		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	622,1	238,0	389,0	4,4	260,3	253,7	200,5	869,4	63,8	-85,9	212,2	1.335,3
2011 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
13 dic.	622,1	238,0	389,0	4,4	260,3	253,7	200,5	869,4	63,8	-85,9	212,2	1.335,3

Fonte: BCE.

1) Fine periodo.

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

 3) L'aggregato include la liquidità assorbita come risultato delle operazioni di *swap* in valuta dell'Eurosistema. Per ulteriori dettagli, cfr. <http://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/index.en.html>.



## MONETA, BANCHE E ALTRE SOCIETÀ FINANZIARIE

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

#### 1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività <sup>3)</sup>
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Eurosistema</b>														
2009	2.829,9	1.489,8	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 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.	4.013,1	2.122,5	18,0	1,0	2.103,6	667,3	551,8	10,8	104,7	-	18,6	757,7	8,7	438,3
nov. <sup>4)</sup>	4.329,7	2.383,6	18,0	1,0	2.364,7	691,8	576,5	10,9	104,3	-	18,4	784,5	8,8	442,6
<b>IFM escluso l'Eurosistema</b>														
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.	31.740,4	17.879,0	1.152,7	11.223,9	5.502,4	4.690,3	1.457,7	1.472,2	1.760,3	61,6	1.251,5	4.295,5	228,9	3.333,6
3° trim.	33.661,5	18.446,2	1.145,8	11.296,6	6.003,8	4.674,1	1.416,1	1.458,3	1.799,7	58,4	1.229,9	4.420,8	230,3	4.601,7
2011 ago.	32.816,4	18.152,3	1.145,0	11.237,9	5.769,5	4.674,7	1.430,0	1.469,2	1.775,5	62,2	1.234,4	4.338,5	229,7	4.124,5
set.	33.661,5	18.446,2	1.145,8	11.296,6	6.003,8	4.674,1	1.416,1	1.458,3	1.799,7	58,4	1.229,9	4.420,8	230,3	4.601,7
ott.	33.346,6	18.438,6	1.145,4	11.267,0	6.026,1	4.714,8	1.393,6	1.518,3	1.802,9	55,9	1.226,5	4.277,6	230,8	4.402,5
nov. <sup>4)</sup>	33.403,8	18.538,1	1.144,4	11.256,3	6.137,4	4.711,8	1.382,5	1.524,7	1.804,7	56,3	1.227,9	4.281,9	231,2	4.356,6

#### 2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>4)</sup>	Obbligazioni <sup>5)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività <sup>3)</sup>
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosistema</b>											
2009	2.829,9	829,3	1.196,1	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 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.	4.013,1	889,2	2.068,0	66,4	10,6	1.991,0	-	0,0	477,1	177,5	401,3
nov. <sup>4)</sup>	4.329,7	892,7	2.367,8	60,9	12,0	2.294,9	-	0,0	489,4	178,2	401,8
<b>IFM escluso l'Eurosistema</b>											
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	2.045,5	4.220,4	3.978,5
2011 2° trim.	31.740,4	-	16.614,3	266,4	10.655,6	5.692,3	607,5	4.903,1	2.156,0	3.973,3	3.486,1
3° trim.	33.661,5	-	17.079,4	211,4	10.783,6	6.084,4	607,5	4.952,8	2.203,5	4.033,4	4.785,0
2011 ago.	32.816,4	-	16.818,8	187,1	10.711,5	5.920,2	622,7	4.908,7	2.198,8	3.988,7	4.278,7
set.	33.661,5	-	17.079,4	211,4	10.783,6	6.084,4	607,5	4.952,8	2.203,5	4.033,4	4.785,0
ott.	33.346,6	-	17.073,5	195,5	10.763,5	6.114,5	594,0	4.920,7	2.203,2	3.953,3	4.602,0
nov. <sup>4)</sup>	33.403,8	-	17.117,6	204,3	10.725,2	6.188,1	606,8	4.941,4	2.203,6	3.976,4	4.558,0

Fonte: BCE.

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

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

**1. Attività**

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività <sup>2)</sup>
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze</b>											
2009	23.848,2	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.	25.483,2	12.395,4	1.170,5	11.224,9	3.408,7	1.926,6	1.482,1	788,8	4.983,9	237,5	3.669,0
3° trim.	27.052,7	12.461,3	1.163,8	11.297,5	3.429,6	1.960,4	1.469,1	752,4	5.188,2	239,0	4.982,1
2011 ago.	26.423,5	12.401,5	1.162,7	11.238,8	3.424,5	1.944,8	1.479,7	765,3	5.115,5	238,4	4.478,4
set.	27.052,7	12.461,3	1.163,8	11.297,5	3.429,6	1.960,4	1.469,1	752,4	5.188,2	239,0	4.982,1
ott.	26.721,4	12.431,4	1.163,4	11.268,0	3.474,5	1.945,4	1.529,1	751,6	5.035,3	239,5	4.789,1
nov. <sup>3)</sup>	26.722,2	12.419,6	1.162,4	11.257,3	3.494,6	1.959,0	1.535,6	753,6	5.066,4	239,9	4.748,0
<b>Transazioni</b>											
2009	-633,9	16,1	29,4	-13,3	364,5	269,5	95,0	12,3	-464,3	7,8	-571,1
2010	600,2	413,0	206,3	206,7	142,5	144,8	-2,3	5,7	-109,0	2,4	145,5
2011 2° trim.	175,8	67,1	-37,2	104,3	29,1	50,5	-21,5	-3,1	36,4	1,9	44,4
3° trim.	1.379,5	46,7	-6,9	53,6	30,2	37,1	-6,9	-23,2	19,6	1,6	1.304,6
2011 ago.	559,7	-12,2	-14,0	1,7	28,0	31,8	-3,8	-8,8	69,7	0,1	482,9
set.	553,0	52,0	3,0	49,1	12,1	21,1	-8,9	-12,0	-12,4	0,6	512,5
ott.	-249,5	0,5	-0,3	0,8	38,3	-2,7	41,1	-3,9	-91,7	0,5	-193,2
nov. <sup>3)</sup>	-85,0	-20,3	-1,2	-19,2	42,2	37,3	4,9	4,7	-70,6	0,4	-41,5

**2. Passività**

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle amministrazioni centrali	Depositi di altre amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>3)</sup>	Obbligazioni <sup>4)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività <sup>2)</sup>	Eccesso di passività tra IFM rispetto alle attività
<b>Consistenze</b>										
2009	23.848,2	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	2.022,6	4.374,2	4.350,2	46,3
2011 2° trim.	25.483,2	819,7	339,0	10.666,8	545,9	3.026,6	2.086,1	4.130,8	3.857,5	10,9
3° trim.	27.052,7	831,2	261,5	10.790,2	549,0	3.048,3	2.183,8	4.222,8	5.182,3	-16,5
2011 ago.	26.423,5	823,4	256,6	10.720,2	560,4	3.029,7	2.205,1	4.165,1	4.668,6	-5,6
set.	27.052,7	831,2	261,5	10.790,2	549,0	3.048,3	2.183,8	4.222,8	5.182,3	-16,5
ott.	26.721,4	837,5	261,9	10.774,1	538,1	3.013,1	2.186,8	4.130,8	5.003,3	-24,2
nov. <sup>3)</sup>	26.722,2	841,4	265,1	10.737,3	550,5	3.032,4	2.200,4	4.154,6	4.959,7	-19,2
<b>Transazioni</b>										
2009	-633,9	45,8	-4,2	286,0	-12,5	-55,9	131,1	-589,3	-490,0	55,3
2010	600,2	38,6	11,8	331,6	-98,2	41,2	101,7	-25,4	164,1	34,7
2011 2° trim.	175,8	21,3	42,6	121,9	-21,9	34,4	29,1	-20,7	0,7	-31,7
3° trim.	1.379,5	11,5	-77,5	104,8	6,3	-16,6	49,6	-10,9	1.349,7	-37,2
2011 ago.	559,7	-4,7	-60,4	62,3	21,9	-5,6	10,0	43,5	488,5	4,2
set.	553,0	7,7	4,9	58,0	-11,1	-10,5	2,2	-34,4	551,4	-15,3
ott.	-249,5	6,3	0,5	-7,5	-10,9	-15,9	1,7	-38,4	-179,8	-5,5
nov. <sup>3)</sup>	-85,0	3,9	3,2	-46,9	12,6	-9,2	17,0	-42,5	-22,0	-1,1

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 <sup>1)</sup>

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

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

	M1		M2		M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro			Attività nette sull'estero <sup>3)</sup>				
	1	2	3	4	5				6	7	8		9	10	11	12
<b>Consistenze</b>																
2009	4.495,7	3.701,6	8.197,3	1.134,1	9.331,4	-	6.762,9	2.909,6	13.117,5	10.804,4	-	552,2				
2010	4.698,5	3.696,2	8.394,8	1.125,2	9.520,0	-	7.313,7	3.270,4	13.379,4	11.047,8	-	615,1				
2011 2° trim.	4.718,7	3.780,6	8.499,3	1.165,0	9.664,3	-	7.544,5	3.061,4	13.461,5	11.191,4	-	853,7				
3° trim.	4.783,0	3.821,7	8.604,7	1.230,5	9.835,3	-	7.709,1	3.121,0	13.505,1	11.268,1	-	959,3				
2011 ago.	4.782,0	3.801,0	8.582,9	1.223,2	9.806,1	-	7.685,7	3.112,7	13.506,3	11.247,0	-	949,9				
set.	4.783,0	3.821,7	8.604,7	1.230,5	9.835,3	-	7.709,1	3.121,0	13.505,1	11.268,1	-	959,3				
ott.	4.769,5	3.809,9	8.579,3	1.200,1	9.779,4	-	7.711,9	3.106,2	13.555,4	11.261,8	-	893,1				
nov. <sup>6)</sup>	4.788,9	3.801,0	8.590,0	1.184,9	9.774,9	-	7.723,9	3.125,8	13.528,0	11.254,0	-	903,2				
<b>Transazioni</b>																
2009	488,7	-368,0	120,7	-160,1	-39,5	-	410,9	306,9	93,2	-11,6	34,3	124,6				
2010	194,7	-12,8	181,9	-25,5	156,4	-	254,5	355,2	209,7	207,7	264,6	-83,6				
2011 2° trim.	8,5	33,5	41,9	12,4	54,3	-	73,5	-25,8	13,8	50,8	57,9	47,2				
3° trim.	56,8	35,8	92,6	71,7	164,3	-	69,2	62,6	44,0	57,6	69,4	23,8				
2011 ago.	50,5	10,9	61,4	55,7	117,0	-	26,5	36,3	29,3	35,6	37,7	17,3				
set.	-5,4	16,7	11,3	9,5	20,7	-	14,5	15,6	-8,3	11,5	9,9	16,3				
ott.	-10,5	-7,6	-18,1	-29,4	-47,5	-	21,1	-2,4	58,4	24,0	53,0	-58,7				
nov. <sup>6)</sup>	14,8	-12,4	2,4	-15,7	-13,2	-	-14,4	43,3	-34,7	-16,2	-13,0	-25,3				
<b>Variazioni percentuali</b>																
2009	12,2	-9,0	1,5	-11,8	-0,4	-0,2	6,5	11,8	0,7	-0,1	0,3	124,6				
2010	4,3	-0,4	2,2	-2,3	1,7	1,8	3,7	12,1	1,6	1,9	2,4	-83,6				
2011 2° trim.	1,3	3,7	2,3	-1,0	2,0	2,1	4,4	4,7	2,1	2,5	2,8	140,0				
3° trim.	2,0	3,1	2,5	5,8	2,9	2,8	4,2	5,6	1,5	2,5	2,7	193,7				
2011 ago.	1,7	3,3	2,4	5,5	2,8	2,6	4,3	5,4	1,6	2,5	2,7	181,3				
set.	2,0	3,1	2,5	5,8	2,9	2,8	4,2	5,6	1,5	2,5	2,7	193,7				
ott.	1,7	2,3	1,9	7,8	2,6	2,5	4,2	-0,5	2,1	2,7	3,0	223,9				
nov. <sup>6)</sup>	2,1	2,1	2,1	1,1	2,0	.	3,3	0,2	1,0	1,7	1,9	187,6				

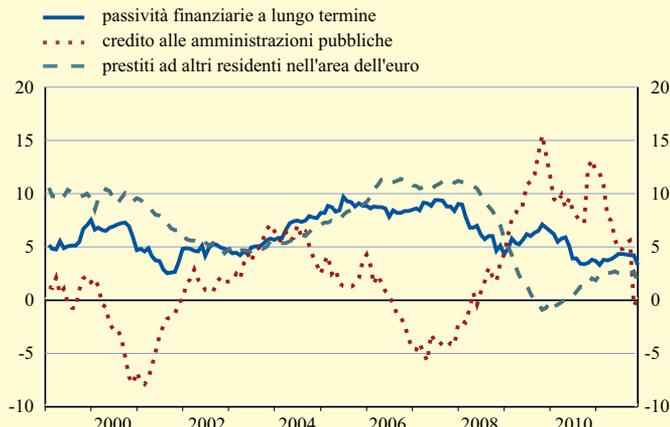
### F1 Aggregati monetari <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

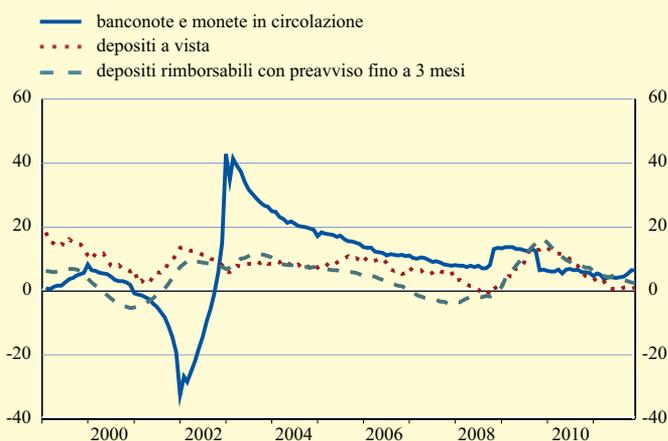
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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	3.904,9	1.781,3	1.914,9	433,8	570,2	121,2	2.753,6	118,4	2.436,0	2.005,8
2011 2° trim.	815,4	3.903,3	1.842,4	1.938,2	441,2	548,3	175,5	2.845,4	119,7	2.493,8	2.085,6
3° trim.	832,3	3.950,7	1.862,7	1.959,0	508,8	552,6	169,1	2.878,6	119,4	2.529,6	2.181,6
2011 ago.	825,4	3.956,6	1.847,1	1.953,9	499,8	549,7	173,8	2.849,0	119,9	2.509,8	2.207,1
set.	832,3	3.950,7	1.862,7	1.959,0	508,8	552,6	169,1	2.878,6	119,4	2.529,6	2.181,6
ott.	843,3	3.926,2	1.846,3	1.963,5	486,8	543,1	170,2	2.840,6	118,6	2.568,5	2.184,2
nov. <sup>(p)</sup>	847,3	3.941,6	1.829,2	1.971,9	464,3	549,2	171,5	2.866,7	115,6	2.550,4	2.191,2
Transazioni											
2009	44,3	444,4	-605,3	237,2	-12,6	-13,1	-134,4	78,7	9,0	194,0	129,1
2010	36,0	158,7	-125,7	112,9	95,3	-101,2	-19,6	62,1	-14,1	108,3	98,2
2011 2° trim.	12,7	-4,3	19,5	14,0	31,5	-19,7	0,7	31,0	0,0	16,7	25,7
3° trim.	16,9	39,9	15,1	20,7	74,6	7,3	-10,2	-1,3	-0,4	23,0	47,8
2011 ago.	9,1	41,3	1,5	9,4	44,3	15,0	-3,6	2,4	-0,1	9,6	14,7
set.	6,9	-12,3	11,7	5,0	11,2	3,2	-5,0	0,9	-0,5	16,1	-2,0
ott.	11,0	-21,4	-12,7	5,1	-21,7	-9,4	1,7	-19,4	-0,7	39,9	1,3
nov. <sup>(p)</sup>	4,0	10,8	-20,0	7,6	-22,8	6,3	0,9	-2,0	-2,1	-20,7	10,4
Variazioni percentuali											
2009	6,2	13,5	-24,2	15,1	-3,5	-1,9	-50,3	3,1	7,3	9,7	7,9
2010	4,8	4,2	-6,6	6,3	28,3	-15,1	-14,4	2,3	-10,7	4,7	5,3
2011 2° trim.	4,1	0,7	3,2	4,3	13,9	-12,7	9,9	4,6	-6,3	4,5	4,5
3° trim.	5,3	1,4	3,2	3,0	31,1	-9,5	2,8	3,6	-2,4	3,1	6,8
2011 ago.	4,5	1,1	3,0	3,5	31,2	-10,5	5,8	4,4	-3,9	2,8	6,6
set.	5,3	1,4	3,2	3,0	31,1	-9,5	2,8	3,6	-2,4	3,1	6,8
ott.	6,5	0,7	1,9	2,7	34,8	-8,9	8,5	2,5	-1,1	4,5	6,6
nov. <sup>(p)</sup>	6,5	1,2	1,6	2,6	12,4	-8,9	13,0	2,1	-2,0	2,8	6,0

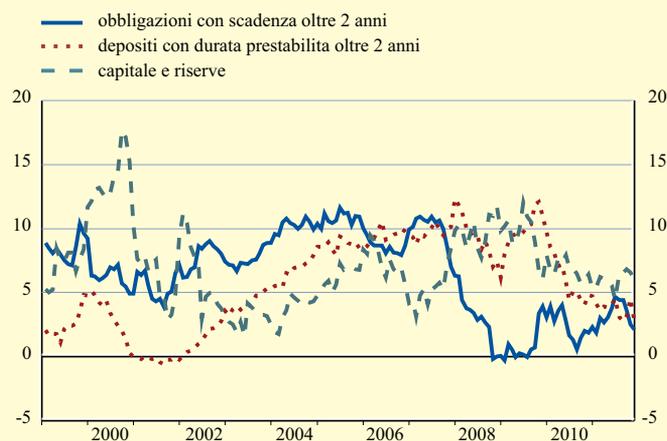
### F3 Componenti degli aggregati monetari <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

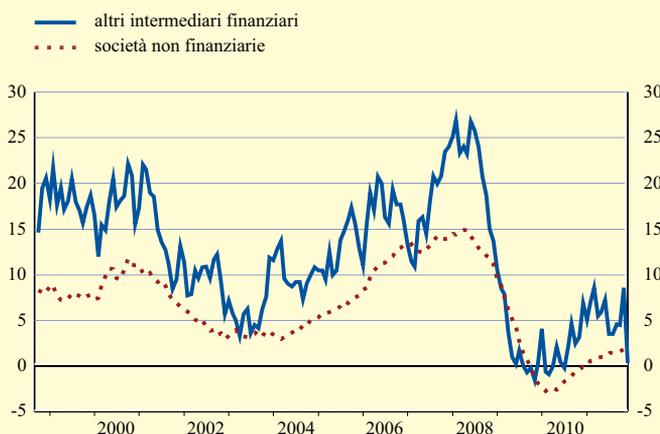
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari		Società non finanziarie			Famiglie <sup>3)</sup>				
	Totale	Totale	Totale	Prestiti corretti per cessioni e cartolarizzazioni <sup>4)</sup>	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti	
												Prestiti corretti per cessioni e cartolarizzazioni <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Consistenze</b>												
2009	89,0	1.072,3	4.690,9	-	1.187,8	937,6	2.565,5	4.952,2	-	631,3	3.546,6	774,3
2010	95,0	1.126,4	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	1.114,3	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	1.140,7	4.761,0	-	1.178,0	870,3	2.712,6	5.269,4	-	627,6	3.806,2	835,6
2011 ago.	99,1	1.148,9	4.735,2	-	1.168,5	867,8	2.699,0	5.263,7	-	629,8	3.798,2	835,7
set.	97,0	1.140,7	4.761,0	-	1.178,0	870,3	2.712,6	5.269,4	-	627,6	3.806,2	835,6
ott.	93,7	1.176,6	4.760,6	-	1.180,7	868,0	2.711,9	5.230,9	-	626,7	3.768,6	835,6
nov. <sup>(p)</sup>	93,2	1.162,9	4.757,7	-	1.176,9	865,6	2.715,2	5.240,1	-	626,0	3.777,9	836,2
<b>Transazioni</b>												
2009	-13,6	43,6	-106,7	-107,9	-181,1	-18,9	93,4	65,1	99,5	-1,0	51,4	14,7
2010	7,0	55,7	-2,1	45,7	-37,5	-26,2	61,6	147,1	155,7	-7,6	133,7	21,0
2011 2° trim.	1,0	-7,9	27,0	29,7	30,9	-17,1	13,2	30,6	34,4	-7,1	29,1	8,6
3° trim.	8,1	19,2	24,2	25,0	-0,7	1,4	23,4	6,1	17,6	-3,1	7,8	1,5
2011 ago.	8,1	10,1	9,7	9,9	1,6	1,2	7,0	7,7	9,7	1,0	5,8	1,0
set.	-2,1	-11,7	18,5	18,5	6,9	2,2	9,5	6,8	5,6	-0,7	7,6	-0,1
ott.	-3,2	38,0	7,0	8,6	4,6	-0,3	2,7	-17,7	9,7	-0,9	-17,7	0,9
nov. <sup>(p)</sup>	-0,6	-16,9	-7,2	-6,7	-5,5	-2,9	1,2	8,4	11,5	-0,5	8,2	0,7
<b>Variazioni percentuali</b>												
2009	-13,2	4,4	-2,2	-	-13,1	-2,0	3,8	1,3	-	-0,2	1,5	1,9
2010	8,0	5,1	0,0	1,0	-3,2	-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	4,2	-3,7	2,0	3,3	3,0	-1,8	4,4	2,5
3° trim.	9,8	4,5	1,6	2,2	4,0	-3,7	2,4	2,9	2,6	-1,9	3,9	2,3
2011 ago.	9,8	4,3	1,5	2,1	4,0	-3,5	2,1	2,9	2,7	-2,0	3,9	2,3
set.	9,8	4,5	1,6	2,2	4,0	-3,7	2,4	2,9	2,6	-1,9	3,9	2,3
ott.	5,7	8,5	1,8	2,2	4,6	-3,2	2,4	2,2	2,5	-1,9	3,0	2,2
nov. <sup>(p)</sup>	1,4	0,4	1,6	1,8	3,8	-3,1	2,2	2,1	2,3	-2,2	3,0	1,6

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

**2. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie**

	Società di assicurazione e fondi pensione				Altri intermediari finanziari				Società non finanziarie				
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
	1	2	3	4	5	6 Pronti contro termine con controparti centrali	7	8	9	10	11	12	13
<b>Consistenze</b>													
2010	86,2	66,6	5,2	14,4	1.104,7	142,9	587,7	206,4	310,6	4.667,2	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	1.168,0	178,1	631,3	207,4	329,3	4.754,9	1.176,5	870,6	2.707,7
2011 set.	98,3	78,8	5,2	14,2	1.168,0	178,1	631,3	207,4	329,3	4.754,9	1.176,5	870,6	2.707,7
ott.	95,3	76,1	5,3	13,8	1.187,1	212,2	648,4	206,4	332,3	4.750,8	1.174,3	868,3	2.708,2
nov. <sup>(p)</sup>	93,6	74,5	5,4	13,8	1.161,7	186,8	612,9	214,8	334,0	4.759,0	1.178,7	865,1	2.715,2
<b>Transazioni</b>													
2010	6,8	10,1	-1,8	-1,5	54,5	-	17,9	7,1	29,5	-2,3	-37,7	-26,2	61,5
2011 2° trim.	4,2	4,6	-0,1	-0,3	16,2	15,6	14,9	-5,0	6,2	36,1	39,3	-15,9	12,7
3° trim.	7,1	7,5	-0,4	0,0	31,5	25,1	26,7	1,5	3,3	10,0	-11,4	0,4	21,0
2011 set.	-1,5	-1,3	-0,1	0,0	11,9	3,3	10,9	0,4	0,7	26,2	17,4	3,4	5,4
ott.	-3,0	-2,7	0,1	-0,4	21,2	34,1	18,8	-0,4	2,8	3,3	-0,2	-0,4	3,8
nov. <sup>(p)</sup>	-1,7	-1,7	0,0	-0,1	-28,6	-25,4	-37,3	8,0	0,8	3,8	2,6	-3,6	4,8
<b>Variazioni percentuali</b>													
2010	8,5	17,5	-25,4	-9,1	5,0	-	2,9	3,2	10,4	0,0	-3,2	-2,8	2,4
2011 2° trim.	5,7	11,1	3,3	-15,9	3,5	21,2	2,6	-3,3	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 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.	5,7	11,1	-4,8	-14,2	8,6	58,5	14,3	-4,4	7,0	1,8	4,6	-3,2	2,4
nov. <sup>(p)</sup>	1,2	4,6	-6,8	-11,4	0,4	8,9	-1,6	-1,4	5,6	1,6	3,8	-3,1	2,2

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

	Totale	Credito al consumo			Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti					
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11 Imprese individuali	12	13	14
<b>Consistenze</b>														
2010	5.168,0	641,7	147,0	186,5	308,2	3.706,9	14,7	54,9	3.637,2	819,4	402,4	146,7	85,7	587,0
2011 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 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.	5.233,9	629,2	138,8	185,1	305,2	3.771,5	14,4	56,5	3.700,5	833,3	408,2	145,8	87,4	600,0
nov. <sup>(p)</sup>	5.242,0	627,2	137,7	184,8	304,7	3.775,3	14,3	56,8	3.704,1	839,5	410,0	150,5	87,3	601,7
<b>Transazioni</b>														
2010	147,4	-7,7	-4,8	-8,8	5,9	134,2	-0,6	-3,7	138,5	20,9	-	-6,9	-4,5	32,3
2011 2° trim.	47,7	-0,2	2,5	-2,0	-0,8	32,9	0,5	1,1	31,3	15,1	1,8	5,1	0,2	9,8
3° trim.	4,9	-4,6	-2,4	-0,8	-1,4	13,6	-0,1	1,3	12,5	-4,1	-1,3	-5,8	-0,8	2,6
2011 set.	12,4	0,5	-1,5	1,1	1,0	10,4	-0,2	0,3	10,3	1,5	-0,2	1,4	-0,2	0,2
ott.	-20,6	-0,6	0,0	-0,7	0,1	-18,9	-0,1	0,1	-19,0	-1,2	-1,4	-1,5	-0,3	0,6
nov. <sup>(p)</sup>	7,3	-1,8	-1,1	-0,3	-0,4	2,7	-0,2	0,3	2,5	6,4	1,6	4,6	-0,1	1,9
<b>Variazioni percentuali</b>														
2010	3,0	-1,2	-3,5	-4,5	2,0	3,8	-4,2	-6,2	4,0	2,7	-	-4,6	-5,1	5,9
2011 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	-2,0	-3,6	-0,8	3,9	-2,5	0,6	4,0	2,3	0,0	-0,1	-3,7	3,8
2011 set.	2,9	-1,9	-2,0	-3,6	-0,8	3,9	-2,5	0,6	4,0	2,3	0,0	-0,1	-3,7	3,8
ott.	2,2	-1,9	-1,9	-3,8	-0,7	3,0	-2,4	0,4	3,0	2,2	0,1	0,7	-3,2	3,4
nov. <sup>(p)</sup>	2,1	-2,2	-3,4	-3,7	-0,7	3,0	-4,0	0,4	3,0	1,6	-0,6	-1,4	-3,4	3,2

Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 3) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

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

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

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
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. <sup>(p)</sup>	1.145,8	343,5	224,0	553,7	24,7	3.155,0	2.132,4	1.022,7	62,7	960,0
<b>Transazioni</b>										
2009	30,5	-2,7	0,1	21,6	11,5	-384,4	-345,9	-38,2	-1,4	-36,9
2010	207,2	156,3	14,9	24,1	11,9	6,0	8,0	-2,3	0,6	-3,0
2010 4° trim.	138,6	126,6	1,6	8,8	1,5	-16,9	-2,4	-14,5	-2,0	-12,5
2011 1° trim.	-28,2	-34,3	4,4	4,9	-3,2	56,1	0,0	56,0	6,9	49,0
2° trim.	-36,5	-13,0	-6,5	-2,1	-14,9	44,4	21,8	22,6	6,1	16,6
3° trim. <sup>(p)</sup>	-7,1	-3,3	0,6	-2,1	-2,4	65,5	59,0	6,4	1,4	5,0
<b>Variazioni percentuali</b>										
2009	3,1	-1,2	0,1	4,2	51,9	-11,7	-15,1	-4,0	-2,9	-4,1
2010	20,6	67,1	7,1	4,6	35,1	0,6	0,5	-0,1	0,8	-0,2
2010 4° trim.	20,6	67,1	7,1	4,6	35,1	0,6	0,5	-0,1	0,8	-0,2
2011 1° trim.	14,3	44,7	9,6	3,4	0,6	0,5	-0,7	2,3	16,2	1,5
2° trim.	7,1	34,4	-1,1	1,4	-38,6	2,6	0,5	6,6	30,3	5,3
3° trim. <sup>(p)</sup>	6,2	29,1	0,0	1,8	-43,3	5,2	4,0	7,4	24,6	6,4

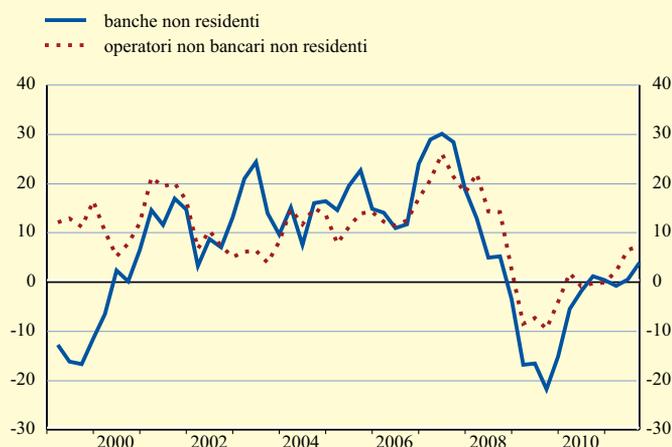
### F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

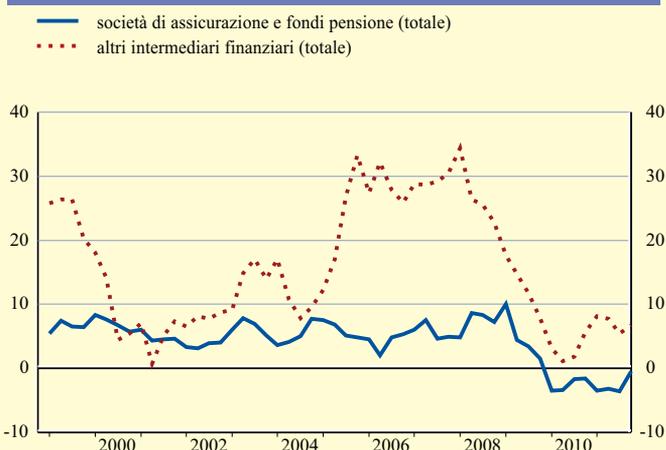
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari							
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	con controparti centrali
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Consistenze															
2009	738,5	84,1	86,9	543,7	2,2	1,4	20,2	1.871,2	311,7	335,1	957,5	15,9	0,0	250,9	-
2010	716,9	84,6	79,3	528,3	2,6	0,3	21,9	2.168,3	358,5	305,7	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	370,0	297,0	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	2.309,5	382,6	305,2	1.167,4	11,4	0,5	442,4	338,7
2011 ago.	718,0	87,1	82,6	523,3	3,7	0,2	21,1	2.256,8	370,4	305,3	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	2.309,5	382,6	305,2	1.167,4	11,4	0,5	442,4	338,7
ott.	724,1	93,2	87,8	520,3	3,8	0,2	18,7	2.295,9	382,0	292,9	1.187,9	10,9	0,4	421,7	325,4
nov. <sup>(p)</sup>	709,3	88,3	79,8	518,0	4,0	0,2	19,0	2.273,7	396,1	289,3	1.181,6	12,6	0,4	393,7	303,9
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	-3,3	-8,4	-16,6	0,2	0,0	1,6	156,9	45,1	-37,6	52,8	-8,0	0,4	104,2	-
2011 2° trim.	-2,6	1,7	-3,1	-2,7	0,3	0,0	1,3	39,5	-1,7	-6,8	3,0	0,7	-0,3	44,6	50,2
3° trim.	17,5	3,3	16,4	-3,9	0,4	0,0	1,3	86,3	10,3	5,0	7,3	-1,1	0,2	64,7	48,6
2011 ago.	10,3	4,3	7,1	0,0	0,0	0,0	-1,0	65,6	11,0	4,4	4,4	0,2	0,2	45,4	32,8
set.	3,1	0,9	6,0	-3,2	0,0	0,0	-0,5	46,2	10,1	-3,1	12,0	-0,4	0,0	27,6	24,3
ott.	4,7	5,0	-0,7	0,1	0,1	0,0	0,2	-9,2	0,7	-10,4	21,4	-0,5	0,0	-20,4	-13,2
nov. <sup>(p)</sup>	-12,3	-5,1	-5,1	-2,3	0,2	0,0	-0,1	-30,8	12,5	-8,1	-8,7	1,7	0,0	-28,2	-21,7
Variazioni percentuali															
2009	-3,5	-1,1	-26,4	1,2	96,8	-	-11,8	3,1	1,5	-22,0	10,0	30,1	-	27,4	-
2010	-3,6	-3,4	-9,6	-3,0	9,7	-	7,8	8,1	14,4	-11,1	4,9	-48,5	-	41,1	-
2011 2° trim.	-3,7	-5,7	-10,6	-2,2	26,4	-	-6,6	5,4	1,1	1,4	4,7	5,4	-	15,8	33,1
3° trim.	-0,5	4,3	3,6	-2,3	28,7	-	8,1	6,7	1,5	-1,3	2,6	2,8	-	33,8	47,4
2011 ago.	-1,3	2,3	-5,9	-1,9	38,3	-	17,4	6,0	1,6	-1,4	1,6	5,0	-	33,9	43,5
set.	-0,5	4,3	3,6	-2,3	28,7	-	8,1	6,7	1,5	-1,3	2,6	2,8	-	33,8	47,4
ott.	0,9	10,2	6,9	-1,7	37,2	-	2,1	7,6	3,3	-9,6	5,3	-3,0	-	39,3	58,9
nov. <sup>(p)</sup>	0,6	4,3	8,9	-1,7	45,1	-	9,4	2,0	3,9	-11,6	1,7	18,7	-	13,0	17,2

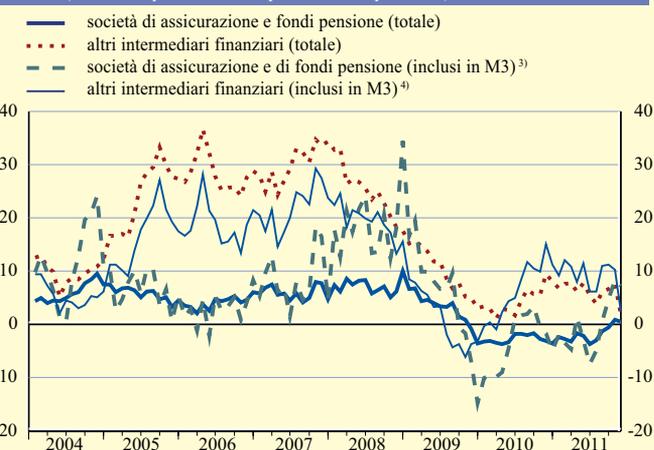
### F9 Depositi totali per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 3) Ricomprende i depositi nelle colonne 2, 3, 5 e 7.
- 4) Ricomprende i depositi nelle colonne 9, 10, 12 e 14.

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

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

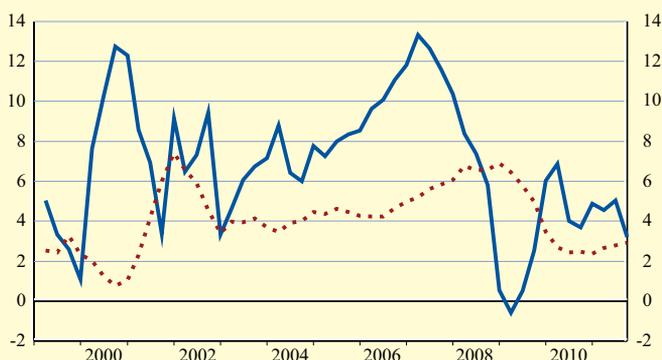
### 2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie <sup>3)</sup>						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze														
2009	1.601,2	999,2	434,5	80,7	68,7	1,7	16,3	5.601,7	2.156,9	996,5	607,1	1.680,2	123,7	37,3
2010	1.670,7	1.036,4	455,5	87,2	75,8	1,5	14,2	5.739,1	2.244,5	901,0	665,0	1.788,5	110,3	29,8
2011 2° trim.	1.657,4	1.013,4	453,9	94,8	77,3	2,0	15,8	5.822,9	2.258,3	904,4	701,2	1.816,1	109,4	33,5
3° trim.	1.663,6	999,2	471,0	96,7	76,5	1,7	18,5	5.835,4	2.240,4	921,9	709,8	1.820,6	109,0	33,9
2011 ago. set.	1.654,0	995,9	464,5	95,1	77,4	1,7	19,5	5.830,5	2.236,3	918,6	707,0	1.824,2	109,4	35,1
ott.	1.663,6	999,2	471,0	96,7	76,5	1,7	18,5	5.835,4	2.240,4	921,9	709,8	1.820,6	109,0	33,9
nov. <sup>4)</sup>	1.663,8	998,3	472,1	97,3	74,5	2,0	19,6	5.833,7	2.234,6	925,7	712,0	1.820,2	108,8	32,3
nov. <sup>5)</sup>	1.660,3	1.001,4	460,9	97,6	78,9	1,9	19,6	5.824,9	2.223,2	934,9	713,0	1.815,7	107,2	30,8
Transazioni														
2009	91,0	112,3	-70,2	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	132,9	81,7	-98,9	58,7	113,6	-14,6	-7,5
2011 2° trim.	11,6	12,1	-5,2	4,0	-0,9	0,0	1,5	55,9	35,1	-2,0	18,8	2,7	-0,9	2,1
3° trim.	2,9	-17,3	17,1	1,8	-0,9	-0,4	2,6	4,6	-19,0	15,6	3,7	4,4	-0,4	0,4
2011 ago. set.	0,4	-7,3	6,5	-0,4	0,9	-0,3	0,9	-19,6	-25,6	4,7	-2,9	4,4	-0,1	-0,2
ott.	6,9	0,6	6,8	1,5	-0,9	-0,1	-1,0	2,8	3,2	2,2	2,8	-3,8	-0,4	-1,2
nov. <sup>4)</sup>	2,8	0,6	2,0	0,7	-1,9	0,3	1,1	-0,6	-5,7	4,4	2,2	0,2	-0,1	-1,6
nov. <sup>5)</sup>	-6,3	0,8	-11,9	0,1	4,8	-0,1	0,0	-10,2	-12,1	8,6	1,0	-5,6	-0,7	-1,5
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	-10,1	-12,8	2,4	3,8	-9,9	9,7	6,8	-11,7	-20,2
2011 2° trim.	5,0	1,6	11,6	16,7	2,3	-1,5	6,0	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	-19,9	31,2	2,9	1,5	2,4	7,5	3,4	-1,7	8,0
2011 ago. set.	3,8	0,9	8,6	13,8	-1,7	-16,1	37,4	2,8	1,1	1,9	7,4	3,8	-3,2	10,2
ott.	3,2	0,3	8,3	12,0	-2,5	-19,9	31,2	2,9	1,5	2,4	7,5	3,4	-1,7	8,0
nov. <sup>4)</sup>	2,6	0,5	5,2	12,7	-4,4	-3,4	44,7	2,5	0,5	2,8	7,4	3,2	-0,6	4,8
nov. <sup>5)</sup>	1,6	0,0	3,2	11,8	-1,5	-2,8	17,2	2,6	0,8	3,9	7,4	2,7	-1,7	3,4

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

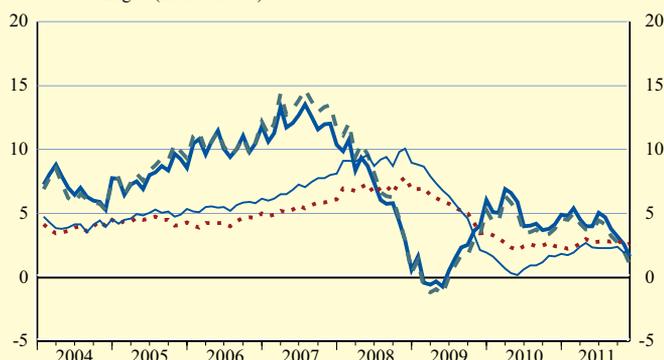
— società non finanziarie (totale)  
 ..... famiglie (totale)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

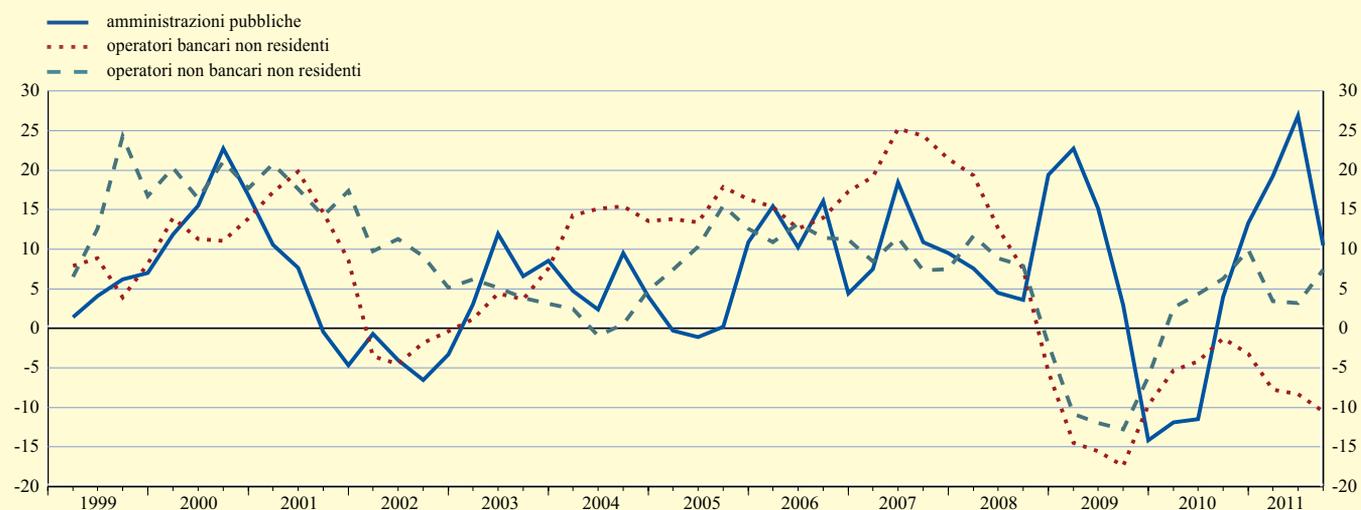
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
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. <sup>(p)</sup>	464,8	211,4	54,3	111,4	87,8	3.346,4	2.298,8	1.047,6	50,0	997,7
<b>Transazioni</b>										
2009	-62,8	-36,2	-8,7	-2,5	-15,0	-329,9	-274,8	-55,0	-4,5	-50,5
2010	50,0	47,4	4,3	-4,9	2,9	0,2	-84,4	84,6	7,5	77,1
2010 4° trim.	5,4	19,3	-11,0	-2,3	-0,5	-102,8	-108,3	5,5	-2,7	8,2
2011 1° trim.	50,4	43,4	4,7	-2,4	4,7	-77,2	-71,7	-5,6	-3,6	-1,9
2° trim.	45,7	30,9	2,7	3,9	8,2	-19,8	-41,6	21,8	6,4	15,4
3° trim. <sup>(p)</sup>	-56,9	-55,1	-1,0	-1,2	0,2	0,4	-49,4	49,7	1,4	48,4
<b>Variazioni percentuali</b>										
2009	-14,1	-18,9	-16,7	-2,1	-17,4	-8,7	-9,7	-6,2	-6,9	-6,1
2010	13,3	32,2	9,9	-4,3	4,1	0,3	-3,3	9,9	12,7	9,6
2010 4° trim.	13,3	32,2	9,9	-4,3	4,1	0,3	-3,3	9,9	12,7	9,6
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	-8,3	3,2	5,0	3,1
3° trim. <sup>(p)</sup>	10,5	21,6	-7,8	-1,8	17,0	-5,5	-10,5	7,4	3,3	7,6

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 3) Il termine "banche", riferito a entità non residenti nell'area dell'euro, viene utilizzato in questa tavola per indicare istituzioni di natura simile alle IFM.

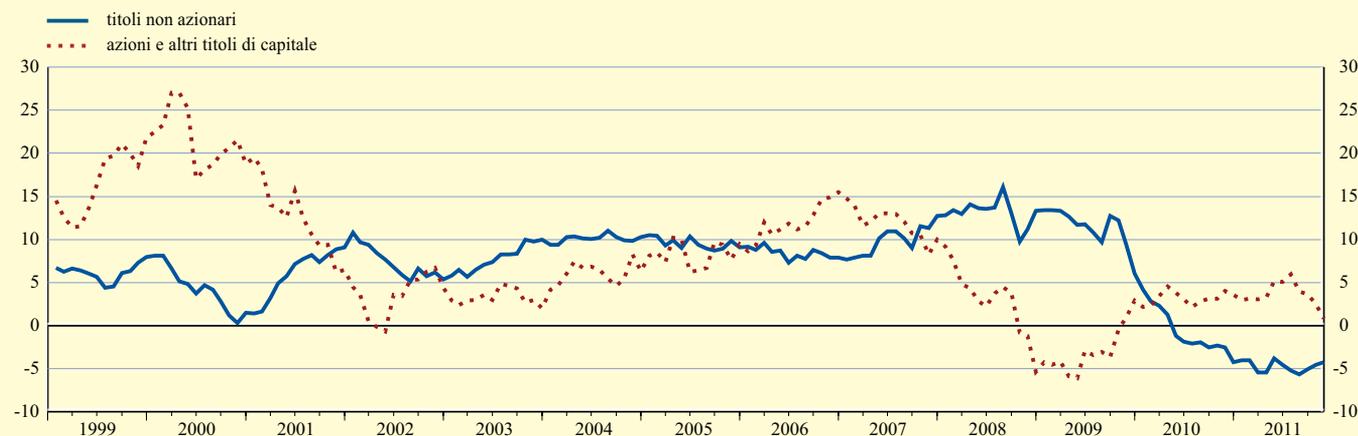
## 2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM <sup>1), 2)</sup>

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

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Consistenze</b>												
2009	6.207,8	1.970,8	109,1	1.466,1	16,0	1.458,6	39,4	1.147,8	1.516,3	435,0	801,0	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.	5.663,4	1.669,6	90,7	1.436,9	20,7	1.448,0	24,2	973,1	1.563,3	476,0	775,5	311,8
3° trim.	5.635,3	1.706,9	92,8	1.393,8	22,3	1.433,2	25,0	961,2	1.530,5	489,3	740,6	300,5
2011 ago.	5.611,5	1.690,2	85,2	1.406,3	23,8	1.442,1	27,1	936,8	1.535,3	481,2	753,1	300,9
set.	5.635,3	1.706,9	92,8	1.393,8	22,3	1.433,2	25,0	961,2	1.530,5	489,3	740,6	300,5
ott.	5.653,5	1.709,9	93,0	1.371,7	21,9	1.493,4	24,9	938,7	1.522,6	487,3	739,2	296,1
nov. <sup>(p)</sup>	5.653,3	1.707,3	97,4	1.360,6	21,9	1.498,0	26,7	941,5	1.521,3	486,5	741,4	293,4
<b>Transazioni</b>												
2009	354,9	83,5	16,6	231,0	-3,2	103,0	-12,0	-64,0	42,9	29,1	11,6	2,3
2010	-268,6	-167,1	-6,9	42,8	-2,0	10,2	-14,8	-130,8	54,4	28,2	5,2	20,9
2011 2° trim.	-29,0	-33,8	6,3	45,5	1,0	-18,1	-3,6	-26,3	44,7	36,7	-3,2	11,2
3° trim.	-48,5	37,0	0,3	-43,4	0,3	-7,1	-0,7	-34,9	-13,6	17,2	-23,2	-7,6
2011 ago.	-13,0	32,7	-3,4	-18,7	3,5	-6,8	2,8	-23,1	-16,0	1,9	-8,8	-9,2
set.	-0,8	17,0	4,2	-10,8	-2,5	-6,0	-3,3	0,7	-2,4	8,8	-12,0	0,8
ott.	19,4	1,3	2,3	-15,6	0,2	40,5	0,6	-10,0	-10,0	-2,0	-3,9	-4,2
nov. <sup>(p)</sup>	-3,8	3,5	1,9	1,4	-0,8	3,8	0,9	-14,5	3,1	0,2	4,3	-1,5
<b>Variazioni percentuali</b>												
2009	6,0	4,4	17,5	18,7	-15,9	7,6	-23,1	-5,3	2,9	7,0	1,5	0,8
2010	-4,3	-8,5	-5,5	2,9	-11,1	0,7	-35,4	-11,1	3,6	6,5	0,6	7,5
2011 2° trim.	-4,6	-9,3	7,8	1,2	23,1	-1,9	2,1	-9,5	5,1	9,9	3,2	2,8
3° trim.	-5,1	-4,9	8,0	-1,0	24,8	-4,4	-16,9	-13,0	3,6	13,4	-1,0	1,0
2011 ago.	-5,6	-7,1	-0,7	-0,2	48,7	-4,1	13,3	-14,2	4,0	11,4	0,6	1,7
set.	-5,1	-4,9	8,0	-1,0	24,8	-4,4	-16,9	-13,0	3,6	13,4	-1,0	1,0
ott.	-4,6	-2,3	6,8	-8,3	49,6	-0,1	-6,3	-10,6	2,5	12,7	-2,2	-0,5
nov. <sup>(p)</sup>	-4,3	-3,1	6,7	-5,5	28,8	-2,1	0,7	-9,3	0,9	11,8	-3,8	-3,2

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

	IFM <sup>3)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute (consistenze)	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute (consistenze)	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Prestiti a</b>														
<i>Residenti nell'area dell'euro</i>														
2009	5.916,1	-	-	-	-	-	-	11.785,6	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.	5.502,4	-	-	-	-	-	-	12.376,6	96,2	3,8	1,8	0,2	1,1	0,4
3° trim.	6.003,8	-	-	-	-	-	-	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.	2.132,4	44,2	55,8	34,7	2,8	3,3	9,0	1.022,7	40,0	60,0	41,3	2,2	3,3	7,0
<b>Titoli non azionari</b>														
<i>Emessi da residenti nell'area dell'euro</i>														
2009	2.079,9	94,8	5,2	3,1	0,2	0,3	1,4	2.980,2	98,1	1,9	1,2	0,2	0,1	0,3
2010	1.885,8	94,3	5,7	3,3	0,1	0,3	1,7	3.052,8	98,6	1,4	0,8	0,1	0,1	0,4
2011 2° trim.	1.760,3	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.	1.799,7	94,8	5,2	2,6	0,1	0,3	1,8	2.874,4	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.	493,0	53,1	46,9	24,9	0,3	0,6	15,7	480,2	33,9	66,1	38,6	5,3	0,8	12,4
3° trim.	478,6	54,7	45,3	21,8	0,3	0,4	17,1	482,8	32,6	67,4	39,2	6,0	0,8	12,5
<b>Depositi di</b>														
<i>Residenti nell'area dell'euro</i>														
2009	6.281,6	92,9	7,1	4,4	0,3	1,2	0,7	10.187,4	97,0	3,0	1,9	0,2	0,1	0,4
2010	5.774,9	92,9	7,1	4,1	0,3	1,3	0,8	10.722,6	97,1	2,9	1,9	0,2	0,1	0,4
2011 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	10.995,0	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	59,1	40,9	28,6	1,5	1,7	4,6

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

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

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

### 1. Attività

	Totale	Depositi e prestiti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale (escl. quote di fondi di investimento/fondi comuni monetari)	Fondi di investimento/fondi comuni monetari	Attività non finanziarie	Altre attività (incl. prodotti finanziari derivati)
	1	2	3	4	5	6	7
Consistenze in essere							
2011 apr.	6.380,6	391,4	2.353,2	1.991,8	890,8	224,3	529,0
mag.	6.431,0	392,2	2.399,8	1.992,2	897,8	224,9	524,0
giu.	6.352,7	390,6	2.386,8	1.958,6	886,8	224,9	505,0
lug.	6.435,7	394,8	2.420,4	1.943,8	891,5	226,5	558,6
ago.	6.192,9	411,8	2.382,8	1.736,5	840,2	227,9	593,8
set.	6.072,2	420,9	2.383,0	1.632,4	830,0	229,5	576,4
ott. <sup>(p)</sup>	6.190,4	423,1	2.370,0	1.734,1	842,7	227,5	593,1
Transazioni							
2011 1° trim.	110,1	19,2	25,2	14,9	8,4	2,4	40,0
2° trim.	68,9	5,6	38,2	25,9	12,3	5,8	-18,9
3° trim.	-6,3	29,0	-21,3	-42,0	-16,8	2,8	41,9

### 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 apr.	6.380,6	126,9	5.814,3	4.507,7	676,9	1.306,6	439,3
mag.	6.431,0	126,8	5.861,2	4.532,4	682,9	1.328,8	443,0
giu.	6.352,7	121,0	5.790,3	4.466,8	672,6	1.323,5	441,4
lug.	6.435,7	122,3	5.825,8	4.465,3	672,8	1.360,6	487,6
ago.	6.192,9	128,6	5.545,2	4.267,8	621,7	1.277,4	519,1
set.	6.072,2	125,1	5.416,4	4.162,3	602,2	1.254,1	530,7
ott. <sup>(p)</sup>	6.190,4	130,4	5.520,5	4.224,6	613,9	1.295,9	539,5
Transazioni							
2011 1° trim.	110,1	12,0	55,4	27,1	4,1	28,3	42,8
2° trim.	68,9	-2,9	79,0	25,8	9,6	53,3	-7,3
3° trim.	-6,3	6,4	-45,2	-56,0	-32,9	10,8	32,5

### 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 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.	5.814,3	1.797,4	1.724,8	1.429,1	269,6	113,3	480,2	5.728,8	85,5	1.070,8
mag.	5.861,2	1.825,3	1.729,6	1.438,2	271,2	114,5	482,5	5.775,6	85,6	1.090,1
giu.	5.790,3	1.812,5	1.689,6	1.424,5	272,5	112,5	478,8	5.703,5	86,8	1.047,5
lug.	5.825,8	1.836,8	1.674,4	1.434,3	287,0	116,2	477,3	5.737,3	88,6	1.032,5
ago.	5.545,2	1.807,2	1.495,2	1.381,7	286,2	114,1	460,8	5.456,9	88,4	1.060,3
set.	5.416,4	1.786,1	1.413,9	1.386,8	286,5	119,2	424,0	5.327,2	89,2	1.066,9
ott. <sup>(p)</sup>	5.520,5	1.787,1	1.499,8	1.405,7	288,2	115,8	423,8	5.438,4	82,1	1.049,5
Transazioni										
2011 apr.	42,4	9,4	13,4	13,3	2,0	1,0	3,4	41,1	1,4	5,8
mag.	27,8	9,8	9,7	5,9	-0,2	-1,0	3,6	28,1	-0,3	8,1
giu.	8,8	2,1	2,1	1,5	2,8	-0,3	0,6	6,8	2,0	-36,9
lug.	36,4	12,0	5,6	2,5	13,3	2,0	1,0	34,9	1,5	-20,0
ago.	-49,0	-14,0	-22,8	-10,8	0,8	-0,2	-2,0	-49,0	0,0	32,8
set.	-32,6	-16,3	-11,1	-4,9	1,1	0,6	-2,0	-32,9	0,3	-12,3
ott. <sup>(p)</sup>	-25,6	-2,1	-6,6	-6,4	-0,2	-0,8	-9,5	-18,9	-6,7	-7,5

Fonte: BCE.

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

**2.9 Titoli di debito detenuti dai fondi di investimento <sup>1)</sup>, suddivisi per emittente**

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

**1. Titoli non azionari**

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
	Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze in essere</b>											
2010 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. <sup>(p)</sup>	2.383,0	1.413,6	380,7	682,1	184,1	4,7	162,0	969,4	252,3	369,7	18,7
<b>Transazioni</b>											
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	7,7	3,6
3° trim. <sup>(p)</sup>	-21,3	-16,9	-5,8	1,3	-7,7	-0,3	-4,3	-4,5	6,0	-4,1	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
<b>Consistenze in essere</b>											
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. <sup>(p)</sup>	1.632,4	615,4	53,3	-	35,7	20,4	506,0	1.017,0	141,8	323,6	72,5
<b>Transazioni</b>											
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. <sup>(p)</sup>	-42,0	-8,9	-4,9	-	-0,7	0,2	-3,5	-33,1	-5,1	-11,8	-3,2

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

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
	Totale	IFM <sup>2)</sup>	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari <sup>2)</sup>	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze in essere</b>											
2010 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. <sup>(p)</sup>	830,0	697,5	95,3	-	602,2	-	-	132,4	20,1	42,6	0,5
<b>Transazioni</b>											
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. <sup>(p)</sup>	-16,8	-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 <sup>1)</sup>	Altri intermediari finanziari, società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie						Amministrazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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 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 4° trim.	6.158,6	800,7	478,6	2.292,9	819,1	1.088,2	93,9	245,7	184,8	154,5
2009 1° trim.	6.188,0	797,2	493,7	2.361,0	785,6	1.071,9	101,6	244,1	176,2	156,7
2° trim.	6.329,9	782,8	487,7	2.384,4	818,9	1.200,3	89,7	248,6	162,1	155,3
3° trim.	6.517,3	784,2	483,4	2.424,9	792,4	1.377,3	86,0	252,0	163,2	153,8
4° trim.	6.642,1	786,9	477,9	2.462,8	804,3	1.456,7	86,4	256,2	158,1	152,8
2010 1° trim.	6.864,3	784,5	486,3	2.575,8	815,3	1.534,1	83,4	267,1	169,4	148,4
2° trim.	6.891,1	785,5	488,9	2.613,5	792,7	1.518,4	79,8	272,1	190,2	150,1
3° trim.	7.060,3	783,2	498,0	2.698,8	807,4	1.559,7	75,3	272,9	215,1	149,9
4° trim.	6.978,8	774,1	501,6	2.642,2	823,1	1.579,1	65,3	271,8	170,0	151,5
2011 1° trim.	7.050,6	775,1	499,7	2.676,3	826,6	1.602,0	63,5	279,0	174,3	154,1
2° trim.	7.073,9	778,4	506,8	2.691,8	830,6	1.605,3	66,8	269,5	171,8	153,0
3° trim.	7.060,5	793,6	498,8	2.714,4	780,2	1.553,4	74,6	267,4	225,2	152,9

**2. Titoli non azionari**

	Totale	Emessi da residenti nell'area dell'euro					Emessi da non residenti nell'area dell'euro	
		Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazioni fondi comuni		Società non finanziarie
	1	2	3	4	5	6	7	8
2008 4° trim.	2.292,9	1.874,6	505,9	1.014,0	207,0	11,4	136,4	418,3
2009 1° trim.	2.361,0	1.939,5	531,1	1.040,5	218,3	13,5	136,1	421,5
2° trim.	2.384,4	1.987,6	541,7	1.060,8	231,2	15,0	139,0	396,8
3° trim.	2.424,9	2.021,7	552,6	1.086,7	229,4	15,1	137,8	403,2
4° trim.	2.462,8	2.053,6	543,8	1.114,4	239,3	16,7	139,5	409,2
2010 1° trim.	2.575,8	2.157,9	578,5	1.184,6	231,7	16,2	146,9	417,9
2° trim.	2.613,5	2.190,3	581,7	1.196,8	244,3	16,6	150,9	423,1
3° trim.	2.698,8	2.271,6	593,4	1.242,3	264,1	19,5	152,4	427,2
4° trim.	2.642,2	2.218,7	594,3	1.215,0	236,1	17,7	155,5	423,5
2011 1° trim.	2.676,3	2.260,2	617,3	1.208,6	261,9	19,0	153,5	416,0
2° trim.	2.691,8	2.266,7	638,0	1.229,6	223,5	16,1	159,5	425,1
3° trim.	2.714,4	2.289,6	640,4	1.236,2	235,6	17,4	160,1	424,8

**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 4° trim.	6.123,7	348,8	31,7	422,1	5.178,6	2.909,2	1.445,8	823,6	142,6	34,8
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	58,2
2° trim.	6.215,9	321,6	33,1	395,1	5.325,5	3.005,5	1.477,4	842,6	140,6	114,1
3° trim.	6.363,7	303,8	36,1	440,0	5.438,6	3.094,8	1.501,7	842,2	145,1	153,6
4° trim.	6.441,3	284,6	39,5	436,2	5.527,8	3.168,6	1.519,8	839,3	153,3	200,8
2010 1° trim.	6.622,5	293,6	39,5	455,4	5.676,6	3.255,9	1.560,2	860,5	157,5	241,7
2° trim.	6.661,4	298,9	40,9	427,9	5.733,7	3.281,4	1.589,1	863,2	160,0	229,7
3° trim.	6.774,7	315,0	39,8	435,7	5.829,0	3.338,9	1.629,5	860,5	155,2	285,6
4° trim.	6.816,8	284,5	42,3	444,6	5.895,6	3.381,8	1.651,3	862,4	149,8	162,0
2011 1° trim.	6.919,1	304,2	40,1	459,7	5.965,0	3.414,1	1.664,5	886,3	150,0	131,5
2° trim.	6.933,4	305,6	43,2	447,4	5.987,2	3.437,1	1.674,4	875,6	149,9	140,6
3° trim.	6.892,2	311,4	42,4	401,5	5.972,6	3.422,1	1.678,9	871,6	164,3	168,3

Fonte: BCE.



## CONTI DELL'AREA DELL'EURO

### 3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale

(miliardi di euro)

Impieghi	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>2° trim. 2011</b>						
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						569
Saldo commerciale <sup>1)</sup>						-10
<b>Formazione del conto dei redditi</b>						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	1.168	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 <sup>1)</sup>	550	283	231	36	0	
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>						
Margine operativo lordo e reddito misto						6
Redditi da lavoro dipendente						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	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 <sup>1)</sup>	1.977	1.711	-11	51	226	
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
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 <sup>1)</sup>	1.957	1.535	-69	53	439	
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
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 <sup>1)</sup>	91	189	-70	39	-68	18
<b>Conto capitale</b>						
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) <sup>1)</sup>	-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
<b>2° trim. 2011</b>						
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						559
<i>Saldo commerciale</i>						
<b>Formazione del conto dei redditi</b>						
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) <sup>2)</sup>	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>						
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>						
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>						
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
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>						
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
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>						
<b>Conto capitale</b>						
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
<b>2° trim. 2011</b>								
<b>Bilancio di apertura: attività finanziarie</b>								
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>								
<b>Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie</b>								
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>								
<b>Conto delle altre variazioni: attività finanziarie</b>								
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>								
<b>Bilancio di chiusura: attività finanziarie</b>								
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
<b>2° trim. 2011</b>								
<b>Bilancio di apertura: passività finanziarie</b>								
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	
<b>Conto finanziario, transazioni in passività</b>								
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
<b>Conto delle altre variazioni: passività finanziarie</b>								
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
<b>Bilancio di chiusura: passività finanziarie</b>								
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
<b>Formazione del conto dei redditi</b>								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)								
Redditi da lavoro dipendente	4.280	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> <sup>1)</sup>	2.393	2.358	2.111	2.159	2.179	2.207	2.234	2.249
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Redditi da lavoro dipendente								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Redditi da capitale	3.678	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> <sup>1)</sup>	7.771	7.806	7.525	7.614	7.672	7.725	7.794	7.860
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
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> <sup>1)</sup>	7.678	7.704	7.416	7.500	7.554	7.610	7.679	7.747
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
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> <sup>1)</sup>	786	559	270	280	291	303	324	346
<b>Conto capitale</b>								
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> <sup>1)</sup>	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
<b>Formazione del conto dei redditi</b>								
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) <sup>2)</sup>	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>								
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>								
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>								
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
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>								
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
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>								
<b>Conto capitale</b>								
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
<b>Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta</b>								
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
= <b>Reddito lordo disponibile</b>	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
= <b>Risparmio lordo</b>	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
= <b>Variazioni nella ricchezza netta</b>	1.713	-1.486	101	1.314	1.501	1.506	1.191	967
<b>Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta</b>								
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 <sup>1)</sup>	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
= <b>Variazioni nella ricchezza netta</b>	1.713	-1.486	101	1.314	1.501	1.506	1.191	967
<b>Bilancio finanziario</b>								
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 <sup>1)</sup>	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
= <b>Ricchezza finanziaria netta</b>	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
<b>Reddito e risparmio</b>								
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
= <b>Margine operativo lordo (+)</b>	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
= <b>Margine operativo netto (+)</b>	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
= <b>Reddito lordo di impresa (+)</b>	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
= <b>Risparmio netto</b>	145	18	8	77	89	96	86	95
<b>Investimento, finanziamento e risparmio</b>								
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 <sup>1)</sup>	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
= <b>Risparmio netto</b>	145	18	8	77	89	96	86	95
<b>Bilancio finanziario</b>								
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 <sup>1)</sup>	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
<b>Conto finanziario, transazioni finanziarie</b>								
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 <sup>1)</sup>	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
<b>= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni</b>	<b>14</b>	<b>50</b>	<b>48</b>	<b>20</b>	<b>15</b>	<b>-10</b>	<b>-21</b>	<b>-24</b>
<b>Conto delle altre variazioni</b>								
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
<b>= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</b>	<b>-45</b>	<b>-36</b>	<b>45</b>	<b>30</b>	<b>51</b>	<b>-5</b>	<b>-33</b>	<b>-26</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
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 <sup>1)</sup>	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
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>-170</b>	<b>-156</b>	<b>-63</b>	<b>-27</b>	<b>2</b>	<b>-78</b>	<b>-82</b>	<b>-77</b>

Fonte: BCE.

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

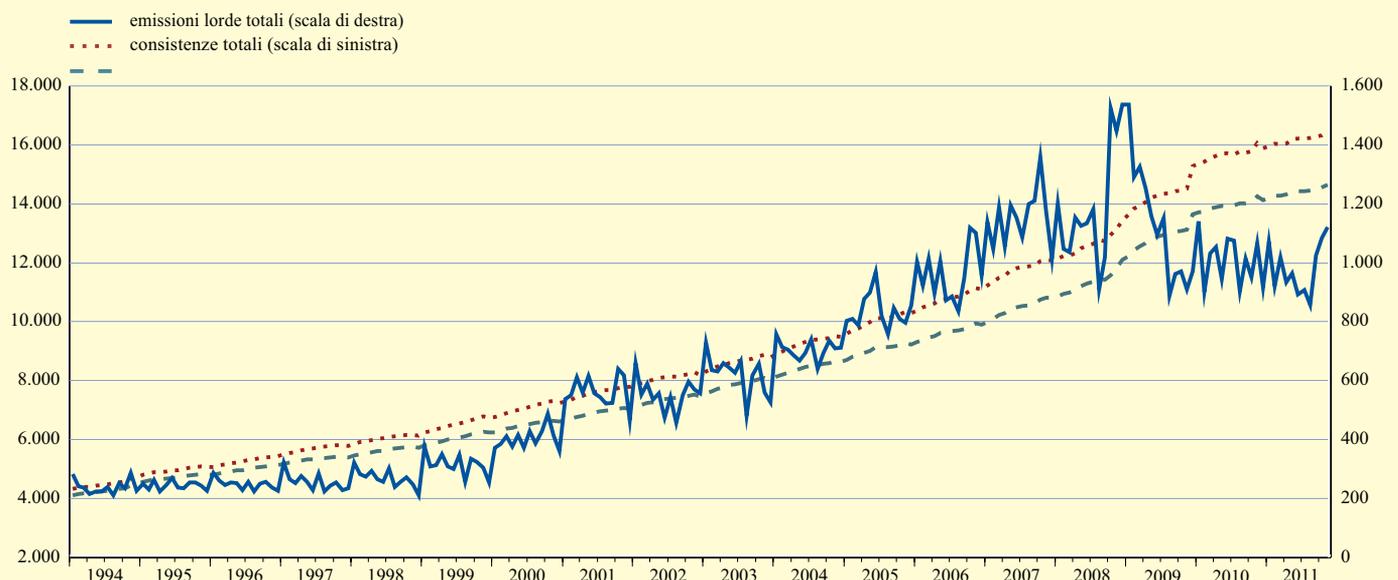


## MERCATI FINANZIARI

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

	Totale in euro <sup>1)</sup>			Residenti nell'area dell'euro								
				In euro			In tutte le valute					
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati <sup>2)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi
<b>Totale</b>												
2010 nov.	16.457,7	993,0	183,2	14.266,7	954,0	202,1	16.063,0	1.067,0	234,7	4,3	156,2	5,5
dic.	16.294,1	876,6	-162,2	14.120,4	843,9	-144,9	15.879,3	916,4	-176,9	3,6	-57,0	4,5
2011 gen.	16.370,0	1.005,0	75,1	14.193,3	954,5	72,2	15.952,5	1.070,7	91,8	3,7	78,1	5,0
feb.	16.469,4	866,8	100,3	14.284,4	813,9	92,2	16.044,6	920,2	98,0	4,1	47,7	4,1
mar.	16.468,2	978,7	-0,9	14.275,9	911,8	-8,2	16.021,1	1.019,8	1,0	3,4	10,5	3,5
apr.	16.489,6	889,1	22,0	14.324,0	850,3	48,7	16.048,2	934,9	52,1	3,2	26,2	3,3
mag.	16.592,8	922,5	101,6	14.416,6	865,9	90,9	16.196,6	963,7	118,1	3,6	41,6	1,8
giu.	16.623,8	848,3	30,9	14.439,0	796,4	22,3	16.213,8	893,3	22,9	3,9	49,0	3,2
lug.	16.745,8	852,7	-31,3	14.428,7	824,9	-10,9	16.225,3	906,8	-11,7	3,7	13,8	2,4
ago.	16.774,4	805,8	28,9	14.459,5	771,8	31,0	16.232,8	857,7	18,7	3,2	47,4	2,4
set.	16.813,3	1.001,1	37,8	14.472,3	925,7	13,1	16.285,5	1.026,2	15,1	3,3	67,6	3,1
ott.	.	.	.	14.550,6	992,0	79,0	16.328,8	1.085,1	69,4	3,4	59,2	3,5
nov.	.	.	.	14.645,9	1.009,4	93,0	16.455,9	1.121,0	96,2	2,5	7,3	3,1
<b>A lungo termine</b>												
2010 nov.	14.898,4	337,5	146,7	12.798,1	321,0	161,6	14.386,8	359,5	186,8	4,8	111,3	5,5
dic.	14.856,7	186,8	-39,1	12.774,2	179,6	-21,3	14.339,4	193,8	-41,1	4,8	19,4	5,6
2011 gen.	14.920,1	308,9	64,9	12.823,2	278,0	50,5	14.386,7	320,1	67,4	4,8	97,2	6,2
feb.	15.025,6	284,3	105,7	12.918,3	253,2	95,5	14.474,3	285,2	92,1	5,0	42,8	5,6
mar.	15.036,6	305,4	11,6	12.936,0	269,2	18,2	14.468,2	303,5	15,6	4,3	21,2	5,1
apr.	15.089,5	302,7	53,1	13.000,2	278,4	64,5	14.514,4	308,9	67,8	4,3	48,4	4,8
mag.	15.165,6	275,8	75,0	13.067,9	243,4	66,5	14.620,1	266,4	80,2	4,5	14,8	3,4
giu.	15.216,9	255,5	50,8	13.117,4	224,3	49,0	14.668,6	253,1	52,0	4,6	42,2	3,7
lug.	15.345,5	203,1	-21,1	13.105,9	191,7	-13,8	14.678,1	213,3	-13,4	4,4	25,3	2,7
ago.	15.338,8	120,6	-6,4	13.105,0	112,0	-1,0	14.658,1	122,0	-9,6	4,0	28,4	2,5
set.	15.335,0	228,0	-3,4	13.099,2	189,8	-5,3	14.693,2	213,9	2,3	4,0	49,1	2,9
ott.	.	.	.	13.179,0	251,1	81,7	14.739,6	268,2	70,2	4,0	74,2	3,2
nov.	.	.	.	13.262,6	189,6	81,7	14.855,2	210,2	88,5	3,3	5,6	3,1

### F15 Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro (miliardi di euro)



Fonti: BCE e BRI (per le emissioni di non residenti nell'area dell'euro).

- 1) Totale dei titoli non azionari denominati in euro emessi da residenti e non residenti nell'area dell'euro.
- 2) Per i dettagli del calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche. I tassi di crescita sui sei mesi sono annualizzati.

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

(miliardi di euro; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

### 1. Consistenze ed emissioni lorde

	Consistenze						Emissioni lorde <sup>1)</sup>					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Totale</b>												
2009	15.287	5.371	3.226	803	5.418	469	1.126	734	68	80	215	29
2010	15.879	5.246	3.296	851	5.932	554	1.007	625	80	69	205	29
2010 4° trim.	15.879	5.246	3.296	851	5.932	554	978	566	110	63	206	32
2011 1° trim.	16.021	5.348	3.260	825	6.024	564	1.004	592	89	59	220	43
2° trim.	16.214	5.364	3.254	833	6.167	597	931	551	85	60	192	43
3° trim.	16.285	5.425	3.239	855	6.160	607	930	579	78	60	180	33
2011 ago.	16.233	5.393	3.231	847	6.165	597	858	572	57	52	145	32
set.	16.285	5.425	3.239	855	6.160	607	1.026	633	92	65	202	34
ott.	16.329	5.412	3.269	860	6.181	607	1.085	627	144	86	197	31
nov.	16.456	5.453	3.283	870	6.229	621	1.121	729	104	63	181	45
<b>A breve termine</b>												
2009	1.639	733	90	71	714	31	876	635	25	63	133	20
2010	1.540	572	122	67	724	54	758	534	34	57	115	19
2010 4° trim.	1.540	572	122	67	724	54	716	484	38	52	117	25
2011 1° trim.	1.553	618	113	71	700	52	701	462	41	49	118	30
2° trim.	1.545	582	124	72	702	65	654	440	31	51	102	32
3° trim.	1.592	613	113	83	712	72	747	512	42	53	114	26
2011 ago.	1.575	604	117	82	707	64	736	516	41	51	104	24
set.	1.592	613	113	83	712	72	812	555	54	56	120	28
ott.	1.589	625	109	83	703	70	817	544	68	73	109	24
nov.	1.601	651	108	82	686	74	911	665	66	54	95	31
<b>A lungo termine<sup>2)</sup></b>												
2009	13.648	4.638	3.136	731	4.704	438	251	99	44	17	82	9
2010	14.339	4.674	3.174	784	5.207	499	248	91	46	12	90	9
2010 4° trim.	14.339	4.674	3.174	784	5.207	499	262	83	72	11	89	8
2011 1° trim.	14.468	4.730	3.148	754	5.325	512	303	130	48	10	102	13
2° trim.	14.669	4.781	3.130	761	5.465	532	276	111	54	9	90	12
3° trim.	14.693	4.812	3.126	772	5.448	535	183	67	36	7	66	7
2011 ago.	14.658	4.789	3.113	765	5.458	533	122	56	17	1	41	8
set.	14.693	4.812	3.126	772	5.448	535	214	78	38	9	82	6
ott.	14.740	4.788	3.160	777	5.478	537	268	84	76	13	88	7
nov.	14.855	4.802	3.175	788	5.544	547	210	64	38	9	85	13
<b>di cui: a lungo termine con tasso fisso</b>												
2009	8.816	2.563	1.043	598	4.261	351	172	60	18	16	72	6
2010	9.481	2.634	1.103	670	4.697	377	156	50	13	10	77	6
2010 4° trim.	9.481	2.634	1.103	670	4.697	377	142	43	19	11	65	5
2011 1° trim.	9.640	2.700	1.111	655	4.787	387	195	78	12	8	87	9
2° trim.	9.865	2.743	1.144	665	4.912	401	173	62	20	8	74	8
3° trim.	9.887	2.773	1.150	677	4.887	400	112	35	8	6	58	5
2011 ago.	9.850	2.748	1.143	671	4.889	399	67	27	4	0	31	5
set.	9.887	2.773	1.150	677	4.887	400	144	47	10	8	75	3
ott.	9.891	2.758	1.145	682	4.903	403	132	48	4	11	66	4
nov.	9.971	2.764	1.146	691	4.962	407	117	28	7	9	64	8
<b>di cui: a lungo termine con tasso variabile</b>												
2009	4.382	1.786	2.016	123	372	85	62	28	25	1	6	2
2010	4.387	1.760	1.966	108	432	121	78	34	29	1	10	4
2010 4° trim.	4.387	1.760	1.966	108	432	121	102	33	44	1	22	2
2011 1° trim.	4.335	1.741	1.920	94	458	123	87	42	29	1	11	4
2° trim.	4.303	1.765	1.841	91	477	129	82	42	22	1	13	4
3° trim.	4.301	1.767	1.819	90	491	133	56	26	21	0	5	3
2011 ago.	4.292	1.765	1.816	90	490	132	41	22	8	0	8	3
set.	4.301	1.767	1.819	90	491	133	55	26	24	0	3	3
ott.	4.343	1.754	1.863	90	503	133	121	27	70	2	20	3
nov.	4.371	1.762	1.873	92	507	138	80	28	27	1	19	5

Fonte: BCE.

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

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

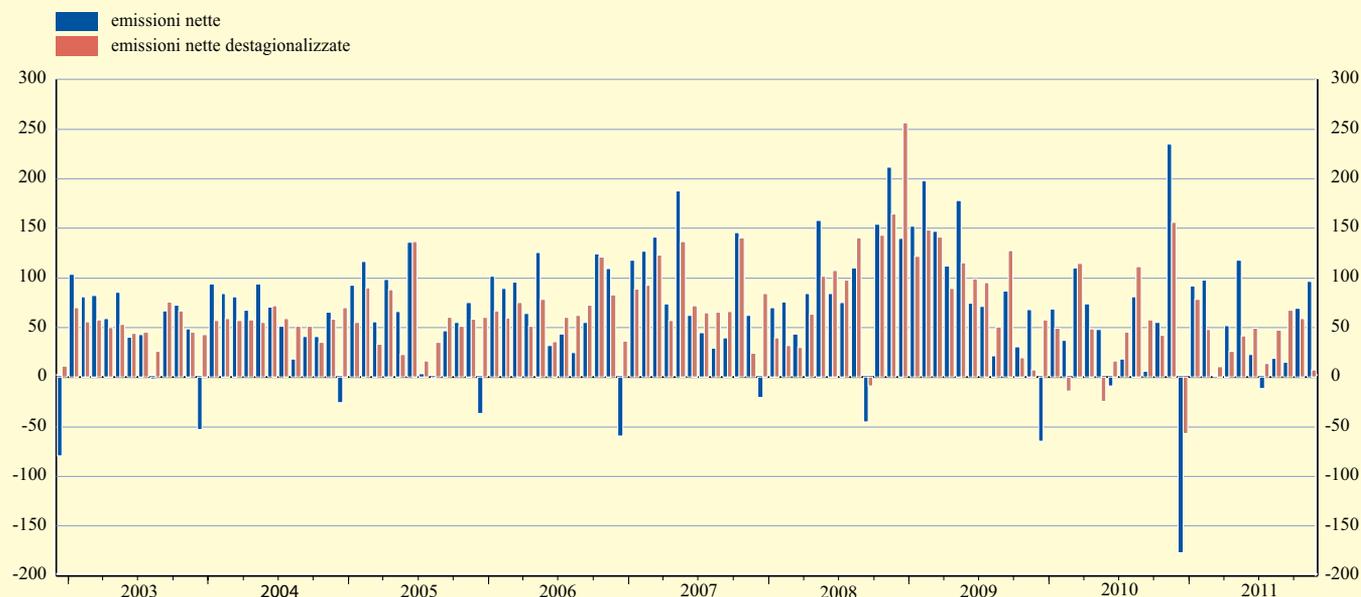
**4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento**  
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

**2. Emissioni nette**

	Dati non destagionalizzati <sup>1)</sup>						Dati destagionalizzati <sup>1)</sup>					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Totale</b>												
2009	89,6	10,2	21,7	8,6	44,9	4,2	89,4	10,1	21,6	8,3	45,2	4,2
2010	45,6	-1,2	4,8	5,0	31,6	5,3	45,4	-1,4	5,0	5,0	31,8	5,1
2010 4° trim.	37,7	-19,9	25,5	1,5	22,9	7,7	47,0	-4,5	-1,4	4,3	44,0	4,6
2011 1° trim.	63,6	43,0	-20,4	4,2	32,5	4,3	45,5	24,0	-3,9	2,7	16,7	5,9
2° trim.	64,4	4,9	-1,9	2,8	47,5	11,0	39,0	0,5	-7,0	-0,2	34,2	11,5
3° trim.	7,4	12,6	-8,0	4,5	-3,8	2,0	42,9	20,1	7,3	6,3	5,6	3,7
2011 ago.	18,7	27,2	-24,3	1,3	4,8	9,6	47,4	33,3	-18,0	8,4	10,1	13,6
set.	15,1	13,6	0,6	3,5	-8,9	6,3	67,6	31,9	42,5	4,8	-20,2	8,6
ott.	69,4	1,5	34,2	8,3	23,2	2,2	59,2	9,4	12,9	7,4	35,1	-5,7
nov.	96,2	25,6	8,0	6,4	45,1	11,2	7,3	18,1	-35,2	5,6	8,1	10,7
<b>A lungo termine</b>												
2009	90,2	14,9	24,7	12,8	33,0	4,8	90,3	15,1	24,6	12,8	33,0	4,8
2010	54,1	1,8	2,1	5,4	41,3	3,5	54,5	1,9	2,3	5,4	41,4	3,5
2010 4° trim.	70,4	-5,3	16,4	3,0	53,1	3,3	65,6	8,2	-8,7	4,4	58,8	2,9
2011 1° trim.	58,4	27,4	-16,6	2,3	40,5	4,9	53,7	17,1	-1,6	2,5	31,2	4,6
2° trim.	66,6	16,6	-5,6	2,4	46,7	6,5	35,1	5,5	-9,9	-0,6	35,1	5,0
3° trim.	-6,9	2,8	-4,3	0,9	-6,9	0,6	34,3	10,7	9,5	2,3	9,1	2,7
2011 ago.	-9,6	0,8	-21,9	-1,3	9,0	3,9	28,4	10,2	-13,0	4,6	20,9	5,7
set.	2,3	6,9	5,2	2,6	-13,4	1,0	49,1	21,7	41,5	0,6	-16,9	2,2
ott.	70,2	-10,8	38,1	8,4	31,4	3,1	74,2	-3,9	21,2	9,4	45,2	2,3
nov.	88,5	1,4	8,6	6,7	63,4	8,4	5,6	5,7	-35,8	6,2	21,0	8,4

**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.

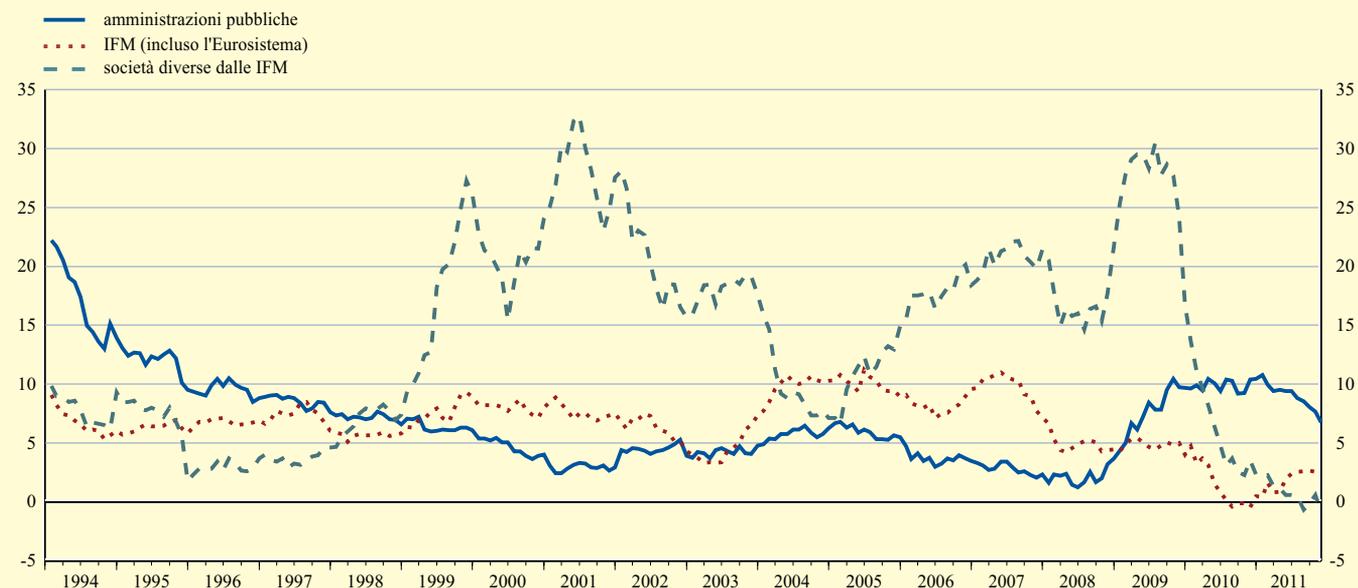
### 4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	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 nov.	4,3	0,1	2,5	8,5	8,1	12,8	5,5	0,5	4,9	4,9	9,7	19,1
dic.	3,6	-0,3	1,8	7,5	7,0	13,2	4,5	0,6	3,2	6,8	8,0	13,3
2011 gen.	3,7	0,0	1,8	7,1	7,1	13,4	5,0	2,3	3,8	6,8	7,3	10,9
feb.	4,1	1,6	2,3	5,4	6,7	11,9	4,1	2,5	1,4	6,0	6,4	9,4
mar.	3,4	0,8	1,3	4,7	5,9	14,5	3,5	2,2	-1,0	5,2	6,3	12,1
apr.	3,2	0,4	1,2	3,4	6,0	14,6	3,3	2,9	-0,7	2,5	5,3	12,3
mag.	3,6	1,7	0,4	4,3	6,1	17,4	1,8	3,0	-4,0	3,7	2,7	15,8
giu.	3,9	1,8	0,5	4,2	6,5	16,1	3,2	2,8	-2,0	1,8	5,2	20,1
lug.	3,7	1,8	0,4	4,9	6,2	13,3	2,4	1,2	-2,8	2,9	5,1	15,9
ago.	3,2	1,9	-1,2	5,2	5,6	15,3	2,4	1,2	-3,8	4,4	4,9	22,0
set.	3,3	2,3	-0,4	4,8	5,1	14,2	3,1	2,3	0,1	4,4	4,0	16,8
ott.	3,4	2,9	0,0	4,7	4,7	12,9	3,5	2,9	0,8	6,9	4,2	12,9
nov.	2,5	3,1	-1,9	5,0	3,0	13,6	3,1	3,2	0,0	6,3	3,4	11,1
	A lungo termine											
2010 nov.	4,8	-0,5	2,1	9,6	10,4	10,9	5,5	0,4	4,1	7,3	10,4	13,0
dic.	4,8	0,5	0,8	8,8	10,5	9,2	5,6	1,9	1,8	7,4	11,2	6,8
2011 gen.	4,8	0,4	0,8	8,0	11,0	8,3	6,2	3,7	2,0	7,4	10,9	7,5
feb.	5,0	1,7	1,3	6,4	10,1	8,6	5,6	4,1	0,2	6,0	10,0	8,5
mar.	4,3	0,8	0,3	5,7	9,4	9,0	5,1	3,3	-1,9	5,6	11,0	9,4
apr.	4,3	0,9	0,2	5,0	9,5	9,5	4,8	3,4	-1,5	4,0	10,0	8,7
mag.	4,5	2,0	-0,5	5,2	9,1	12,1	3,4	3,6	-4,8	3,1	7,9	11,0
giu.	4,6	2,4	-0,3	4,4	9,4	9,4	3,7	2,9	-2,2	1,5	7,8	11,9
lug.	4,4	2,5	-0,5	4,7	8,7	9,8	2,7	1,4	-2,9	2,1	6,6	12,2
ago.	4,0	2,6	-1,8	4,4	8,4	10,2	2,5	1,1	-3,9	2,9	6,8	12,1
set.	4,0	2,7	-1,0	3,4	7,9	9,4	2,9	2,1	-0,1	1,3	5,0	9,3
ott.	4,0	2,5	-0,1	3,5	7,6	8,7	3,2	1,7	1,4	3,1	5,3	8,5
nov.	3,3	2,7	-2,0	4,0	6,4	10,0	3,1	1,8	0,6	4,9	4,9	9,1

### F17 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

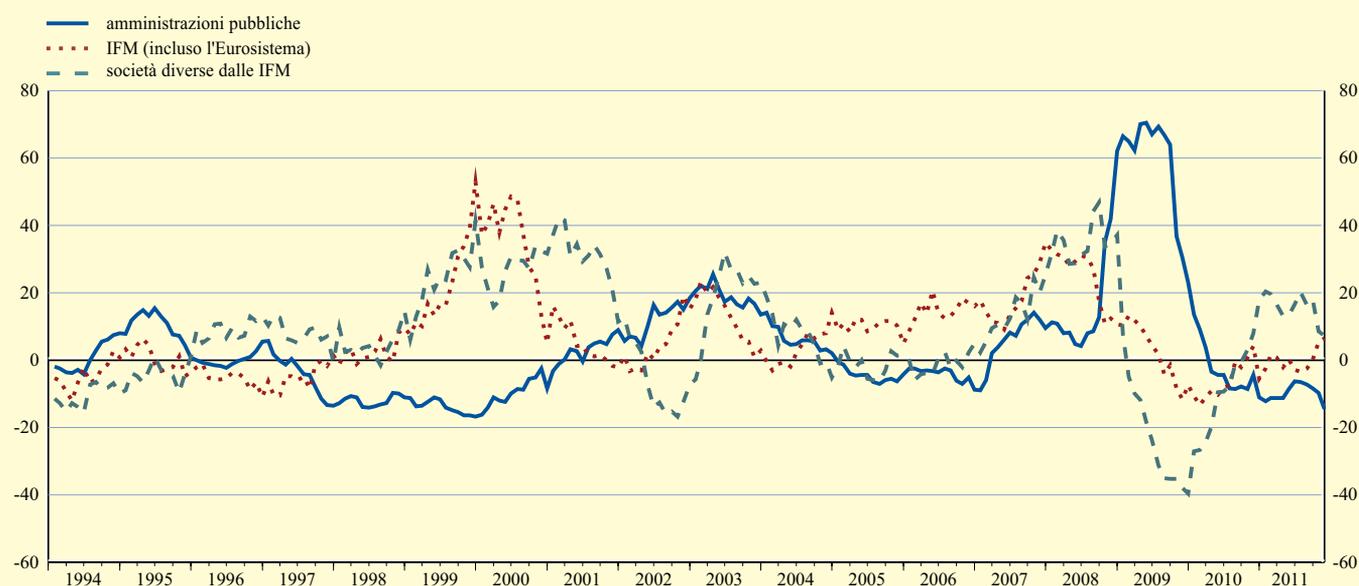
1) Per i dettagli del calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche. I tassi di crescita sui sei mesi sono stati annualizzati.

**4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro<sup>1)</sup> (continua)**  
(variazioni percentuali)

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
	13	14	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche	19	20	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
	Tutte le valute											
2009	9,5	7,1	17,3	25,3	8,0	5,4	12,2	1,7	36,9	-1,8	-0,3	22,2
2010	8,8	5,8	6,4	19,7	9,9	8,8	-0,6	-3,9	0,7	-1,5	6,4	27,5
2010 4° trim.	7,0	2,8	3,2	12,4	9,8	7,2	-0,2	-3,3	-0,9	-1,0	12,1	25,7
2011 1° trim.	6,9	3,4	3,2	9,2	9,7	5,6	0,5	-1,8	-1,9	-1,2	19,0	20,0
2° trim.	6,5	4,6	3,7	6,4	8,2	7,9	-0,4	-2,1	-4,5	-1,5	23,5	18,4
3° trim.	6,6	6,2	4,3	5,2	7,4	8,9	-1,4	-1,4	-7,6	-2,3	25,7	13,0
2011 giu.	7,0	5,9	4,4	5,3	8,3	8,6	-0,7	-1,2	-6,2	-1,9	25,7	12,3
lug.	6,8	6,1	4,4	5,5	7,7	9,0	-1,3	-1,3	-7,2	-1,8	24,4	12,7
ago.	6,5	6,3	3,9	5,2	7,2	9,4	-1,9	-1,5	-8,5	-2,2	25,6	13,4
set.	6,1	6,3	4,6	4,3	6,4	8,3	-1,4	-1,2	-8,1	-3,7	28,3	13,4
ott.	5,7	5,7	3,5	4,2	6,2	7,5	-0,5	-1,0	-5,9	-2,9	25,8	12,7
nov.	5,2	5,1	1,6	4,6	5,8	8,5	-1,6	0,0	-7,4	-2,3	14,6	15,1
	Euro											
2009	10,0	9,0	20,4	23,6	8,3	4,4	14,7	3,9	39,3	-2,3	-0,4	21,4
2010	9,1	5,6	7,4	20,1	10,0	8,3	-0,3	-3,3	0,5	-1,9	5,9	26,2
2010 4° trim.	7,2	1,6	4,2	12,8	10,0	6,6	0,1	-2,4	-1,3	-1,5	12,3	26,5
2011 1° trim.	7,0	2,2	3,4	9,5	9,9	4,5	1,0	-0,1	-2,7	-1,7	19,1	21,0
2° trim.	6,6	3,8	4,1	6,5	8,5	7,3	0,3	-0,6	-4,6	-2,6	23,5	18,1
3° trim.	6,7	5,4	4,5	5,9	7,6	8,6	-1,1	-0,2	-8,3	-3,4	25,6	11,1
2011 giu.	7,1	5,0	4,8	6,0	8,5	8,1	0,0	0,1	-6,0	-2,4	25,5	10,6
lug.	6,9	5,3	4,7	6,3	7,9	8,4	-1,2	-0,2	-8,2	-3,2	24,3	10,7
ago.	6,6	5,6	4,0	6,0	7,4	9,0	-1,6	-0,5	-9,1	-3,6	25,6	11,5
set.	6,1	5,7	4,5	4,8	6,6	8,4	-1,4	0,0	-9,4	-4,5	28,3	11,4
ott.	5,8	5,4	3,4	4,5	6,4	8,2	0,0	0,5	-6,5	-3,9	25,6	11,0
nov.	5,4	5,1	1,8	4,7	6,1	9,0	-1,1	1,5	-7,9	-3,3	14,3	13,7

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

#### 4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

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

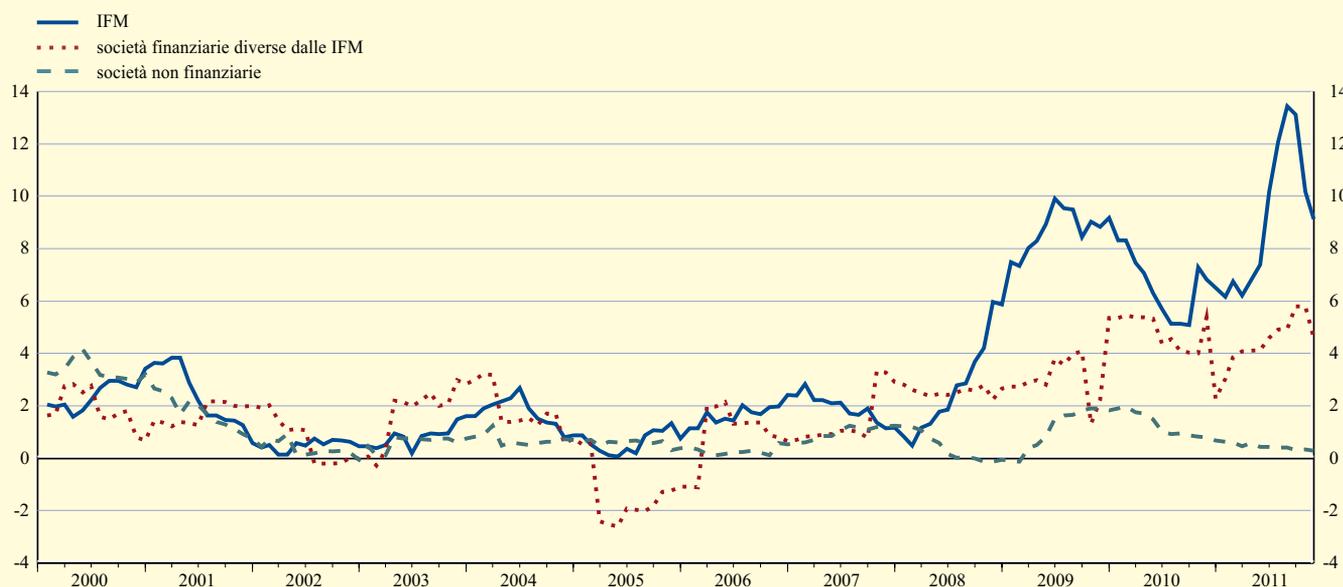
##### 1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 2008=100	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2009 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.	4.413,3	104,4	1,8	437,8	6,8	316,6	5,4	3.658,9	0,8
dic.	4.596,2	104,4	1,4	458,4	6,5	334,0	2,3	3.803,8	0,7
2011 gen.	4.759,8	104,6	1,4	514,3	6,2	365,8	3,0	3.879,7	0,6
feb.	4.845,8	104,7	1,5	535,0	6,8	378,9	3,9	3.931,9	0,6
mar.	4.767,3	104,8	1,4	491,7	6,2	363,2	4,1	3.912,5	0,5
apr.	4.891,8	105,0	1,5	497,5	6,8	371,5	4,1	4.022,8	0,6
mag.	4.777,5	105,0	1,5	475,9	7,4	356,2	4,1	3.945,4	0,4
giu.	4.722,7	105,5	1,7	491,6	10,2	350,5	4,6	3.880,6	0,4
lug.	4.504,3	105,7	1,9	458,8	12,1	325,5	4,9	3.720,0	0,4
ago.	3.975,4	105,9	2,0	383,0	13,4	281,6	4,9	3.310,7	0,4
set.	3.749,2	105,9	2,0	350,7	13,1	264,3	5,8	3.134,2	0,3
ott.	4.044,0	105,9	1,7	361,3	10,2	288,0	5,8	3.394,8	0,3
nov.	3.893,4	106,0	1,5	330,6	9,1	271,5	4,6	3.291,3	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

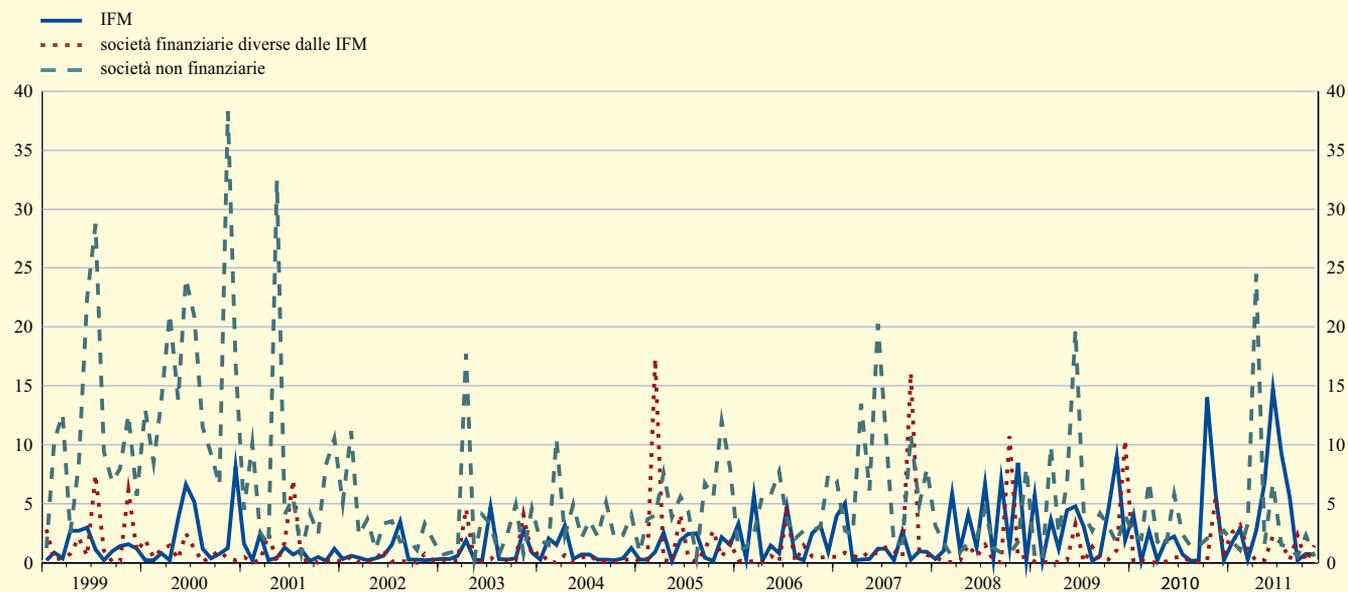
(miliardi di euro; valori di mercato)

##### 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 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.	13,5	1,5	12,0	5,9	0,0	5,9	5,5	0,1	5,4	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
ott.	3,1	0,4	2,7	0,7	0,0	0,7	0,1	0,0	0,1	2,3	0,4	1,9
nov.	2,6	1,5	1,1	0,7	0,0	0,7	1,4	0,0	1,4	0,5	1,5	-1,0

#### F20 Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente

(miliardi di euro; transazioni del mese; valori di mercato)



Fonte: BCE.

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

(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

### 1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso <sup>2)</sup>		A vista	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2010 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	1,67	2,74	3,23	1,65
nov.	0,55	2,78	3,08	3,03	1,80	1,96	0,67	1,46	2,60	2,84	1,62

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

	Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Debiti da carte di credito revolving <sup>2)</sup>	Credito al consumo				(TAEG) <sup>4)</sup>	Prestiti per acquisto di abitazione				(TAEG) <sup>4)</sup>	Prestiti a imprese individuali e a società di persone		
			Periodo iniziale di determinazione del tasso			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 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.	8,43	17,18	5,60	6,53	7,94	7,54	3,44	3,79	3,86	3,94	3,95	3,98	4,76	4,16	
nov.	8,41	17,12	5,55	6,48	7,80	7,40	3,43	3,74	3,84	3,93	3,96	4,22	4,91	4,04	

### 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
2010 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	3,64	3,74
ott.	4,60	4,70	5,10	4,86	4,99	4,56	4,27	2,98	3,55	3,85	3,89	3,60	3,71
nov.	4,61	4,76	5,15	4,98	5,10	4,66	4,26	2,81	3,69	3,51	3,92	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'euro<sup>1)</sup> \***  
(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

**4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)**

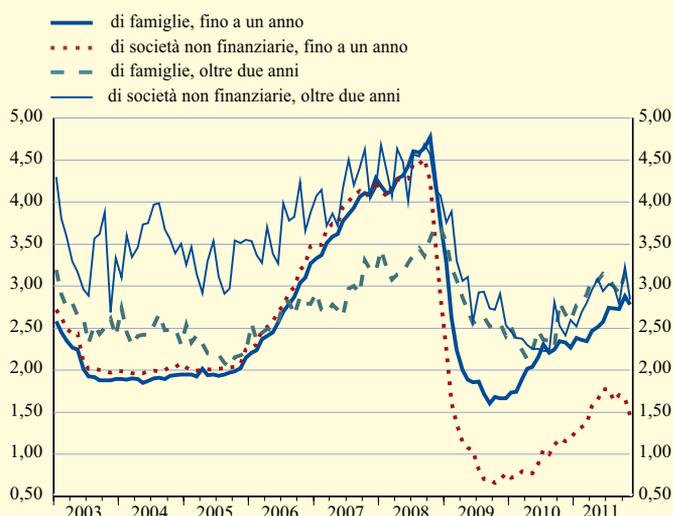
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso <sup>2), 3)</sup>		A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita			
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2010 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	1,80	3,09	1,59	
mar.	0,45	2,38	2,71	1,61	1,88	0,54	1,85	3,13	1,65	
apr.	0,46	2,40	2,73	1,65	1,90	0,61	1,94	3,12	1,72	
mag.	0,49	2,45	2,73	1,67	1,91	0,63	1,99	3,12	1,76	
giu.	0,49	2,49	2,75	1,70	1,92	0,67	2,07	3,11	1,93	
lug.	0,52	2,54	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	2,12	3,14	1,97	
set.	0,55	2,62	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	2,15	
nov.	0,55	2,69	2,80	1,80	1,96	0,67	2,17	3,16	2,24	

**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 dic.	3,73	3,83	3,81	7,74	6,41	5,18	3,51	3,42	3,42
2011 gen.	3,70	3,80	3,80	7,85	6,40	5,18	3,59	3,44	3,42
feb.	3,68	3,81	3,82	7,88	6,43	5,20	3,64	3,47	3,46
mar.	3,72	3,80	3,84	7,92	6,40	5,20	3,68	3,49	3,48
apr.	3,82	3,78	3,84	7,94	6,43	5,23	3,78	3,60	3,53
mag.	3,81	3,78	3,85	7,96	6,38	5,24	3,84	3,65	3,56
giu.	3,87	3,78	3,86	7,95	6,45	5,28	3,93	3,73	3,63
lug.	4,03	3,79	3,90	8,03	6,42	5,30	4,00	3,80	3,69
ago.	4,06	3,78	3,89	8,07	6,42	5,31	4,06	3,84	3,72
set.	4,13	3,80	3,92	8,14	6,48	5,32	4,11	3,85	3,74
ott.	4,12	3,78	3,91	8,17	6,44	5,33	4,18	3,87	3,74
nov.	4,12	3,77	3,91	8,09	6,44	5,34	4,20	3,90	3,75

**F21 Nuovi depositi con durata prestabilita**

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

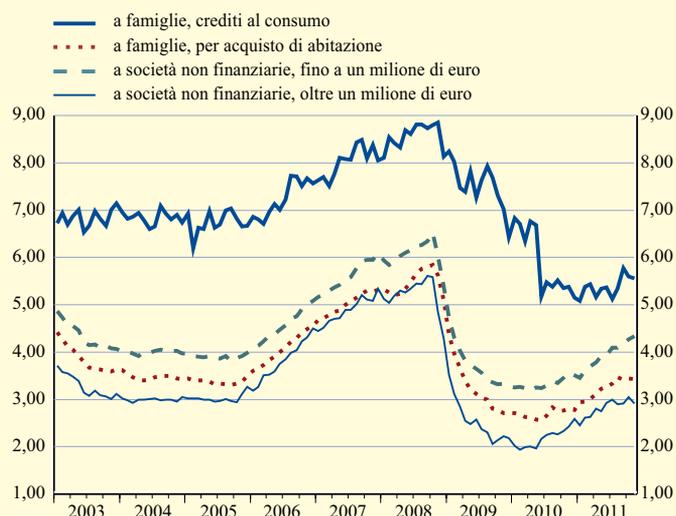


Fonte: BCE.

\* 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)

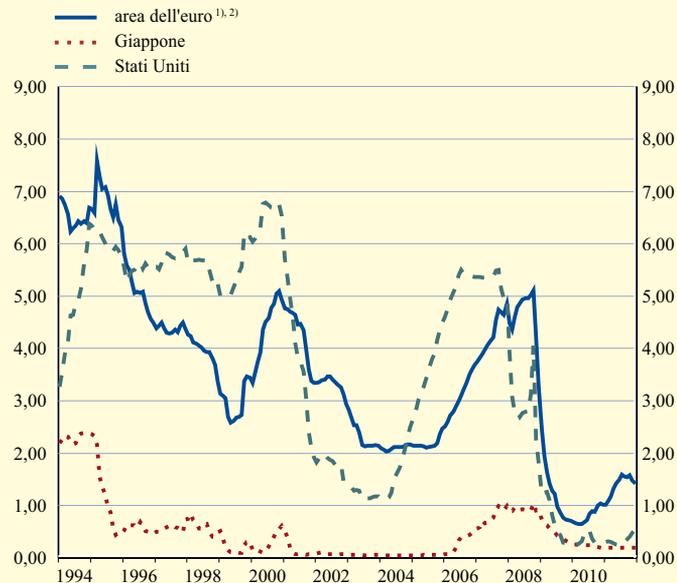
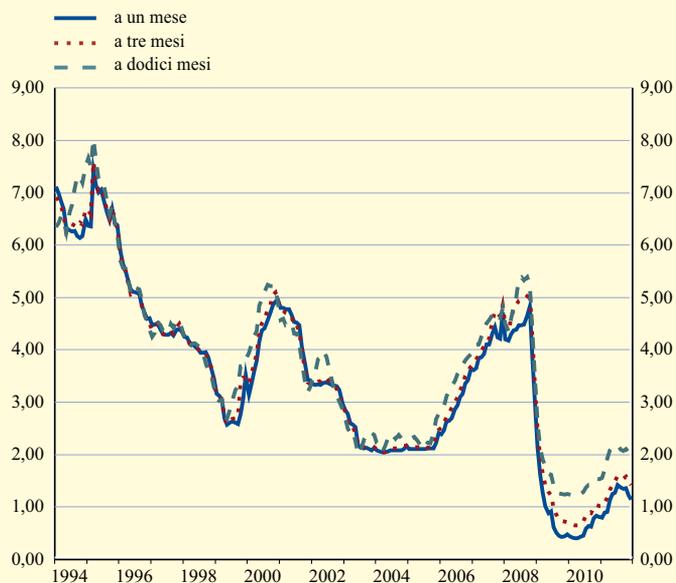
	Area dell'euro <sup>1), 2)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 1	Depositi a un mese (Euribor) 2	Depositi a tre mesi (Euribor) 3	Depositi a sei mesi (Euribor) 4	Depositi a dodici mesi (Euribor) 5	Depositi a tre mesi (Libor) 6	Depositi a tre mesi (Libor) 7
2009	0,71	0,89	1,22	1,43	1,61	0,69	0,47
2010	0,44	0,57	0,81	1,08	1,35	0,34	0,23
2011	0,87	1,18	1,39	1,64	2,01	0,34	0,19
2010 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
4° trim.	0,79	1,24	1,50	1,72	2,05	0,48	0,20
2010 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
dic.	0,63	1,14	1,43	1,67	2,00	0,56	0,20

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

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

## F24 Tassi di interesse del mercato monetario a tre mesi

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



Fonte: BCE.

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

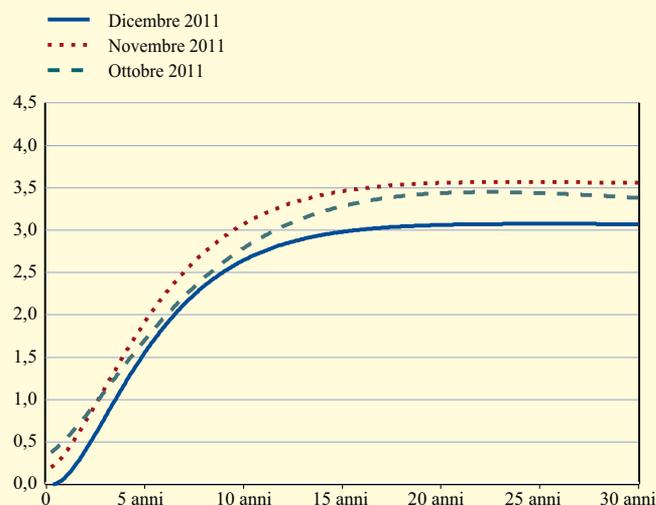
#### 4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(titoli di debito con rating AAA emessi dalle amministrazioni centrali; fine periodo; tassi in valori percentuali su base annua; spread in punti percentuali)

	Tassi a pronti								Tassi istantanei a termine			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	7 anni	10 anni	10 anni- 3 mesi (spread)	10 anni- 2 anni (spread)	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2011	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2010 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
4° trim.	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2010 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
dic.	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84

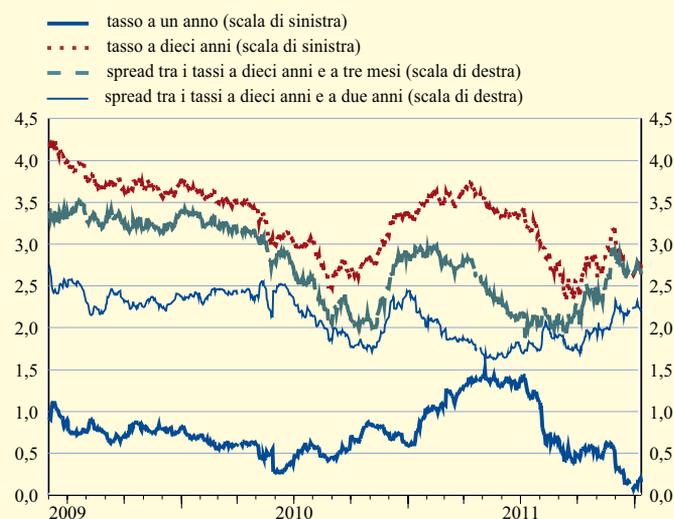
#### F25 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro <sup>2)</sup>

(valori percentuali su base annua; fine periodo)



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

(dati giornalieri; tassi in valori percentuali su base annua; spread in punti percentuali)



Fonti: BCE; i dati utilizzati sono stati forniti da Euro MTS e i rating da Fitch Ratings.

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

2) I dati si riferiscono ai titoli di Stato dei paesi dell'area dell'euro con rating AAA.

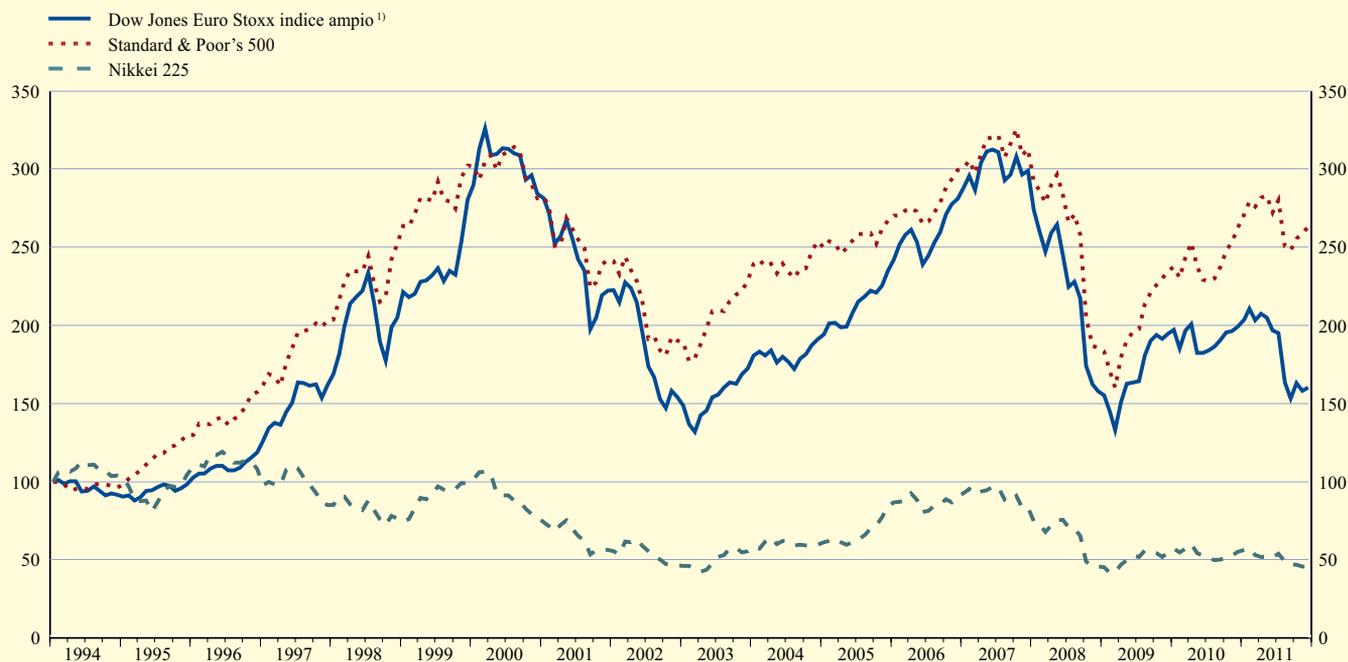
## 4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx <sup>1)</sup>												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petrolifero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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
2011	256,0	2.611,0	493,4	158,1	351,2	311,6	152,6	349,4	222,5	301,7	358,4	432,7	1.267,6	9.425,4
2010 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
4° trim.	222,4	2.277,8	427,1	142,1	327,1	295,5	117,2	296,6	201,8	256,5	320,3	432,4	1.225,7	8.580,6
2010 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
dic.	222,2	2.283,3	433,2	142,4	329,9	302,9	115,9	295,5	196,6	249,3	310,3	448,4	1.243,3	8.506,0

## F27 Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

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



## PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

### 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

#### 1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)<sup>1)</sup>

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati <sup>2)</sup>	
	Indice 2005 = 100	Totale	Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici	Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
in perc. del totale nel 2011	100,0	100,0	82,3	58,6	41,4	100,0	11,9	7,4	28,9	10,4	41,4	88,7	11,3
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,1	2,2
2008	107,8	3,3	2,4	3,8	2,6	-	-	-	-	-	-	3,4	2,7
2009	108,1	0,3	1,3	-0,9	2,0	-	-	-	-	-	-	0,1	1,8
2010	109,8	1,6	1,0	1,8	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,5
2010 3° trim.	109,9	1,7	1,0	2,0	1,4	0,3	0,5	0,6	0,2	0,0	0,5	1,7	2,0
4° trim.	110,8	2,0	1,1	2,5	1,3	0,5	0,5	0,4	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	-0,1	6,3	0,5	2,4	3,4
2° trim.	113,1	2,8	1,8	3,3	1,9	0,8	1,2	0,4	0,5	2,8	0,6	2,7	3,6
3° trim.	112,8	2,7	1,7	3,2	2,0	0,3	1,1	0,1	-0,3	0,4	0,5	2,6	3,5
2011 lug.	112,4	2,5	1,5	2,9	2,0	0,0	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	0,2	0,3	0,1	0,2	-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	0,4	0,2	0,6	0,1	3,0	3,6
nov.	114,0	3,0	2,0	3,9	1,9	0,2	0,2	0,4	0,1	0,7	0,1	3,0	3,5
dic. <sup>3)</sup>	.	2,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	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
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5
2009	0,7	1,1	0,2	-1,7	0,6	-8,1	2,0	1,8	2,9	-1,0	2,1	2,1
2010	1,1	0,9	1,3	2,2	0,5	7,4	1,8	1,5	2,3	-0,8	1,0	1,5
2010 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 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
nov.	3,4	4,3	1,9	4,1	1,3	12,3	1,7	1,3	2,9	-1,7	2,2	2,2

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- Queste statistiche a carattere sperimentale forniscono solo una misura approssimata dei prezzi amministrati dato che le variazioni dei prezzi amministrati non possono essere completamente depurate da altri influssi. Si prega di consultare all'indirizzo Eurostat <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/introduction> una nota esplicativa sulla metodologia utilizzata nella compilazione di questo indicatore.
- Stime basate su dati nazionali provvisori che di norma coprono il 95 per cento dell'area dell'euro, nonché su anticipazioni relative ai prezzi dei beni energetici.

## 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 2. Prezzi dei prodotti industriali, delle costruzioni e degli immobili residenziali

in perc. del totale nel 2005	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni										Prezzi delle costruzioni <sup>1)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>2)</sup>
	Totale (indice 2005 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici		
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo						
						Totale	Durevoli	Non durevoli				
	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	1,3
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,9	-5,3	0,4	-2,1	1,2	-2,5	-11,8	0,1	-2,9
2010	111,7	2,9	3,4	1,6	3,5	0,3	0,4	0,9	0,3	6,4	1,9	1,6
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	2,3
4° trim.	113,5	4,8	4,6	3,1	5,9	0,8	1,5	1,4	1,5	9,6	2,8	2,4
2011 1° trim.	116,7	6,5	6,3	4,4	7,9	1,3	2,5	1,8	2,6	12,5	4,1	1,9
2° trim.	118,5	6,3	5,8	4,3	6,8	1,3	3,4	1,9	3,7	11,9	3,0	0,9
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 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	5,4	3,5	5,0	1,5	3,4	2,5	3,5	12,2	-	-
ott.	119,2	5,5	5,0	3,2	4,1	1,5	3,4	2,5	3,5	12,3	-	-
nov.	119,4	5,3	4,7	3,0	3,5	1,4	3,4	2,6	3,6	12,3	-	-

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

in perc. del totale	Prezzo del petrolio <sup>3)</sup> (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche						Deflatori del PIL								
		Ponderati in base alle importazioni <sup>4)</sup>			Ponderati in base all'utilizzo <sup>5)</sup>			Totale (destagionalizzato; indice 2000=100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni <sup>6)</sup>	Importazioni <sup>6)</sup>	
		Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			
		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
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	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	-0,5	-3,3	-5,9	-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	0,8	1,1	2,7	4,9	4,9
2011	79,7	12,2	22,4	7,7	12,9	20,7	7,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2011 4° trim.	64,4	48,6	36,6	54,7	48,7	48,4	48,9	108,2	0,9	1,8	2,1	0,6	1,5	3,9	6,2	6,2
2011 1° trim.	77,3	42,9	46,1	41,4	41,0	47,2	36,6	108,7	1,1	2,3	2,5	0,6	2,0	4,7	7,7	7,7
2° trim.	81,3	11,6	28,8	4,6	13,3	26,2	5,1	109,1	1,2	2,1	2,7	0,8	1,6	3,2	5,3	5,3
3° trim.	79,3	3,8	16,7	-1,6	4,9	11,7	0,3	109,5	1,3	2,2	2,6	0,8	1,6	2,8	4,8	4,8
4° trim.	80,7	-2,5	3,6	-5,2	-1,7	4,4	-6,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2011 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	1,6	10,7	-2,4	2,5	10,6	-3,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-
nov.	81,4	-1,9	4,7	-4,9	-0,7	6,0	-5,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-
dic.	81,7	-6,7	-3,7	-8,1	-6,3	-2,5	-9,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE sulla base di dati Eurostat (colonna 7 nella tavola 2 della sezione 5.1 e colonne 8-15 nella tavola 3 della sezione 5.1), elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Reuters (colonna 1 nella tavola 3 della sezione 5.1) ed elaborazioni della BCE (colonna 12 nella tavola 2 della sezione 5.1 e colonne 2-7 nella tavola 3 della sezione 5.1).

1) Prezzi degli input delle costruzioni residenziali.

2) Dati a carattere sperimentale basati su fonti nazionali non armonizzate (per ulteriori informazioni cfr. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

3) Qualità Brent (per consegne a termine di un mese).

4) Si riferisce a prezzi espressi in euro. Ponderati in base alla struttura delle importazioni dell'area dell'euro nel periodo 2004-2006.

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)

### 4. Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi per occupato e produttività del lavoro

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale (indice 2005 = 100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione,	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amm. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto<sup>1)</sup></b>												
2009	110,0	4,0	-0,6	8,9	5,4	5,3	-0,3	-2,7	-3,7	5,4	2,7	1,9
2010	109,1	-0,8	-1,4	-5,8	1,6	-1,9	-0,9	0,3	2,6	1,5	1,1	1,7
2010 4° trim.	109,4	-0,3	-0,9	-4,0	0,0	-1,2	-0,2	0,9	2,8	2,2	1,3	2,0
2011 1° trim.	109,6	0,2	0,8	-1,4	0,0	-1,2	1,8	2,8	4,4	3,0	0,8	2,3
2° trim.	110,3	1,2	-0,1	0,6	0,1	0,0	3,2	3,7	3,5	3,2	0,6	3,3
3° trim.	110,2	1,3	-1,2	0,1	-0,8	1,7	3,6	1,5	3,3	3,1	0,8	3,6
<b>Redditi per occupato</b>												
2009	109,8	1,4	1,2	-0,6	5,5	1,4	1,3	0,8	-0,4	0,9	2,7	1,7
2010	111,5	1,6	1,5	3,6	1,0	1,3	2,5	2,0	3,5	1,3	0,8	1,1
2010 4° trim.	112,4	1,6	2,7	3,7	1,0	1,5	3,0	1,4	3,4	1,7	0,8	0,5
2011 1° trim.	113,4	2,4	4,4	4,4	4,5	2,0	2,1	2,0	2,4	2,7	1,2	1,2
2° trim.	114,0	2,5	3,4	4,7	2,6	1,8	2,4	3,1	2,3	2,7	1,3	2,1
3° trim.	114,2	2,4	3,4	3,2	2,9	2,3	2,7	2,9	3,6	2,7	1,6	2,1
<b>Produttività del lavoro per occupato<sup>2)</sup></b>												
2009	99,8	-2,5	1,8	-8,8	0,0	-3,6	1,6	3,6	3,4	-4,2	0,0	-0,2
2010	102,2	2,4	3,0	10,1	-0,6	3,3	3,5	1,8	1,0	-0,1	-0,3	-0,5
2010 4° trim.	102,7	1,9	3,6	8,0	1,0	2,7	3,3	0,5	0,6	-0,4	-0,5	-1,4
2011 1° trim.	103,5	2,2	3,5	5,9	4,6	3,2	0,3	-0,8	-1,9	-0,2	0,4	-1,1
2° trim.	103,4	1,3	3,6	4,1	2,5	1,8	-0,7	-0,5	-1,2	-0,5	0,8	-1,2
3° trim.	103,6	1,0	4,7	3,1	3,7	0,6	-0,8	1,4	0,3	-0,3	0,7	-1,5
<b>Redditi per ora lavorata</b>												
2009	112,1	3,3	2,2	3,9	7,3	2,7	1,8	2,7	1,4	2,5	3,0	3,1
2010	113,3	1,0	-0,1	1,1	1,2	1,1	1,9	1,7	2,5	0,6	0,7	1,8
2010 4° trim.	114,3	1,6	1,2	1,4	1,8	2,0	3,4	2,2	3,2	1,5	1,0	1,2
2011 1° trim.	114,7	1,8	-0,3	2,0	3,2	2,3	1,8	2,0	1,6	2,4	0,9	1,1
2° trim.	115,7	2,5	2,1	3,9	3,1	2,4	2,7	3,5	4,5	2,9	1,1	1,9
3° trim.	115,5	2,1	1,1	2,6	3,3	2,4	2,0	3,3	4,5	2,2	1,3	1,5
<b>Produttività per ora lavorata<sup>3)</sup></b>												
2009	102,2	-0,8	2,7	-4,9	1,6	-2,5	2,1	5,4	4,5	-2,9	0,3	1,2
2010	104,2	1,9	2,8	7,5	-0,8	2,8	3,0	1,2	-0,5	-0,8	-0,5	0,1
2010 4° trim.	104,8	1,8	3,2	5,7	1,5	3,0	3,7	0,8	-0,4	-0,4	-0,3	-0,7
2011 1° trim.	105,0	1,6	1,2	3,5	3,0	3,3	0,1	-1,0	-2,5	-0,3	0,1	-0,9
2° trim.	105,3	1,3	4,5	3,1	2,6	2,2	-0,7	-0,3	0,6	-0,2	0,5	-1,1
3° trim.	105,2	0,8	5,7	2,4	3,2	0,4	-1,7	1,6	0,8	-0,7	0,5	-2,3

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

	Totale (indice dest.) 2008 = 100)	Totale	Per componente			Per settore di attività			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali <sup>4)</sup>
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi		
in perc. del totale nel 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2009	102,7	2,7	2,6	3,0	3,0	3,7	2,4	2,6	
2010	104,3	1,6	1,5	1,9	1,0	1,8	1,8	1,7	
2010 4° trim.	105,1	1,7	1,6	2,0	1,3	1,5	2,0	1,6	
2011 1° trim.	106,2	2,5	2,3	3,3	2,4	1,9	2,6	1,8	
2° trim.	107,2	3,2	3,3	3,7	4,2	2,5	2,9	1,9	
3° trim.	107,4	2,7	2,6	3,2	2,9	2,5	2,7	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 <sup>1)</sup>			
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>									
2007	9.030,2	8.897,4	5.050,0	1.805,3	1.965,3	76,7	132,8	3.749,6	3.616,8
2008	9.244,3	9.158,9	5.207,0	1.898,9	1.989,8	63,2	85,3	3.882,1	3.796,8
2009	8.930,8	8.812,7	5.127,1	1.986,9	1.741,4	-42,7	118,1	3.273,6	3.155,5
2010	9.161,5	9.045,8	5.261,2	2.013,8	1.751,0	19,9	115,6	3.748,4	3.632,7
2010 3° trim.	2.300,7	2.268,3	1.319,4	504,3	440,7	3,9	32,4	958,8	926,4
4° trim.	2.309,8	2.282,7	1.333,1	504,5	440,0	5,1	27,1	978,4	951,2
2011 1° trim.	2.337,7	2.315,1	1.342,5	507,6	451,3	13,6	22,6	1.009,7	987,0
2° trim.	2.350,8	2.321,9	1.346,5	507,5	453,3	14,6	28,9	1.024,6	995,7
3° trim.	2.362,6	2.327,0	1.354,3	508,3	453,2	11,1	35,7	1.042,4	1.006,7
<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	0,2	0,4	0,1	0,2	-	-	2,1	1,7
4° trim.	0,3	0,2	0,3	0,0	-0,4	-	-	1,5	1,3
2011 1° trim.	0,8	0,5	0,0	0,2	1,8	-	-	1,8	1,1
2° trim.	0,2	-0,2	-0,5	-0,1	-0,1	-	-	1,2	0,5
3° trim.	0,1	-0,1	0,2	-0,1	-0,1	-	-	1,2	0,8
<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	-4,3	-3,7	-1,2	2,5	-12,0	-	-	-12,8	-11,7
2010	1,9	1,1	0,9	0,6	-0,6	-	-	11,5	9,7
2010 3° trim.	2,1	1,4	1,0	0,5	0,8	-	-	12,2	10,6
4° trim.	2,0	1,5	1,1	-0,1	1,3	-	-	12,0	11,2
2011 1° trim.	2,4	1,6	0,9	0,5	3,6	-	-	10,4	8,5
2° trim.	1,6	0,7	0,2	0,1	1,6	-	-	6,8	4,6
3° trim.	1,3	0,4	0,0	0,0	1,3	-	-	5,8	3,7
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>									
2010 3° trim.	0,4	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	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	0,0	0,0	0,4	0,0	0,3	-	-
2° trim.	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,2	0,3	-	-
3° trim.	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,2	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>									
2007	3,0	2,8	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	-4,3	-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	1,3	0,6	0,1	0,2	0,5	0,7	-	-
4° trim.	2,0	1,5	0,6	0,0	0,2	0,7	0,5	-	-
2011 1° trim.	2,4	1,6	0,5	0,1	0,7	0,3	0,8	-	-
2° trim.	1,6	0,7	0,1	0,0	0,3	0,3	0,9	-	-
3° trim.	1,3	0,4	0,0	0,0	0,2	0,1	0,9	-	-

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, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministr. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2007	8.071,4	144,0	1.650,2	538,6	1.550,5	352,6	393,8	889,7	821,5	1.449,8	280,7	958,8
2008	8.299,0	142,0	1.652,6	560,8	1.597,8	358,5	384,9	930,3	859,4	1.520,7	291,9	945,3
2009	8.037,8	125,5	1.465,4	537,3	1.517,8	360,5	427,3	904,4	817,8	1.581,9	300,1	893,0
2010	8.222,5	137,4	1.550,9	512,8	1.561,4	357,7	437,5	922,3	830,6	1.609,2	302,7	938,9
2010 3° trim.	2.063,8	35,0	390,3	128,5	392,2	89,6	109,9	231,9	208,9	401,8	75,6	236,9
4° trim.	2.072,8	35,1	395,3	127,2	395,1	88,9	108,5	234,4	209,8	402,1	76,1	237,1
2011 1° trim.	2.096,0	36,7	402,4	130,9	401,6	88,8	108,1	234,9	210,8	405,2	76,6	241,7
2° trim.	2.107,8	37,0	406,0	130,3	404,2	88,7	107,6	238,7	212,3	406,6	76,4	243,0
3° trim.	2.119,8	35,7	412,1	130,5	405,1	88,7	109,2	240,7	213,3	407,4	77,1	242,8
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2010	100,0	1,7	18,9	6,2	19,0	4,4	5,3	11,2	10,1	19,6	3,7	-
<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	-0,4	1,0	-0,8	1,1	0,2	-1,6	0,4	0,9	0,2	0,0	0,5
4° trim.	0,3	0,6	1,3	-1,2	0,3	0,8	-0,3	0,2	0,2	0,0	-0,2	-0,1
2011 1° trim.	0,7	1,4	1,2	1,4	1,2	-0,8	1,2	-0,2	1,0	0,3	0,0	1,0
2° trim.	0,2	0,3	0,6	-0,2	0,1	0,3	0,1	0,3	0,5	0,1	-0,6	-0,4
3° trim.	0,1	0,3	0,3	-0,5	0,0	0,0	0,5	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2007	3,2	6,2	3,8	1,8	3,3	6,2	6,4	1,5	5,2	1,3	2,1	0,9
2008	0,6	2,1	-2,3	-1,2	1,1	2,7	1,0	1,2	1,8	2,0	1,5	-1,3
2009	-4,3	-0,4	-13,3	-6,8	-5,4	0,8	3,8	0,6	-6,6	1,4	0,9	-4,1
2010	2,0	2,1	6,6	-4,4	2,5	2,5	0,9	0,4	1,7	0,8	0,1	1,0
2010 3° trim.	2,1	1,2	6,2	-3,3	3,1	3,0	-1,0	0,7	2,4	0,8	0,1	2,1
4° trim.	2,1	2,2	6,7	-2,9	2,9	2,7	-0,5	0,5	2,4	0,3	-0,5	1,3
2011 1° trim.	2,2	1,0	5,7	0,7	3,4	1,0	-0,9	0,5	3,0	0,6	-0,1	3,7
2° trim.	1,7	1,9	4,2	-0,8	2,7	0,5	-0,7	0,7	2,6	0,7	-0,9	1,0
3° trim.	1,4	2,6	3,5	-0,6	1,7	0,4	1,5	0,3	1,8	0,6	-0,6	0,7
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2010 3° trim.	0,4	0,0	0,2	0,0	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-
4° trim.	0,3	0,0	0,2	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2011 1° trim.	0,7	0,0	0,2	0,1	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2° trim.	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
3° trim.	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2007	3,2	0,1	0,8	0,1	0,6	0,3	0,3	0,2	0,5	0,2	0,1	-
2008	0,6	0,0	-0,5	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,4	0,1	-
2009	-4,3	0,0	-2,6	-0,5	-1,0	0,0	0,2	0,1	-0,7	0,3	0,0	-
2010	2,0	0,0	1,2	-0,3	0,5	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,0	-
2010 3° trim.	2,1	0,0	1,1	-0,2	0,6	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,0	-
4° trim.	2,1	0,0	1,2	-0,2	0,5	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2011 1° trim.	2,2	0,0	1,1	0,0	0,7	0,0	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
2° trim.	1,7	0,0	0,8	-0,1	0,5	0,0	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
3° trim.	1,4	0,0	0,7	0,0	0,3	0,0	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	-

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	2,5	3,5	3,8	-8,1			
2010 4° trim.	4,5	100,1	8,0	8,4	8,5	7,9	13,9	3,0	2,0	3,1	4,9	-9,3			
2011 1° trim.	4,6	101,0	6,6	8,2	8,2	9,0	13,2	1,4	2,9	1,2	-2,2	-2,3			
2° trim.	2,2	101,3	4,2	5,4	5,4	4,3	9,4	2,2	1,0	2,4	-5,4	-5,0			
3° trim.	3,6	101,9	4,0	4,8	4,9	3,8	9,8	0,9	1,9	0,8	-3,1	1,7			
2011 mag.	3,3	101,5	4,3	5,9	6,1	4,5	10,7	2,6	1,2	2,7	-7,2	-0,4			
giu.	-0,3	100,9	2,8	3,6	3,4	3,1	6,9	0,4	-2,7	0,9	-3,7	-11,0			
lug.	4,0	101,7	4,3	5,1	5,2	4,2	11,7	-0,2	4,3	-0,7	-4,0	2,5			
ago.	5,3	103,0	6,0	7,0	7,1	5,4	12,9	3,0	2,9	3,1	-2,1	2,3			
set.	1,8	101,0	2,2	2,8	2,9	2,2	5,9	0,2	-1,0	0,4	-3,1	0,6			
ott.	0,4	100,8	1,0	1,8	1,7	0,3	4,8	0,3	-3,4	0,8	-4,9	-2,4			
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>															
2011 mag.	0,1	-	0,1	0,0	-0,1	-0,2	1,1	-0,3	-0,6	-0,1	0,3	0,5			
giu.	-1,3	-	-0,6	-1,1	-0,7	-0,8	-1,5	-0,6	-2,6	-0,7	1,1	-1,2			
lug.	1,6	-	0,8	0,7	0,9	0,6	2,9	-0,2	3,5	-0,7	0,2	1,7			
ago.	1,0	-	1,3	1,5	1,1	1,4	2,3	0,9	-0,2	1,7	1,0	-0,2			
set.	-1,8	-	-2,0	-2,6	-1,6	-2,2	-3,9	-0,9	-3,5	-1,3	-1,6	-1,4			
ott.	-0,4	-	-0,2	-0,1	-0,1	-0,9	0,9	0,1	-1,0	0,5	-0,7	-1,4			

### 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 <sup>1)</sup> (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	A prezzi costanti						Migliaia (dest.) <sup>2)</sup>	Totale	
	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Totale	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari		Carburante			
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2008	112,9	-5,6	116,9	1,4	2,4	103,1	-0,7	-1,8	-0,1	-1,9	-1,6	-1,5	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	102,7	17,6	105,3	10,2	2,1	101,4	0,8	0,5	1,7	2,6	0,7	-2,9	843	-8,5
2010 4° trim.	108,2	18,5	110,0	12,3	2,0	101,5	0,6	0,2	1,5	1,5	-0,1	-2,0	845	-11,0
2011 1° trim.	112,1	18,6	114,6	13,7	2,1	101,3	0,1	-1,1	1,2	-0,2	1,7	-1,3	868	-3,1
2° trim.	114,5	11,6	114,6	9,8	1,7	100,9	-0,5	-0,5	-0,1	1,7	-1,2	-3,6	825	-1,8
3° trim.	111,4	5,4	115,1	8,7	1,7	100,9	-0,5	-0,8	0,1	-2,3	-0,1	-4,2	823	2,9
2011 giu.	115,2	10,3	113,1	6,4	1,3	100,9	-0,8	-0,4	-0,7	1,1	-2,7	-3,9	824	-3,7
lug.	113,2	8,9	115,3	9,8	1,7	101,0	-0,4	-2,4	1,7	2,3	1,5	-5,4	816	2,3
ago.	115,0	6,0	116,5	10,2	2,1	101,1	-0,1	0,2	0,4	-1,1	-1,3	-2,9	822	6,1
set.	106,0	1,6	113,4	6,6	1,5	100,5	-1,2	-0,1	-1,9	-8,4	-0,5	-4,2	832	1,3
ott.	107,9	1,5	113,5	4,8	1,8	100,6	-0,7	-0,3	-1,0	-4,1	-0,3	-4,5	821	-0,6
nov.	.	.	.	.	0,8	99,8	-2,5	-1,6	-3,0	.	.	.	825	-3,3
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>														
2011 lug.	-	-1,7	-	2,0	0,3	-	0,2	-0,7	0,5	1,6	1,4	-0,5	-	-1,0
ago.	-	1,7	-	1,0	0,1	-	0,0	0,4	-0,2	-1,5	-0,7	1,1	-	0,8
set.	-	-7,8	-	-2,6	-0,4	-	-0,6	0,1	-0,9	-4,2	0,0	-0,8	-	1,2
ott.	-	1,8	-	0,1	0,6	-	0,1	0,1	0,3	2,1	0,1	-1,4	-	-1,3
nov.	-	.	-	.	-0,6	-	-0,8	-0,8	-0,7	.	.	.	-	0,5

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

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

	Indice del clima economico <sup>2)</sup> (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata <sup>3)</sup> (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie				
		Clima di fiducia					Totale <sup>4)</sup>	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale <sup>4)</sup>	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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
2011	101,5	0,3	-6,4	2,2	9,6	.	-14,3	-7,4	-18,0	23,0	-8,7
2010 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
4° trim.	94,0	-6,9	-14,1	7,1	0,6	.	-20,5	-9,5	-28,4	33,6	-10,2
2011 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.	93,8	-7,1	-13,7	7,3	-0,4	-	-20,4	-9,1	-28,9	33,7	-9,7
dic.	93,3	-7,1	-15,7	7,5	1,9	-	-21,1	-10,5	-27,6	34,6	-11,6

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale <sup>4)</sup>	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale <sup>4)</sup>	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale <sup>4)</sup>	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
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
2011	-24,8	-33,2	-16,4	-5,3	-5,1	11,3	0,5	5,8	2,6	5,9	8,9
2010 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	6,7
4° trim.	-25,1	-31,6	-18,6	-10,8	-12,8	14,2	-5,6	-1,2	-5,9	-1,3	3,7
2011 lug.	-24,3	-31,3	-17,2	-3,6	-2,4	10,5	2,2	7,9	5,2	7,8	10,6
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.	-25,0	-30,6	-19,4	-11,1	-13,4	14,1	-5,8	-1,6	-6,6	-1,4	3,1
dic.	-25,2	-31,4	-19,0	-11,7	-13,3	14,5	-7,3	-2,1	-7,8	-2,2	3,8

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

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media calcolata per il periodo dal 1990 al 2010.
- 3) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dalle medie trimestrali.
- 4) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

## 5.3 Mercato del lavoro <sup>1)</sup>

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

### 1. Occupazione

	Per status occupazionale			Per settore di attività									
	Totale	Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Ammin. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Persone occupate</b>													
<i>livelli (migliaia)</i>													
2010	146.433	125.205	21.228	5.087	23.079	10.302	35.740	3.959	4.142	1.289	17.595	34.497	10.743
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2010	100,0	85,5	14,5	3,5	15,8	7,0	24,4	2,7	2,8	0,9	12,0	23,6	7,3
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2008	0,8	1,0	-0,3	-1,8	0,2	-2,2	0,9	1,0	0,3	1,3	3,3	1,2	1,2
2009	-1,8	-1,8	-1,8	-2,2	-5,0	-6,8	-1,8	-0,8	0,1	-2,7	-2,5	1,4	1,1
2010	-0,5	-0,5	-0,7	-0,9	-3,2	-3,7	-0,7	-1,0	-0,8	-0,5	1,8	1,1	0,7
2010 4° trim.	0,1	0,2	-0,7	-1,4	-1,2	-3,9	0,2	-0,6	-1,0	-0,2	2,8	0,8	1,0
2011 1° trim.	0,2	0,4	-0,9	-2,5	-0,2	-3,8	0,3	0,7	0,0	2,5	3,2	0,3	1,0
2° trim.	0,4	0,6	-0,8	-1,6	0,1	-3,2	0,9	1,2	-0,1	1,9	3,2	-0,1	0,4
3° trim.	0,3	0,5	-1,1	-2,0	0,4	-4,1	1,1	1,2	0,1	0,0	2,1	-0,1	0,9
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
2010 4° trim.	0,1	0,2	-0,3	-0,3	0,1	-1,1	0,3	0,1	-0,1	-0,1	0,5	0,1	0,4
2011 1° trim.	0,1	0,1	0,0	-1,6	0,2	-1,2	0,0	1,0	0,5	1,7	0,9	-0,2	0,4
2° trim.	0,2	0,3	-0,3	0,8	0,1	-0,3	0,5	0,3	-0,2	-0,5	0,9	-0,1	-0,1
3° trim.	-0,1	-0,1	-0,5	-1,0	0,0	-1,6	0,2	-0,2	-0,1	-1,0	-0,3	0,0	0,2
<b>Ore lavorate</b>													
<i>livelli (milioni)</i>													
2010	231.190	185.633	45.556	10.516	36.433	18.211	60.091	6.363	6.521	1.974	26.791	49.145	15.145
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2010	100,0	80,3	19,7	4,5	15,8	7,9	26,0	2,8	2,8	0,9	11,6	21,3	6,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2008	0,8	1,2	-0,7	-2,1	-0,4	-2,5	1,0	1,6	1,6	1,3	3,5	1,6	1,6
2009	-3,4	-3,6	-2,8	-3,1	-8,9	-8,3	-2,9	-1,3	-1,5	-3,7	-3,8	1,1	-0,3
2010	0,0	0,1	-0,2	-0,7	-0,9	-3,6	-0,3	-0,5	-0,3	0,9	2,5	1,3	0,1
2010 4° trim.	0,1	0,3	-0,5	-1,0	1,0	-4,4	-0,1	-1,0	-1,3	0,9	2,8	0,6	0,3
2011 1° trim.	0,8	1,0	-0,1	-0,2	2,1	-2,3	0,1	0,9	0,1	3,1	3,3	0,5	0,8
2° trim.	0,3	0,6	-0,7	-2,5	1,0	-3,4	0,5	1,2	-0,4	0,0	2,9	0,1	0,2
3° trim.	0,6	0,8	-0,3	-2,9	1,1	-3,7	1,2	2,1	-0,2	-0,4	2,5	0,1	1,8
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
2010 4° trim.	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,3	-1,7	0,0	0,1	-0,5	0,3	0,5	-0,2	0,3
2011 1° trim.	0,6	0,7	0,2	-0,7	0,7	0,2	0,5	1,4	1,1	1,0	1,5	0,3	0,7
2° trim.	-0,1	0,0	-0,6	-0,4	-0,1	-1,1	0,2	0,3	-0,5	-1,7	0,3	0,0	-0,7
3° trim.	0,1	0,2	0,1	-1,6	0,2	-1,1	0,6	0,3	-0,3	-0,1	0,2	0,1	1,4
<b>Ore lavorate per persona occupata</b>													
<i>livelli (migliaia)</i>													
2010	1.579	1.483	2.146	2.067	1.579	1.768	1.681	1.607	1.575	1.531	1.523	1.425	1.410
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2008	0,0	0,2	-0,4	-0,2	-0,5	-0,2	0,1	0,7	1,3	0,0	0,2	0,4	0,4
2009	-1,7	-1,8	-1,0	-0,9	-4,1	-1,6	-1,2	-0,5	-1,6	-1,1	-1,4	-0,3	-1,3
2010	0,5	0,5	0,5	0,2	2,4	0,2	0,4	0,5	0,6	1,4	0,6	0,1	-0,6
2010 4° trim.	0,0	0,1	0,1	0,4	2,2	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	1,0	0,0	-0,2	-0,7
2011 1° trim.	0,5	0,6	0,7	2,4	2,3	1,5	-0,1	0,2	0,1	0,6	0,1	0,3	-0,2
2° trim.	-0,1	0,0	0,1	-0,9	0,9	-0,1	-0,4	-0,1	-0,2	-1,8	-0,3	0,2	-0,1
3° trim.	0,3	0,2	0,8	-0,9	0,7	0,5	0,1	0,9	-0,3	-0,4	0,4	0,3	0,9
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
2010 4° trim.	3,1	3,6	1,5	-2,7	4,6	0,6	3,0	3,9	4,0	2,4	6,0	3,3	2,0
2011 1° trim.	0,6	0,8	-0,8	-1,7	0,5	0,3	0,4	1,0	1,9	0,7	0,2	1,7	0,6
2° trim.	-2,2	-3,0	1,3	4,2	-2,7	0,6	-2,0	-4,1	-4,1	-3,8	-3,9	-3,5	-1,4
3° trim.	-1,1	-1,0	-1,3	-0,8	-1,4	-1,0	-1,1	0,3	-1,5	0,6	-1,6	-1,3	-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

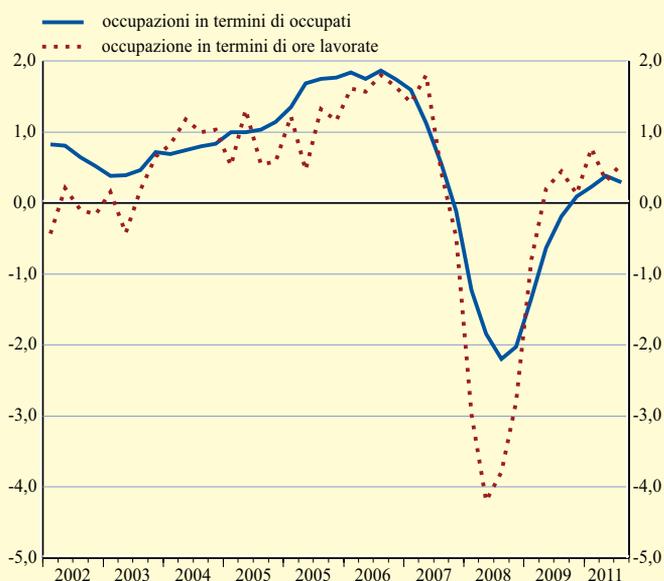
(dati destagionalizzati salvo diversa indicazione)

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

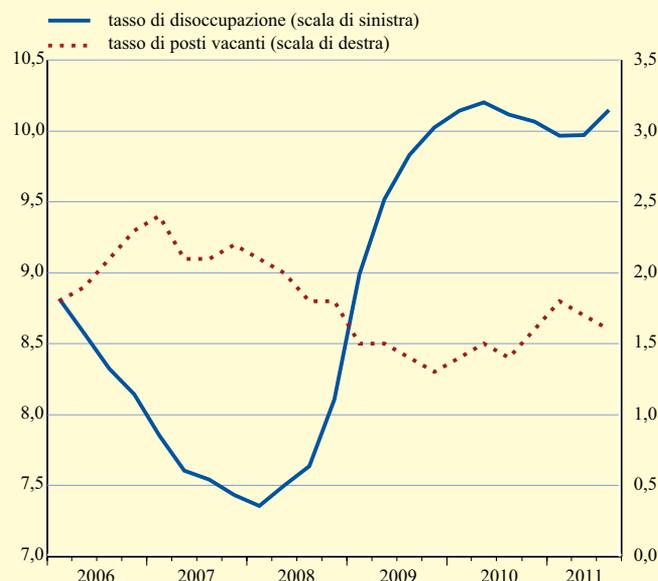
	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti <sup>2)</sup> in perc. del totale dei posti di lavoro
	Totale		Per età <sup>3)</sup>				Per genere <sup>4)</sup>				
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
in perc. del totale nel 2010	100,0		79,5		20,5		54,0		46,0		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2007	11,783	7,6	9,186	6,7	2,597	15,5	5,810	6,7	5,973	8,7	2,2
2008	11,973	7,6	9,294	6,6	2,678	16,0	6,049	7,0	5,923	8,5	1,9
2009	15,049	9,6	11,765	8,4	3,284	20,3	8,143	9,4	6,905	9,8	1,4
2010	15,926	10,1	12,655	8,9	3,271	20,9	8,592	10,0	7,334	10,3	1,5
2010 3° trim.	15,897	10,1	12,657	8,9	3,241	20,8	8,555	9,9	7,342	10,3	1,4
4° trim.	15,826	10,1	12,638	8,9	3,188	20,6	8,455	9,8	7,371	10,4	1,6
2011 1° trim.	15,671	10,0	12,497	8,8	3,174	20,6	8,340	9,7	7,331	10,3	1,8
2° trim.	15,728	10,0	12,553	8,8	3,175	20,6	8,369	9,7	7,359	10,3	1,7
3° trim.	16,037	10,1	12,810	9,0	3,227	20,9	8,496	9,8	7,541	10,5	1,6
2011 giu.	15,787	10,0	12,609	8,9	3,179	20,6	8,378	9,7	7,409	10,3	-
lug.	15,928	10,1	12,733	8,9	3,195	20,7	8,446	9,8	7,482	10,4	-
ago.	15,984	10,1	12,781	9,0	3,202	20,8	8,457	9,8	7,527	10,5	-
set.	16,198	10,2	12,915	9,1	3,283	21,1	8,585	9,9	7,613	10,6	-
ott.	16,327	10,3	13,000	9,1	3,327	21,4	8,720	10,1	7,607	10,6	-
nov.	16,372	10,3	12,978	9,1	3,394	21,7	8,699	10,0	7,673	10,7	-

### F28 Occupazione: occupati e ore lavorate

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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



Fonte: Eurostat.

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



## FINANZA PUBBLICA

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

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

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
		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 <sup>3)</sup>		
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE			
													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 <sup>4)</sup>							
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)	Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
2002	-2,7	-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 (+) <sup>5)</sup>

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2007	-0,3	0,2	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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>			Altri creditori <sup>3)</sup>	
						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 <sup>4)</sup>				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 <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Fonte della variazione			Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori <sup>6)</sup>
		Fabbisogno <sup>2)</sup>	Effetti di rivalutazione <sup>3)</sup>	Altre variazioni in volume <sup>4)</sup>	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>5)</sup>	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	2,1	2,7	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,3	-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 (+) <sup>7)</sup>	Raccordo disavanzo-debito <sup>8)</sup>											Altro <sup>9)</sup>	
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume		
			Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli <sup>10)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2002	2,1	-2,7	-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 <sup>1)</sup>**  
(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Entrate correnti					Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>	
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	Imposte in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005 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 <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

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

	Totale 1	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi 2	Prestiti 3	Titoli a breve termine 4	Titoli a lungo termine 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

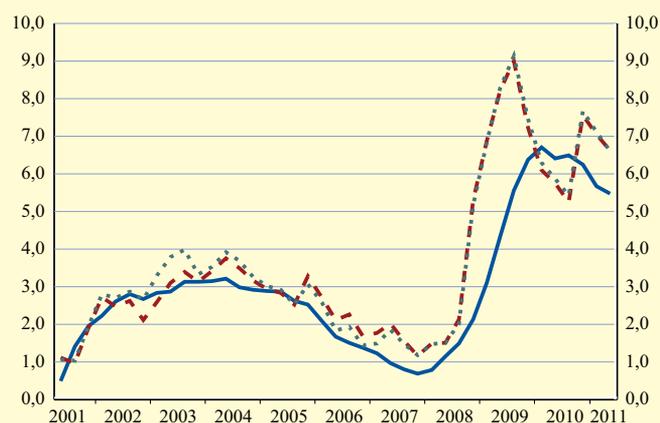
### 2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

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

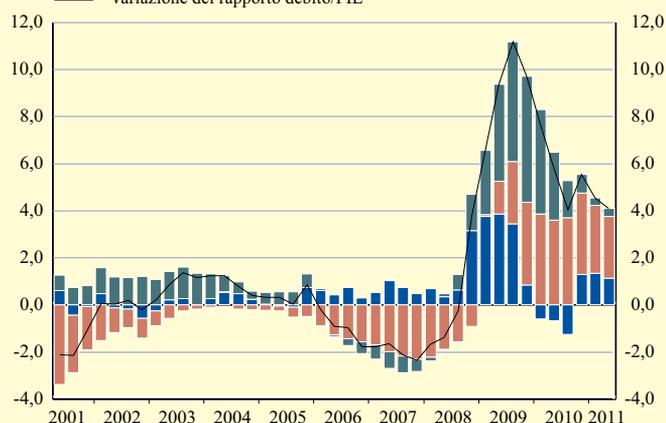
— disavanzo  
- - - variazione del debito  
... fabbisogno



### 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 <sup>1)</sup> (miliardi di euro; transazioni nette)

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario						Errori e omissioni
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2008	-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.	-9,9	1,7	16,1	0,3	-28,0	2,6	-7,4	10,9	-7,2	31,3	-3,9	-13,3	3,9	-3,5
2010 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.	-0,7	2,8	6,6	-0,1	-10,0	-0,1	-0,8	1,6	-7,5	20,5	1,4	-14,4	1,6	-0,8
ott.	1,7	1,4	5,0	3,0	-7,6	1,5	3,2	-9,0	-7,4	-24,7	-0,4	24,6	-1,1	5,8
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2011 ott.	-59,7	-12,8	52,9	-0,5	-99,2	9,7	-50,0	45,8	35,3	305,0	6,1	-294,9	-5,7	4,3
<i>flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>														
2011 ott.	-0,6	-0,1	0,6	0,0	-1,1	0,1	-0,5	0,5	0,4	3,3	0,1	-3,2	-0,1	0,0

### 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

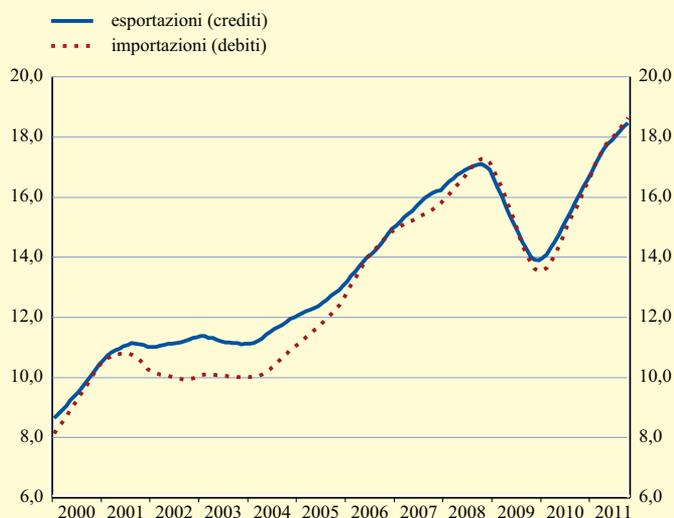
(miliardi di euro; transazioni)

### 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.	710,4	720,4	-9,9	442,2	440,6	140,7	124,6	110,8	110,5	16,7	.	44,7	.	5,4	2,9
2011 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.	245,7	246,4	-0,7	154,2	151,4	47,2	40,6	38,8	39,0	5,4	.	15,4	.	0,9	1,0
ott.	244,5	242,7	1,7	152,7	151,4	46,9	41,9	37,2	34,2	7,6	.	15,3	.	2,4	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.	714,9	725,4	-10,5	441,2	440,7	133,0	120,1	116,8	117,7	23,9	.	46,9	.	.	.
2011 ago.	238,8	244,7	-5,9	147,9	148,9	44,1	40,3	38,7	39,9	8,1	.	15,6	.	.	.
set.	240,4	238,1	2,2	147,3	144,8	45,2	39,6	39,7	38,4	8,2	.	15,4	.	.	.
ott.	242,0	249,6	-7,5	147,4	151,8	46,7	41,6	39,2	40,4	8,8	.	15,7	.	.	.
	flussi cumulati sui 12 mesi														
2011 ott.	2.828,0	2.886,7	-58,7	1.730,2	1.744,5	535,2	482,0	469,5	468,9	93,2	.	191,3	.	.	.
	flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL														
2011 ott.	30,2	30,8	-0,6	18,5	18,6	5,7	5,1	5,0	5,0	1,0	.	2,0	.	.	.

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

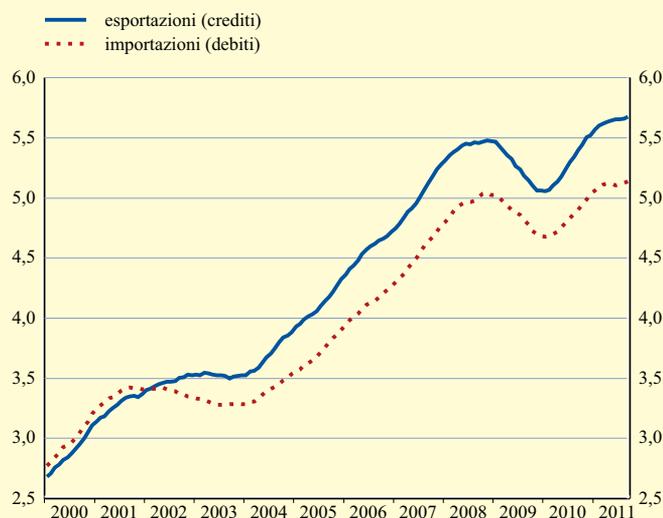
(dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



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		
Utili reinvestiti	Utili reinvestiti	Crediti	Debiti	Crediti											Debiti	Crediti
	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															
<b>Conto corrente</b>	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
<b>Conto capitale</b>	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															
<b>Conto corrente</b>	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
<b>Conto capitale</b>	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															
<b>Conto corrente</b>	-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
<b>Conto capitale</b>	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 <sup>1)</sup>			Totale in perc. del PIL			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Consistenze (posizioni patrimoniali sull'estero)</b>														
2007	13.992,8	15.266,8	-1.274,0	155,0	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	177,2	-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	163,7	178,2	-14,5	4.861,2	3.765,7	4.768,0	7.681,2	-49,1	5.080,6	5.144,9	581,0
<b>Variazioni nelle consistenze</b>														
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
<b>Transazioni</b>														
2007	1.940,3	1.943,2	-3,0	21,5	21,5	0,0	512,9	422,5	439,5	566,3	66,9	915,8	954,4	5,1
2008	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.	60,1	71,0	-10,9	2,6	3,0	-0,5	24,9	17,7	-82,6	-51,3	3,9	118,0	104,6	-3,9
2011 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.	26,8	28,4	-1,6	.	.	.	18,6	11,1	-11,1	9,4	-1,4	22,3	7,9	-1,6
ott.	-57,6	-66,6	9,0	.	.	.	17,0	9,6	-35,2	-59,9	0,4	-40,8	-16,3	1,1
<b>Altre variazioni</b>														
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
<b>Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio</b>														
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
<b>Altre variazioni dovute a oscillazioni dei prezzi</b>														
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
<b>Altre variazioni dovute ad altre rettifiche</b>														
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
<b>Tassi di crescita delle consistenze</b>														
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	
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>														
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
<b>Transazioni</b>														
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.	24,9	11,6	1,6	10,1	13,2	-1,7	14,9	17,7	31,7	1,5	30,2	-14,0	0,2	-14,2
2011 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.	18,6	8,4	0,2	8,2	10,2	-0,2	10,5	11,1	7,5	0,5	7,0	3,6	0,3	3,3
ott.	17,0	14,0	0,0	14,0	3,0	0,2	2,8	9,6	5,5	0,1	5,3	4,2	-0,1	4,3
<b>Tassi di crescita</b>														
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	2,4	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

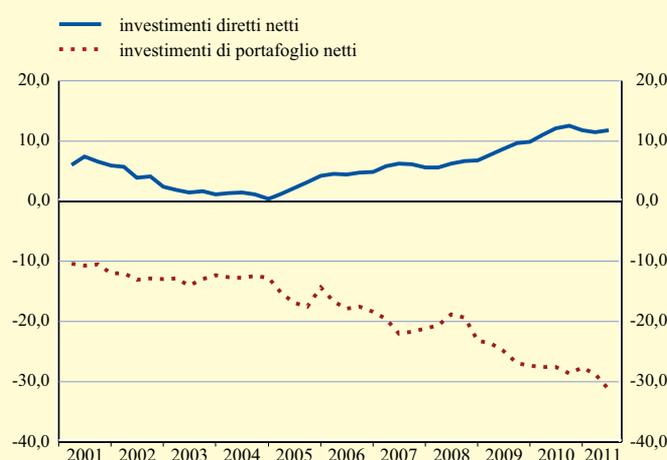
(importi in essere a fine periodo; in percentuale del PIL)



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		Totale	Obbligazioni e note			Strumenti di mercato monetario						
				Euro-sistema	Amministrazioni pubbliche		IFM	Euro-sistema	non IFM	Amministrazioni pubbliche	Totale	IFM	non IFM			
													Euro-sistema	Amministrazioni pubbliche	Euro-sistema	Amministrazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>																
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
<b>Transazioni</b>																
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.	-82,6	-48,7	-10,0	-0,1	-38,6	.	-49,9	-37,7	-1,4	-12,2	.	15,9	18,4	4,9	-2,5	.
2011 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.	-11,1	-11,4	-1,0	0,0	-10,4	.	-20,2	-11,1	-0,2	-9,1	.	20,6	27,9	0,6	-7,4	.
ott.	-35,2	-6,4	-3,2	-0,1	-3,2	.	-11,8	-6,7	0,6	-5,1	.	-17,0	-22,4	-6,3	5,4	.
<b>Tassi di crescita</b>																
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	24,7	.

#### 4. Investimenti di portafoglio: passività

	Totale	Azioni e altre partecipazioni			Strumenti di debito							
		Totale	IFM	non IFM	Obbligazioni e note				Strumenti di mercato monetario			
					Totale	IFM	non IFM	Amministrazioni pubbliche	Totale	IFM	non IFM	
											Euro-sistema	Amministrazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>												
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
<b>Transazioni</b>												
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.	-51,3	-16,6	5,2	-21,8	-38,7	12,7	-51,4	.	4,0	2,9	1,1	.
2011 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.	9,4	-5,5	1,6	-7,1	-2,3	4,5	-6,8	.	17,2	7,8	9,4	.
ott.	-59,9	-6,6	2,1	-8,7	-40,2	-23,6	-16,6	.	-13,2	-5,1	-8,0	.
<b>Tassi di crescita</b>												
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	-2,1	.

Fonte: BCE.

**7.3 Conto finanziario**

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

**5. Altri investimenti: attività**

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>															
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
<b>Transazioni</b>															
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.	118,0	-2,9	.	.	88,6	.	.	-6,3	.	.	-1,6	38,5	.	.	15,1
2011 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.	22,3	-3,3	.	.	4,4	.	.	2,7	.	.	3,1	18,5	.	.	10,9
ott.	-40,8	-1,4	.	.	-73,2	.	.	6,8	.	.	7,6	26,9	.	.	11,4
<b>Tassi di crescita</b>															
2009	-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
2010	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	.	.	16,4	.	.	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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>															
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
<b>Transazioni</b>															
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.	104,6	29,9	.	.	7,3	.	.	23,5	.	.	.	44,0	.	.	.
2011 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.	7,9	8,6	.	.	-21,4	.	.	19,0	.	.	.	1,6	.	.	.
ott.	-16,3	-7,4	.	.	-33,8	.	.	2,8	.	.	.	22,1	.	.	.
<b>Tassi di crescita</b>															
2009	-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
2010	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	.	.	.	2,6	.	.	.

Fonte: BCE.

## 7.3 Conto finanziario

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

### 7. Riserve ufficiali<sup>1)</sup>

	Riserve ufficiali													Per memoria				
	Totale	Oro monetario		DSP	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera							Altre attività	Altre attività in valuta estera	Deflussi previsti netti a breve termine di valuta estera	Assegnazione di DSP		
		in miliardi di euro	in milioni di once			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli			Strumenti finanziari derivati						
		1	2				3	4	5	6	7						8	9
	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 ott. nov.	651,6	426,6	346,843	51,8	25,6	147,6	5,1	8,7	133,8	-	-	-	0,0	0,0	30,4	-22,7	53,4	
	683,4	451,3	346,844	52,7	26,3	153,1	5,8	8,9	138,7	-	-	-	-0,2	0,0	32,7	-21,8	54,5	
	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
	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	57,0	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.	120,4	53,4	5,1	41,8	2,2	2,3	15,5	23,9	2,9	51,9	26,1	
2011 1° trim.	117,6	51,3	5,4	40,7	2,2	2,4	15,4	24,2	2,9	49,7	25,3	
2° trim.	119,7	50,7	5,8	43,1	2,2	2,4	15,4	25,5	3,0	49,9	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
<b>2010</b>	<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>														
<b>Investimenti diretti</b>	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
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	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
<b>Altri investimenti</b>	-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
<b>dal 3° trim. 2010 al 2° trim. 2011</b>	<b>Transazioni cumulate</b>														
<b>Investimenti diretti</b>	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
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	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
<b>Altri investimenti</b>	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 <sup>1)</sup>

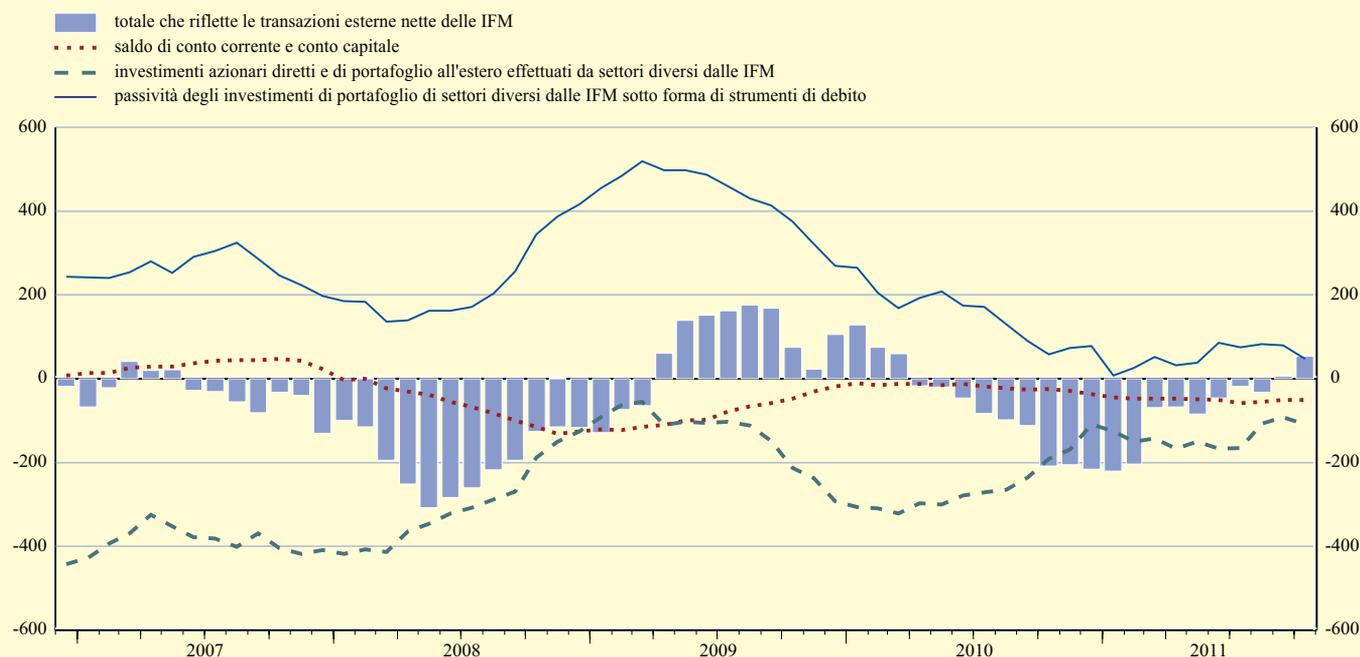
(miliardi di euro; transazioni)

### Voci di bilancia dei pagamenti che riflettono le transazioni nette delle IFM

	Totale	Saldo di conto corrente e conto capitale	Transazioni di istituzioni diverse dalle IFM								Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni
			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio				Altri investimenti			
			All'estero da residenti	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività		Passività		Attività	Passività		
					Azioni	Strumenti di debito	Azioni	Strumenti di debito				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2008	-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.	-7,3	-7,4	-25,0	15,9	38,6	14,7	-21,8	-50,2	-32,2	67,5	-3,9	-3,5
2010 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.	13,4	-0,8	-18,6	10,3	10,4	16,5	-7,1	2,5	-21,2	20,7	1,4	-0,8
ott.	-37,9	3,2	-16,8	9,6	3,2	-0,3	-8,7	-24,6	-33,8	24,9	-0,4	5,8
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2011 ott.	53,1	-50,4	-165,5	216,0	8,5	-68,3	53,8	47,1	-158,9	160,5	6,1	4,3

## F38 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

**7.5 Commercio di beni**
**1. Esportazioni e importazioni in valore e in volume, per categoria merceologica<sup>1)</sup>**  
(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Settore manifatturiero	Totale			Per memoria: Settore mani- fatturiero	Petrolio		
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2009	-18,0	-21,7	1.280,3	628,0	264,4	355,4	1.063,0	1.267,8	734,6	194,0	317,3	842,0	182,0
2010	20,0	22,5	1.533,0	765,2	311,4	420,0	1.269,3	1.547,6	946,3	229,9	348,3	1.018,4	247,4
2010 4° trim.	22,1	25,6	404,9	202,0	84,5	109,6	333,7	407,7	253,9	59,1	89,5	266,4	66,4
2011 1° trim.	21,4	23,6	427,1	214,4	86,1	116,1	350,2	434,3	274,7	59,8	91,7	277,5	74,3
2° trim.	13,0	12,3	429,1	215,6	86,7	116,2	350,7	434,4	278,6	58,6	89,7	274,9	77,1
3° trim.	9,4	9,0	435,9	218,4	86,8	118,5	358,0	437,8	279,7	58,6	91,4	275,2	80,1
2011 mag.	22,4	17,7	146,1	73,2	30,3	40,0	120,6	147,2	94,2	19,6	30,5	93,9	25,3
giu.	3,3	3,3	138,7	70,1	28,1	36,8	113,5	141,0	90,5	18,7	29,5	89,1	24,8
lug.	5,1	7,2	141,9	71,5	28,1	38,3	116,4	145,0	93,0	19,4	29,9	90,6	27,3
ago.	13,8	11,8	147,8	73,7	29,7	40,3	122,1	148,8	94,8	20,2	31,1	94,8	26,4
set.	9,8	8,1	146,2	73,2	29,0	39,9	119,4	144,0	91,9	19,0	30,5	89,7	26,3
ott.	5,7	7,4	143,3	.	.	.	116,1	143,0	.	.	.	88,1	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2009	-16,5	-13,6	119,6	114,9	119,0	128,1	115,9	109,8	101,1	115,7	136,7	111,1	101,8
2010	14,9	10,7	136,8	132,4	138,5	143,7	133,9	120,9	113,0	131,1	143,3	127,8	100,8
2010 4° trim.	15,2	10,4	142,8	137,5	150,1	148,4	139,7	123,7	116,5	134,3	145,1	132,1	102,9
2011 1° trim.	13,3	7,5	146,1	141,1	149,8	152,7	143,1	124,8	117,3	132,8	145,0	133,7	97,1
2° trim.	8,1	2,3	146,8	140,6	152,0	154,2	144,0	123,4	115,8	133,4	143,4	134,0	92,5
3° trim.	5,1	2,1	147,8	141,7	151,1	155,0	145,8	124,2	116,8	134,0	142,8	133,4	98,4
2011 apr.	8,0	4,2	147,9	140,9	149,6	156,4	143,4	124,0	116,1	139,1	142,7	134,3	95,2
mag.	17,3	8,0	150,0	143,4	159,1	159,2	148,6	126,6	118,8	135,2	147,3	138,6	91,0
giu.	0,1	-4,8	142,4	137,5	147,1	147,0	139,9	119,5	112,6	126,0	140,2	129,3	91,3
lug.	1,4	1,0	144,5	139,3	147,1	150,6	142,3	124,0	117,1	133,6	140,9	132,2	100,7
ago.	9,1	3,9	150,3	143,2	155,3	158,2	149,1	125,8	118,2	138,6	143,9	137,3	97,2
set.	5,4	1,5	148,5	142,7	151,1	156,3	146,0	122,7	115,3	129,8	143,5	130,7	97,2

**2. Prezzi<sup>2)</sup>**  
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (f.o.b.) <sup>3)</sup>							Prezzi all'importazione dei prodotti industriali (c.i.f.)						
	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Settore mani- fatturiero	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Settore mani- fatturiero		
		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale	100,0	100,0	33,1	44,5	17,9	4,5	99,2	100,0	100,0	28,4	27,9	22,1	21,6	81,1
2009	101,5	-2,7	-4,0	0,5	0,5	-23,7	-2,6	100,1	-8,7	-4,8	1,8	1,0	-28,3	-2,6
2010	105,4	3,8	4,8	1,4	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	5,8	8,5	2,1	2,9	25,8	5,8	118,3	12,0	11,0	0,8	5,7	29,5	7,0
2° trim.	110,0	4,1	6,0	0,8	1,8	22,0	4,0	119,0	7,8	4,6	-2,5	3,3	25,6	2,8
3° trim.	110,4	4,0	5,0	0,9	1,8	25,5	3,9	119,2	7,5	3,0	-3,1	2,9	26,8	2,2
2011 giu.	110,0	3,4	5,1	0,6	1,2	18,8	3,3	118,2	6,2	3,1	-3,6	2,3	22,8	1,5
lug.	110,4	4,0	5,3	0,8	1,7	25,9	3,9	119,2	7,7	4,0	-3,6	3,0	27,2	2,2
ago.	110,3	3,8	4,8	0,8	1,8	23,4	3,7	118,7	6,8	2,6	-3,0	2,6	24,3	2,0
set.	110,6	4,0	4,8	1,1	1,9	27,2	4,0	119,8	8,0	2,5	-2,7	3,3	29,1	2,3
ott.	110,5	4,1	4,4	1,8	2,4	24,4	4,0	119,8	8,3	1,6	-1,1	4,0	28,6	2,8
nov.	110,6	3,9	3,8	1,8	2,4	22,3	3,8	120,2	7,6	0,9	-1,1	3,3	26,8	2,2

Fonte: Eurostat.

- I raggruppamenti dei prodotti seguono la classificazione per destinazione economica (*Broad Economic Categories* - BEC). A differenza dei raggruppamenti della tavola 2, i beni intermedi e i beni di consumo comprendono i prodotti agricoli ed energetici.
- I raggruppamenti di prodotti seguono la classificazione dei "Raggruppamenti principali di industrie". A differenza dei raggruppamenti della tavola 1, i beni intermedi e di consumo non includono i prodotti agricoli ed energetici. Il settore manifatturiero ha una composizione diversa rispetto ai dati indicati nelle colonne 7 e 12 della tavola 1. I dati riportati sono indici dei prezzi che indicano variazioni pure dei prezzi per un paniere di prodotti e non sono semplici rapporti dei valori e dei volumi indicati nella tavola 1, i quali risentono delle variazioni della composizione e della qualità dei beni scambiati. Questi indici differiscono dai deflatori del PIL per le importazioni e le esportazioni (cfr. tavola 3 della sezione 5.1), poiché questi ultimi comprendono tutti i beni e i servizi nonché anche il commercio transfrontaliero all'interno dell'area dell'euro.
- I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono agli scambi diretti tra produttori interni e clienti non nazionali. A differenza dei dati riportati nella tavola 1 per i valori e i volumi, non sono incluse le esportazioni da parte di grossisti e le reimportazioni.

## 7.5 Commercio di beni

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

### 3. Scomposizione per area geografica

	Totale	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia		Africa	America Latina	Altri paesi	
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone				
															1
<b>Esportazioni (f.o.b.)</b>															
2009	1.280,3	27,4	41,5	175,3	174,6	50,1	79,0	34,8	152,5	284,4	68,9	28,6	92,0	54,4	29,4
2010	1.533,0	30,1	52,6	194,8	208,6	63,4	92,7	47,4	180,6	355,9	94,8	34,6	104,9	73,4	17,8
2010 2° trim.	379,0	7,3	13,2	48,0	51,0	15,3	22,8	11,5	45,2	88,8	23,6	8,7	25,7	18,5	4,8
3° trim.	396,8	7,6	13,4	50,1	54,0	17,1	23,9	12,1	47,7	92,1	24,0	8,9	26,8	18,9	3,9
4° trim.	404,9	8,1	14,1	50,3	56,0	17,4	24,6	13,3	46,3	93,5	25,5	9,0	27,5	19,2	3,9
2011 1° trim.	427,1	8,0	15,0	53,0	59,1	18,7	25,9	15,3	50,0	99,4	28,9	9,3	28,0	20,2	0,3
2° trim.	429,1	8,2	15,4	52,0	60,3	20,0	26,2	14,3	48,1	98,4	27,3	9,5	27,1	21,0	3,9
3° trim.	435,9	8,3	15,6	53,3	61,2	20,7	28,3	13,5	48,3	101,4	28,6	10,2	27,6	21,1	2,4
2011 mag.	146,1	2,8	5,3	18,0	20,5	7,1	9,1	4,8	16,3	33,9	9,5	3,2	9,1	7,3	-0,2
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	8,8	6,6	0,6
lug.	141,9	2,8	5,2	17,2	19,8	6,6	9,3	4,5	15,5	33,0	9,2	3,2	9,0	6,9	1,1
ago.	147,8	2,8	5,3	18,3	20,9	7,0	9,5	4,5	17,0	34,5	9,9	3,5	9,2	7,2	0,1
set.	146,2	2,8	5,1	17,8	20,5	7,1	9,6	4,5	15,7	33,9	9,6	3,4	9,4	7,0	1,2
ott.	143,3	.	.	.	.	6,6	9,6	4,4	15,5	34,3	10,2	3,6	9,2	6,8	.
<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	6,8	4,8	1,2
<b>Importazioni (c.i.f.)</b>															
2009	1.267,8	27,1	38,2	127,1	161,9	84,3	65,4	26,6	116,3	380,9	157,9	44,2	94,9	59,5	-25,3
2010	1.547,6	27,4	47,4	147,7	195,6	112,7	73,3	30,9	129,8	494,6	208,6	51,4	119,2	75,3	-49,8
2010 2° trim.	385,7	6,8	11,9	36,6	48,4	28,5	19,5	7,6	32,0	125,1	53,0	13,1	29,9	18,2	-14,9
3° trim.	400,8	6,9	12,6	37,6	50,2	28,2	18,8	7,8	34,3	130,5	55,6	13,2	29,7	19,4	-11,0
4° trim.	407,7	7,0	12,6	38,5	52,4	30,2	18,2	8,3	34,1	128,3	54,1	13,1	32,6	21,0	-14,0
2011 1° trim.	434,3	7,2	13,2	40,8	55,7	34,7	18,9	9,0	35,4	135,6	54,9	13,7	35,7	21,5	-17,0
2° trim.	434,4	7,5	13,4	40,8	56,3	34,7	19,6	8,9	34,0	138,6	55,9	12,7	30,5	21,9	-15,1
3° trim.	437,8	7,4	13,7	42,2	57,2	32,2	21,8	8,6	34,2	137,4	54,3	13,2	30,7	23,4	-11,9
2011 mag.	147,2	2,7	4,7	13,7	19,1	12,7	6,7	3,0	11,4	46,4	18,8	4,2	9,9	7,4	-6,0
giu.	141,0	2,4	4,3	13,4	18,6	9,7	6,5	2,9	11,0	45,5	18,5	4,1	10,8	7,1	-4,0
lug.	145,0	2,4	4,5	14,0	18,7	11,9	6,7	2,9	11,0	46,4	18,2	4,5	9,6	7,7	-5,6
ago.	148,8	2,5	4,7	14,1	19,1	9,9	8,2	2,9	11,5	46,9	19,0	4,5	10,7	8,1	-2,6
set.	144,0	2,5	4,5	14,2	19,4	10,3	6,9	2,8	11,7	44,1	17,2	4,3	10,4	7,6	-3,7
ott.	143,0	.	.	.	.	11,6	6,7	2,8	11,9	44,3	17,4	4,3	10,2	7,6	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2010	100,0	1,8	3,1	9,6	12,6	7,3	4,7	2,0	8,4	31,9	13,5	3,3	7,7	4,9	-3,2
<b>Saldo</b>															
2009	12,5	0,3	3,3	48,2	12,7	-34,2	13,5	8,2	36,2	-96,4	-88,9	-15,6	-2,9	-5,1	54,7
2010	-14,6	2,7	5,2	47,1	13,1	-49,3	19,4	16,5	50,8	-138,7	-113,8	-16,8	-14,3	-1,8	67,6
2010 2° trim.	-6,8	0,5	1,3	11,4	2,6	-13,2	3,3	3,9	13,2	-36,3	-29,4	-4,4	-4,2	0,4	19,7
3° trim.	-4,0	0,7	0,9	12,5	3,9	-11,1	5,1	4,4	13,4	-38,4	-31,6	-4,3	-2,9	-0,5	14,9
4° trim.	-2,8	1,1	1,5	11,8	3,6	-12,8	6,5	5,0	12,1	-34,8	-28,6	-4,1	-5,0	-1,8	17,9
2011 1° trim.	-7,2	0,8	1,8	12,3	3,4	-16,0	7,0	6,4	14,6	-36,1	-26,0	-4,4	-7,7	-1,3	17,3
2° trim.	-5,3	0,7	2,0	11,3	3,9	-14,6	6,7	5,4	14,0	-40,2	-28,6	-3,2	-3,4	-0,9	19,0
3° trim.	-1,9	0,9	1,9	11,0	4,0	-11,6	6,5	5,0	14,1	-36,0	-25,7	-3,0	-3,2	-2,3	14,3
2011 mag.	-1,1	0,1	0,6	4,3	1,5	-5,6	2,4	1,9	4,9	-12,5	-9,2	-1,0	-0,8	-0,1	5,8
giu.	-2,3	0,3	0,7	3,7	1,4	-3,2	1,6	1,6	4,5	-13,4	-9,6	-1,0	-2,1	-0,5	4,6
lug.	-3,1	0,4	0,7	3,2	1,1	-5,4	2,6	1,6	4,5	-13,5	-9,0	-1,2	-0,6	-0,7	6,7
ago.	-1,0	0,3	0,6	4,2	1,8	-3,0	1,3	1,6	5,5	-12,4	-9,1	-1,0	-1,6	-0,9	2,8
set.	2,2	0,3	0,6	3,6	1,1	-3,2	2,7	1,7	4,0	-10,1	-7,6	-0,8	-1,0	-0,7	4,8
ott.	0,3	.	.	.	.	-5,0	2,8	1,5	3,6	-10,0	-7,2	-0,7	-1,0	-0,8	.

Fonte: Eurostat.



## TASSI DI CAMBIO

### 8.1 Tassi di cambio effettivi <sup>1)</sup>

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

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

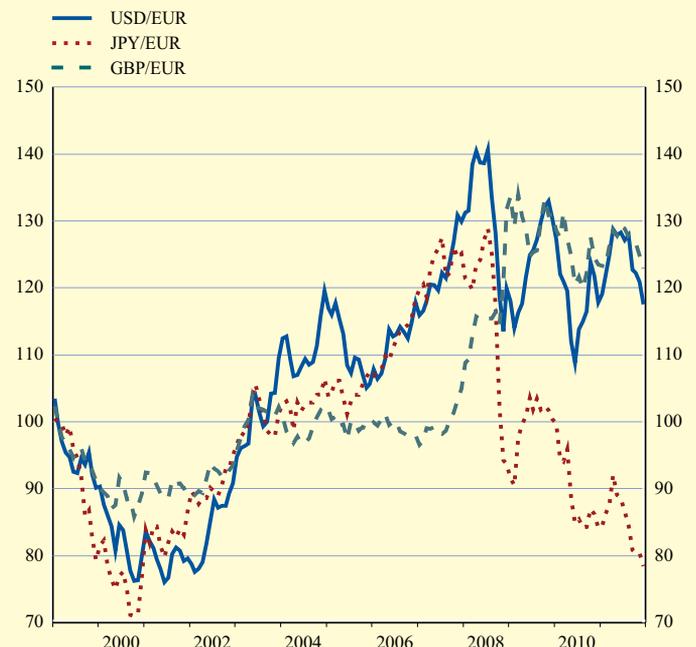
### F39 Tassi di cambio effettivi

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



### F40 Tassi di cambio bilaterali

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



Fonte: BCE.

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

## 8.2 Tassi di cambio bilaterali

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

	Lev bulgaro	Corona ceca	Corona danese	Lat lettone	Litas lituano	Fiorino ungherese	Zloty polacco	Nuovo leu romeno	Corona svedese	Sterlina britannica	Kuna croata	Nuova lira turca
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	1,9558	24,590	7,4506	0,7063	3,4528	279,37	4,1206	4,2391	9,0298	0,86788	7,4390	2,3378
2011 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
4° trim.	1,9558	25,276	7,4398	0,7017	3,4528	303,47	4,4207	4,3365	9,0910	0,85727	7,4968	2,4759
2011 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
dic.	1,9558	25,514	7,4341	0,6975	3,4528	304,19	4,4774	4,3282	9,0184	0,84405	7,5136	2,4632
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2011 dic.	0,0	0,2	-0,1	-0,6	0,0	-1,6	1,0	-0,6	-1,3	-1,6	0,3	0,3
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2011 dic.	0,0	1,4	-0,3	-1,7	0,0	9,6	12,0	0,8	-0,4	-0,5	1,7	22,2
	Dollaro australiano	Real brasiliano	Dollaro canadese	Yuan renminbi cinese	Dollaro di Hong Kong	Corona islandese <sup>1)</sup>	Rupia indiana <sup>2)</sup>	Rupia indonesiana	Shekel israeliano	Yen giapponese	Ringgit malese	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
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	1,3484	2,3265	1,3761	8,9960	10,8362	-	64,8859	12.206,51	4,9775	110,96	4,2558	
2011 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	
4° trim.	1,3316	2,4240	1,3788	8,5682	10,4879	-	68,5352	12.111,94	5,0172	104,22	4,2458	
2011 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	
dic.	1,3003	2,4175	1,3481	8,3563	10,2496	-	69,2066	11.965,40	4,9725	102,55	4,1639	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2011 dic.	-3,1	-0,1	-3,0	-3,0	-2,8	-	0,5	-2,0	-1,6	-2,4	-2,6	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2011 dic.	-2,3	8,0	1,2	-4,9	-0,3	-	16,0	0,3	4,4	-6,9	0,8	
	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	
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	17,2877	1,7600	7,7934	60,260	40,8846	1,7489	10,0970	1.541,23	1,2326	42,429	1,3920	
2011 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	
4° trim.	18,3742	1,7353	7,7602	58,566	42,0737	1,7348	10,9209	1.542,87	1,2293	41,791	1,3482	
2011 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	
dic.	18,1174	1,7102	7,7451	57,537	41,5686	1,7070	10,7829	1.513,26	1,2276	41,099	1,3179	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2011 dic.	-2,4	-2,7	-0,5	-2,1	-0,6	-2,3	-2,5	-1,6	-0,3	-2,1	-2,8	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2011 dic.	10,6	-2,8	-2,0	-0,9	2,0	-1,1	19,6	0,0	-4,2	3,3	-0,3	

Fonte: BCE.

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

2) Per questa valuta la BCE calcola e pubblica tassi di cambio di riferimento per l'euro dal 1° gennaio 2009. I dati precedenti vanno intesi come indicativi.



## INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO

### 9.1 Indicatori economici e finanziari negli altri Stati membri dell'UE (variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Bulgaria	Repubblica Ceca	Danimarca	Lettonia	Lituania	Ungheria	Polonia	Romania	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>IACP</b>										
2010	3,0	1,2	2,2	-1,2	1,2	4,7	2,7	6,1	1,9	3,3
2011	.	2,1	2,7	.	4,1	.	.	.	.	.
2011 3° trim.	3,1	2,0	2,6	4,4	4,6	3,4	3,7	4,2	1,6	4,7
4° trim.	.	2,8	2,5	.	4,0	.	.	.	.	.
2011 ott.	3,0	2,6	2,7	4,3	4,2	3,8	3,8	3,6	1,1	5,0
nov.	2,6	2,9	2,5	4,0	4,4	4,3	4,4	3,5	1,1	4,8
dic.	.	2,8	2,4	.	3,5	.	.	.	.	.
<b>Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL</b>										
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
<b>Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL</b>										
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
<b>Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno; media nel periodo</b>										
2011 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
nov.	5,27	3,67	2,01	5,73	5,25	8,53	5,80	7,43	1,69	2,29
dic.	5,23	3,70	1,86	5,93	5,75	8,97	5,84	7,21	1,68	2,12
<b>Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno; media nel periodo</b>										
2011 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
nov.	3,64	1,15	1,29	1,27	1,87	7,25	4,94	6,01	2,62	1,01
dic.	3,64	1,16	1,08	1,86	1,78	6,50	4,98	6,05	2,69	1,06
<b>PIL a prezzi costanti</b>										
2009	-5,5	-4,7	-5,8	-17,7	-14,8	-6,8	1,6	-7,1	-5,2	-4,4
2010	0,2	2,7	1,3	-0,3	1,4	1,3	3,9	-1,3	5,6	2,1
2011 1° trim.	3,3	2,8	2,2	3,1	5,4	1,9	4,5	1,3	5,8	1,7
2° trim.	2,0	2,0	1,7	5,3	6,5	1,7	4,6	1,9	4,8	0,6
3° trim.	1,6	1,2	0,0	6,1	7,3	1,5	4,2	4,4	4,6	0,5
<b>Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL</b>										
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	-3,7	6,5	-3,1
2011 1° trim.	2,0	2,5	5,8	1,2	1,8	3,0	-1,7	-2,6	8,0	-1,8
2° trim.	1,3	-6,1	7,2	1,3	-1,7	3,3	-2,1	-6,8	6,7	-1,4
3° trim.	12,1	-4,1	8,5	2,4	6,1	4,2	-3,6	-3,3	9,3	-4,4
<b>Debito estero lordo in percentuale del PIL</b>										
2009	108,3	51,6	188,5	156,5	87,0	144,7	59,4	69,0	210,8	416,9
2010	102,8	55,8	190,7	165,4	87,4	143,4	66,0	77,2	190,4	413,9
2011 1° trim.	98,5	55,2	185,4	158,1	85,5	137,3	68,3	74,6	188,5	416,6
2° trim.	96,6	55,4	181,5	154,7	85,8	137,0	68,7	78,1	190,0	418,2
3° trim.	93,7	57,5	182,7	151,4	82,9	146,3	72,4	77,8	197,8	435,6
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto</b>										
2009	12,7	2,4	5,7	-7,9	-1,4	2,9	2,2	3,8	4,6	5,7
2010	0,8	-0,7	-1,0	-10,2	-7,3	-3,2	4,7	-4,0	-1,7	1,7
2011 1° trim.	1,7	-0,2	-0,5	2,6	-3,0	3,0	2,6	-1,3	-2,4	-0,7
2° trim.	5,3	0,6	-1,0	2,3	-0,7	.	0,6	9,4	-0,7	0,8
3° trim.	7,8	0,4	0,4	1,9	-2,2	.	.	9,3	-1,0	2,1
<b>Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)</b>										
2009	6,9	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.	11,2	6,9	7,5	16,1	15,6	10,9	9,6	7,4	7,5	7,9
3° trim.	11,0	6,6	7,5	14,8	15,3	10,9	9,7	7,5	7,3	8,3
2011 set.	10,9	6,5	7,6	14,8	15,3	10,8	9,8	7,7	7,3	8,3
ott.	10,8	6,6	7,7	.	.	10,8	9,9	7,3	7,5	.
nov.	10,9	6,7	7,8	.	.	10,7	10,0	7,3	7,4	.

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

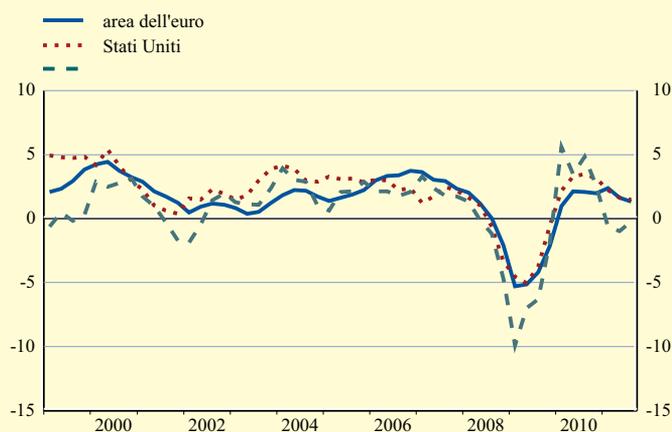
## 9.2 Indicatori economici e finanziari negli Stati Uniti e in Giappone

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>1)</sup>	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione, in percentuale della forza lavoro <sup>2)</sup> (dest.)	Aggregato monetario ampio <sup>3)</sup>	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi <sup>4)</sup>	Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero; <sup>5)</sup> dati di fine periodo	Tasso di cambio <sup>6)</sup> (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo <sup>6)</sup> in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Stati Uniti</b>											
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
2011	.	.	.	.	9,0	.	0,34	2,10	1,3920	.	.
2010 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	9,0	4,5	0,31	3,76	1,3680	-9,9	79,1
2° trim.	3,4	1,0	1,6	4,4	9,0	5,4	0,26	3,46	1,4391	-10,2	79,0
3° trim.	3,8	0,4	1,5	4,2	9,1	9,4	0,30	2,18	1,4127	.	.
4° trim.	.	.	.	.	8,7	.	0,48	2,10	1,3482	.	.
2011 ago.	3,8	.	.	4,2	9,1	10,2	0,29	2,51	1,4343	.	.
set.	3,9	.	.	4,4	9,0	10,1	0,35	2,18	1,3770	.	.
ott.	3,5	.	.	4,6	8,9	9,9	0,41	2,37	1,3706	.	.
nov.	3,4	.	.	4,2	8,7	9,8	0,48	2,30	1,3556	.	.
dec.	.	.	.	.	8,5	.	0,56	2,10	1,3179	.	.
<b>Giappone</b>											
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	.	.
2011	.	.	.	.	.	.	0,19	1,00	110,96	.	.
2010 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	.	.
4° trim.	.	.	.	.	.	.	0,20	1,00	104,22	.	.
2011 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	.	.	0,0	4,5	2,8	0,19	1,04	105,06	.	.
nov.	-0,5	.	.	-4,0	4,5	3,0	0,20	1,10	105,02	.	.
dec.	.	.	.	.	.	.	0,20	1,00	102,55	.	.

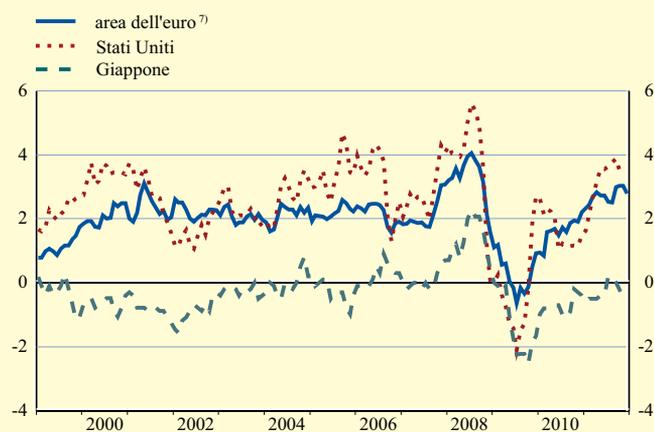
### F41 PIL a prezzi costanti

(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](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione "Monetary and financial statistics" della sezione "Statistics".

Il tasso di crescita sui dodici mesi  $a_t$  – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese  $t$  – può essere calcolato utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(g) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(h) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (h) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2001.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della formula (h). Ad esempio, il tasso di crescita sul mese precedente  $a_t^M$  può essere calcolato come:

$$(i) \quad a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$  dove  $a_t$  è definito come nelle precedenti formule (g) oppure (h).

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

Definendo  $F_t^Q$  e  $L_{t-3}$  come in precedenza, l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese  $t$  è definito come:

$$(j) \quad I_t = I_{t-3} \times \left( 1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese  $t$  (cioè  $a_t$ ), può essere calcolato utilizzando la formula (h).

#### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO <sup>1)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando

X-12-ARIMA <sup>2)</sup>. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette <sup>3)</sup>. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

#### SEZIONI DA 3.1 A 3.5

#### UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella sezione 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per le transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle

- 1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione "Statistics" del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione "Monetary and financial statistics".
- 2) Per ulteriori dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual e*, Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia *model-based* di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall *Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.
- 3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ovvero dicembre 2008) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

passività. Nel conto delle altre variazioni e nel bilancio finanziario, il totale delle attività finanziarie risulta pari al totale delle passività per ciascuna categoria di strumento finanziario, con la sola eccezione dell'oro monetario e dei diritti speciali di prelievo che, per definizione, non sono una passività per alcun settore.

### CALCOLO DEI SALDI

I saldi alla fine di ciascun conto nelle sezioni 3.1, 3.2 e 3.3 sono calcolati nei modi seguenti.

Il saldo commerciale è pari alle importazioni meno le esportazioni di beni e servizi nei confronti del resto del mondo relativamente all'area dell'euro.

Il margine operativo netto e reddito misto è definito solo per i settori residenti e viene calcolato come valore aggiunto lordo (prodotto interno lordo a prezzi di mercato per l'area dell'euro) meno redditi da lavoro dipendente (impieghi) meno altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (impieghi) meno consumo di capitale fisso (impieghi).

Il reddito nazionale netto è definito solo per i settori residenti. È calcolato come somma di margine operativo netto e reddito misto più i redditi da lavoro dipendente (risorse) più imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti più i redditi da capitale netti (risorse meno impieghi).

Anche il reddito netto disponibile è definito solo per i settori residenti ed è pari al reddito nazionale netto più imposte correnti nette sul reddito e sul patrimonio (risorse meno impieghi) più i contributi sociali netti (risorse meno impieghi) più le prestazioni sociali nette diverse dai trasferimenti sociali in natura (risorse meno impieghi) più gli altri trasferimenti correnti netti (risorse meno impieghi).

Il risparmio netto è definito per i settori residenti ed è calcolato come il reddito netto disponibile più la correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione (risorse meno impieghi) meno le spese per consumi

finali (impieghi). Per il resto del mondo, il conto corrente verso l'estero viene compilato come somma del saldo commerciale più tutti i redditi netti (risorse meno impieghi).

L'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 <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione per le emissioni totali di titoli è effettuata in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti per settore e per scadenza.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze nozionali. Le stime ottenute dei fattori stagionali vengono poi applicate alle consistenze, dalle quali si derivano le emissioni nette destagionalizzate. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

Come nelle formule l) e m), il tasso di crescita  $a_t$  per il mese  $t$  – ovvero, la variazione intervenuta nei sei mesi che terminano nel mese  $t$  – può

4) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione “Statistics” del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione “Monetary and financial statistics”.

essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(p) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(q) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

#### TAVOLA 1 DELLA SEZIONE 5.1

##### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni industriali non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici viene aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

#### TAVOLA 2 DELLA SEZIONE 7.1

##### DESTAGIONALIZZAZIONE DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando

X-12-ARIMA oppure TRAMO-SEATS a seconda della voce. I dati grezzi sui beni, sui servizi, sui redditi e sui trasferimenti correnti vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle giornate lavorative. La correzione per il numero di giornate lavorative nel conto corrente dei beni e in quello dei servizi tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. La destagionalizzazione di queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del conto corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagionalizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti dell'area dell'euro. I fattori stagionali (e quelli relativi alle giornate lavorative) vengono rivisti con frequenza semestrale o qualora ritenuto necessario.

#### SEZIONE 7.3

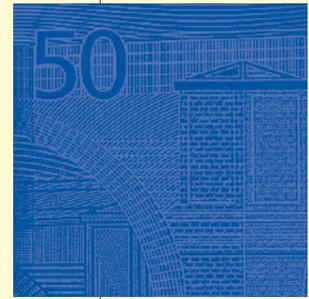
##### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI E ANNUALI

Il tasso di crescita sui dodici mesi per il trimestre  $t$  si calcola sulla base delle posizioni ( $L_t$ ) e delle transazioni trimestrali ( $F_t$ ), utilizzando la seguente formula:

$$(r) \quad a_t = \left( \prod_{i=t-3}^t \left( 1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Il tasso di crescita per le serie annuali equivale al tasso di crescita dell'ultimo trimestre dell'anno.





## NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie temporali più dettagliate e più lunghe, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)). È possibile consultare i dati nello *Statistical Data Warehouse* della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), predisposto con strumenti di ricerca e di *download*. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di *file* compressi in formato *Comma Separated Value* (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu).

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate all'11 gennaio 2012.

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

La composizione dell'area dell'euro è variata diverse volte nel corso degli anni. Quando è stato introdotto l'euro nel 1999, l'area dell'euro comprendeva i seguenti 11 paesi (gli Euro 11): Belgio, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. La Grecia ha aderito nel 2001, dando vita agli Euro 12. Si è passati agli Euro 13 con l'ingresso della Slovenia nel 2007; Cipro e Malta sono entrati nel 2008, dando origine agli Euro 15; con l'ingresso della Slovacchia nel 2009 si è passati agli Euro 16. Infine, con l'adesione dell'Estonia nel 2011, il numero dei paesi dell'area dell'euro è salito a 17.

### SERIE STATISTICHE CON COMPOSIZIONE FISSA

Serie statistiche aggregate relative a composizioni fisse dell'area dell'euro si riferiscono ad una determinata composizione, invariata per l'intera serie storica, indipendentemente dall'effettiva composizione prevalente nel periodo di riferimento delle statistiche. Ad esempio, serie aggregate sono calcolate per gli Euro 17 (aggregando i dati di tutti gli attuali 17 paesi partecipanti all'area dell'euro) per tutti gli anni, indipendentemente dal fatto che l'area dell'euro abbia questa composizione solo da gennaio 2011. Salvo diversa indicazione, il Bollettino mensile della BCE contiene serie statistiche relative all'attuale composizione dell'area.

### SERIE STATISTICHE CON COMPOSIZIONE EVOLUTIVA

Serie statistiche aggregate con composizione evolutiva dell'area dell'euro tengono conto della composizione dell'area dell'euro prevalente al periodo di riferimento delle statistiche. Ad esempio, serie statistiche dell'area dell'euro con composizione evolutiva aggregano i dati degli Euro 11 per il periodo fino alla fine del 2000, degli Euro 12 per il periodo dal 2001 alla fine del 2006, e così via. Seguendo questa impostazione, ciascuna serie statistica copre tutte le diverse composizioni dell'area dell'euro.

Per lo IAPC, così come per gli aggregati monetari e le loro controparti, i tassi di variazione sui dodici mesi sono compilati sulla base di indici concatenati, che collegano le serie dei paesi in ingresso nell'area con le statistiche dell'area dell'euro mediante l'indice di dicembre. Pertanto, se un paese entra nell'area dell'euro a gennaio di un certo anno, i tassi di variazione sui dodici mesi si riferiscono alla precedente composizione dell'area dell'euro, fino a dicembre dell'anno precedente incluso, e per i mesi

- 1) Per i periodi precedenti a gennaio 1999, i dati sulle statistiche monetarie delle sezioni 2.1-2.8 sono disponibili sul sito della BCE (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>) e nello *Statistical Data Warehouse* (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

successivi alla composizione più ampia. Le variazioni percentuali sono calcolate sulla base di indici concatenati, tenendo conto della composizione evolutiva dell'area. Le variazioni assolute relative agli aggregati monetari e alle contropartite (transazioni) si riferiscono alla composizione dell'area dell'euro esistente al periodo di riferimento delle statistiche.

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – originariamente espressi nelle monete nazionali dei paesi partecipanti e convertiti in ECU utilizzando i tassi di cambio correnti – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche monetarie, i dati anteriori al 1999<sup>1)</sup> sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio fissi irrevocabili con l'euro adottati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano su dati espressi in termini di moneta nazionale.

Laddove necessario, sono stati utilizzati metodi di aggregazione e/o consolidamento (compreso il consolidamento tra paesi).

I dati più recenti sono in molti casi provvisori e potranno essere rivisti in futuro. Eventuali discrepanze tra i totali e la somma delle loro componenti possono derivare da arrotondamenti.

Il gruppo “Altri Stati membri dell'UE” è costituito da: Bulgaria, Repubblica Ceca, Danimarca, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, Svezia e Regno Unito.

Nella maggioranza dei casi, la terminologia impiegata nelle tavole è coerente con gli standard definiti a livello internazionale, come quelli del Sistema europeo dei conti (SEC 95) e il Manuale di bilancia dei pagamenti dell'FMI. Le transazioni fanno riferimento a scambi volontari (misurati direttamente o derivati), mentre i flussi includono anche variazioni delle consistenze dovuti a cambiamenti di prezzo o tasso di cambio, cancellazioni e altre variazioni.

Nelle tavole, la locuzione “fino a  $n$  anni” equivale a “non superiore a  $n$  anni”.

## PRINCIPALI INDICATORI

L'andamento dei principali indicatori economici per l'area dell'euro è sintetizzato in una tavola riassuntiva.

## STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

La sezione 1.4 riporta le statistiche riguardanti riserva obbligatoria e fattori di liquidità. I periodi di mantenimento della riserva iniziano il giorno di regolamento della prima operazione di rifinanziamento principale (ORP) successiva alla riunione mensile in cui il Consiglio valuta la politica monetaria, per concludersi il giorno precedente la corrispondente data di regolamento del mese successivo. Le osservazioni a cadenza annuale e trimestrale si riferiscono ai valori medi dell'ultimo periodo di mantenimento delle riserve dell'anno/trimestre.

La tavola 1 nella sezione 1.4 mostra le componenti delle passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva. Le passività verso altre istituzioni creditizie dell'area dell'euro soggette all'obbligo di riserva, verso la BCE e le banche centrali nazionali partecipanti sono escluse dall'aggregato soggetto a riserva. Se un'istituzione creditizia non è in grado di fornire evidenza dell'ammontare delle proprie emissioni di obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute dalle istituzioni indicate, può dedurre una certa percentuale di queste passività dall'aggregato soggetto a riserva. La percentuale per il calcolo delle passività soggette a riserva era pari al 10 per cento fino a novembre 1999 e al 30 per cento nei mesi successivi.

La tavola 2 riporta i dati medi relativi ai periodi di mantenimento già terminati. L'ammontare della riserva dovuta da ogni istituzione creditizia è calcolato, in primo luogo, applicando alle passività soggette il corrispondente coefficiente di riserva, usando i dati di bilancio di fine mese. Successivamente, ogni istituzione creditizia sottrae da tale

ammontare una franchigia fissa di 100.000 euro. Gli ammontari positivi delle riserve dovute sono poi aggregati per il complesso dell'area dell'euro (colonna 1). I saldi di conto corrente si riferiscono alla media giornaliera aggregata dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie, comprensivi di quelli necessari al rispetto degli obblighi di riserva (colonna 2). Le riserve in eccesso sono pari alla media nel periodo dei saldi di conto corrente nel periodo di mantenimento in eccesso delle riserve dovute (colonna 3). Le inadempienze sono calcolate per le istituzioni creditizie che non hanno rispettato i loro obblighi di riserva come differenza media tra i saldi di conto corrente e le riserve dovute nel periodo di mantenimento (colonna 4). Il tasso di remunerazione della riserva obbligatoria (colonna 5) è pari alla media, nel periodo di mantenimento, del tasso della BCE (ponderato secondo il numero dei giorni di calendario) sulle operazioni principali di rifinanziamento dell'Eurosistema (ORP) (cfr. sezione 1.3).

La tavola 3 mostra la posizione di liquidità del sistema bancario, definita come il saldo dei conti correnti in euro detenuti dalle istituzioni creditizie situate nell'area dell'euro presso l'Eurosistema. Gli ammontari sono derivati dal bilancio consolidato dell'Eurosistema. Le altre operazioni di assorbimento della liquidità non includono l'emissione di certificati di debito da parte delle BCN iniziata nella Seconda fase dell'UEM (colonna 7). Gli altri fattori netti (colonna 10) rappresentano il saldo delle rimanenti voci del bilancio consolidato dell'Eurosistema. I conti correnti delle istituzioni creditizie (colonna 11) sono pari alla somma dei fattori di creazione di liquidità (colonne da 1 a 5) meno la somma dei fattori di assorbimento di liquidità (colonne da 6 a 10). La base monetaria (colonna 12) è calcolata come somma dei depositi *overnight* presso la banca centrale (colonna 6), delle banconote e monete in circolazione (colonna 8) e dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie (colonna 11).

## MONETA, BANCHE E ALTRE SOCIETÀ FINANZIARIE

La sezione 2 presenta le statistiche sui bilanci delle IFM e di altre società finanziarie. Quest'ul-

tima categoria comprende i fondi di investimento (esclusi i fondi di mercato monetario che rientrano nel settore delle IFM), le società veicolo finanziarie, le società di assicurazione e i fondi pensione.

La sezione 2.1 riporta il bilancio aggregato del settore delle IFM, ovvero la somma dei bilanci armonizzati di tutte le IFM residenti nell'area dell'euro. Le IFM includono le banche centrali, le istituzioni creditizie come definite nella legislazione dell'UE, i fondi comuni monetari e le altre istituzioni la cui attività consista nel ricevere da soggetti diversi dalle IFM depositi e/o strumenti facilmente sostituibili a essi e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini economici). L'elenco completo delle IFM è consultabile sul sito Internet della BCE.

La sezione 2.2 presenta il bilancio consolidato del settore delle IFM che è ottenuto nettando il bilancio aggregato dalle posizioni fra IFM dell'area dell'euro. In conseguenza di alcune disomogeneità nelle prassi di registrazione contabile la somma delle posizioni fra IFM può non risultare necessariamente pari a zero; il saldo si trova nella colonna 10 dal lato delle passività della sezione 2.2. La sezione 2.3 presenta gli aggregati monetari e le contropartite dell'area dell'euro. Questi dati sono derivati dal bilancio consolidato delle IFM e includono le posizioni delle istituzioni diverse dalle IFM residenti nell'area dell'euro nei confronti delle IFM residenti nell'area; essi tengono anche conto di talune attività/passività delle amministrazioni centrali. Le statistiche sugli aggregati monetari e sulle contropartite sono presentate con riferimento a dati destagionalizzati e corretti per i giorni di apertura dei mercati. Nelle passività verso l'esterno dell'area, riportate nelle sezioni 2.1 e 2.2, sono inserite le posizioni detenute dai non residenti nell'area dell'euro in termini di: a) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro; b) titoli di debito emessi con scadenza fino a 2 anni da IFM site nell'area dell'euro. Nella sezione 2.3 queste poste sono tuttavia escluse dagli aggregati monetari e confluiscono nella voce "attività nette verso l'estero".

La sezione 2.4 fornisce un'analisi per settore, per tipo e per scadenza originaria dei prestiti conces-

si da IFM diverse dall'Eurosistema (ovvero il sistema bancario) residenti nell'area dell'euro. La sezione 2.5 presenta un'analisi settoriale e per tipo di strumento dei depositi detenuti presso il sistema bancario dell'area dell'euro. La sezione 2.6 riporta i titoli detenuti dal sistema bancario dell'area dell'euro per tipo di emittente.

La sezione 2.7 presenta una scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM.

Le sezioni da 2.2 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle transazioni.

Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche sono state raccolte e compilate sulla base di vari regolamenti della BCE relativi al bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie. Dal mese di luglio 2010 raccolta e compilazione vengono effettuate sulla base del Regolamento BCE/2008/32<sup>2)</sup>. Definizioni dettagliate sul settore sono contenute nella terza edizione della pubblicazione *Monetary Financial institutions and market statistics sector manual - Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, marzo 2007).

La sezione 2.8 riporta le consistenze in essere e le transazioni relative al bilancio dei fondi di investimento dell'area dell'euro (esclusi i fondi comuni monetari, che sono ricompresi nelle statistiche sui bilanci delle IFM). I fondi di investimento sono organismi che investono il capitale raccolto tra il pubblico in attività finanziarie e/o non finanziarie. Una lista completa dei fondi di investimento dell'area dell'euro è disponibile sul sito Internet della BCE. Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le attività le quote/partecipazioni emesse da altri fondi di investimento. Le quote/partecipazioni emesse dai fondi di investimento sono anche disaggregate per strategia d'investimento (fondi obbligazionari, fondi azionari, fondi misti, fondi immobiliari, *hedge fund* e altri fondi) e per tipo (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.9 fornisce ulteriori dettagli sui principali tipi di attività detenute dai fondi comuni di investimento dell'area dell'euro. La

sezione riporta una scomposizione geografica degli emittenti dei titoli di debito detenuti dai fondi d'investimento, nonché una disaggregazione per settore economico degli emittenti residenti nell'area dell'euro.

Da dicembre 2008 l'informazione statistica armonizzata è raccolta e compilata sulla base del Regolamento BCE/2007/8<sup>3)</sup> relativo alle statistiche sulle attività e passività dei fondi di investimento. Ulteriori informazioni sulle statistiche relative ai fondi di investimento sono disponibili nel *Manual on investment fund statistics* (BCE, maggio 2009).

La sezione 2.10 presenta il bilancio aggregato delle società veicolo finanziarie (SVF) residenti nell'area dell'euro. Le SVF sono società costituite per effettuare operazioni di cartolarizzazione. La cartolarizzazione consiste tipicamente nel trasferimento di una attività o di un insieme di attività ad una SVF che iscrive tali attività nel proprio bilancio come prestiti cartolarizzati, titoli non azionari, altre attività cartolarizzate. Il rischio di credito collegato a una attività o a un insieme di attività può venir trasferito a una SVF anche mediante l'uso di *credit default swaps*, garanzie o altri meccanismi simili. Il collaterale detenuto dalle SVF a fronte di tali esposizioni è costituito da depositi presso le IFM oppure da titoli diversi dalle azioni. Le SVF di norma cartolarizzano prestiti originati dal settore delle IFM. Le SVF devono segnalare tali prestiti nel bilancio o, indipendentemente dalla facoltà prevista per le IFM dalle regole contabili di cancellare il prestito dal proprio bilancio. Trovano separata indicazione i dati relativi ai prestiti cartolarizzati dalle SVF che rimangono iscritti nei bilanci delle IFM (e sono quindi segnalati nelle statistiche di quest'ultime). Da dicembre 2009 la raccolta dei dati trimestrali viene effettuata sulla base del Regolamento BCE/2008/30<sup>4)</sup>.

La sezione 2.11 riporta il bilancio aggregato delle società di assicurazione e dei fondi pensione residenti nell'area dell'euro. Le società di

2) G.U. L. 15 del 20.1.2009, pag. 14.

3) G.U. L. 211 dell'11.8.2007, p.8.

4) G.U. L. 15 del 20.1.2009, p.1.

assicurazione includono sia il settore assicurativo sia quello riassicurativo, mentre tra i fondi pensione rientrano solo i fondi che hanno autonomia decisionale e sono tenuti a mantenere una contabilità completa (fondi pensione autonomi). Questa sezione presenta una suddivisione geografica e settoriale delle controparti emittenti titoli non azionari, detenuti dalle società di assicurazione e dai fondi pensione.

## CONTI DELL'AREA DELL'EURO

Nella Sezione 3.1 vengono riportati i conti trimestrali aggregati per l'area dell'euro. Questi forniscono informazioni esaustive sull'attività economica di famiglie (incluse le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie), società non finanziarie e pubbliche amministrazioni nonché sulle interazioni fra tali settori, l'area dell'euro e il resto del mondo. I dati riportati, non destagionalizzati e a prezzi correnti, si riferiscono all'ultimo trimestre disponibile e vengono presentati in base ad una sequenza semplificata di conti conforme al quadro di riferimento metodologico del Sistema europeo dei conti 1995.

In breve, la sequenza di conti (transazioni) include: 1) la formazione del conto dei redditi che mostra come l'attività produttiva si traduca in varie categorie di reddito; 2) l'allocazione del conto dei redditi primari, che registra entrate e spese relative a varie forme di reddito da capitale (per l'economia nel suo insieme, il saldo del conto dei redditi primari e il reddito nazionale); 3) la distribuzione secondaria del conto dei redditi, che illustra come il reddito nazionale di un settore istituzionale subisca variazioni a causa dei trasferimenti correnti; 4) l'utilizzo del conto dei redditi, che dà conto di come il reddito disponibile viene speso per consumi o risparmiato; 5) il conto capitale, che presenta come i risparmi e i trasferimenti netti di capitale vengano spesi nell'acquisizione di attività non finanziarie (il saldo del conto capitale è l'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 Svensson<sup>5)</sup>. Sono disponibili anche gli *spread* tra i tassi a dieci anni e i tassi a tre mesi e a due anni. Ulteriori curve dei rendimenti (pubblicate giornalmente e corredate di figure e tavole) sono

5) Svensson, L. E. (1994), *Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994*, CEPR, Discussion Papers n. 1051, Centre for Economic Policy Research, Londra, 1994.

disponibili all'indirizzo internet <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>, dal quale è altresì possibile scaricare i dati giornalieri.

La sezione 4.8 riporta gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Giappone.

### **I PREZZI, LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO**

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sugli indicatori di costo del lavoro, sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio, sulle immatricolazioni di nuove autovetture e sull'occupazione in termini di ore lavorate sono corrette per tenere conto del numero delle giornate lavorative.

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (tavola 1 della sezione 5.1) è disponibile a partire dal 1995. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. La scomposizione per categorie di beni e servizi è derivata dalla classificazione dei consumi individuali per finalità (Coicop/IAPC). Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La sezione comprende anche dati relativi allo IAPC destagionalizzato e stime provvisorie dei prezzi amministrati basate sullo IAPC, entrambi compilati dalla BCE.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio (sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n. 1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine<sup>6)</sup>. A partire da gennaio 2009, per la produzione di statistiche di breve termine è stata utilizzata la classifi-

cazione delle attività economiche (NACE Rev. 2) prevista dal Regolamento (CE) n. 1893/2006 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 dicembre 2006, che definisce la classificazione statistica delle attività economiche NACE Revisione 2 e modifica il Regolamento (CEE) n. 3037/90 del Consiglio nonché alcuni regolamenti (CE) relativi a settori statistici specifici<sup>7)</sup>. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE Rev. 2 sezioni da B a E) dei "Raggruppamenti principali di industrie", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 656/2007 del 14 giugno 2007<sup>8)</sup>. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex fabrica* e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I due indici dei prezzi delle materie prime non energetiche presentati nella tavola 3, sezione 5.1 sono redatti utilizzando lo stesso insieme di materie prime, ma avvalendosi di due diversi schemi di ponderazione: uno basato sulle rispettive importazioni di materie prime dell'area dell'euro (colonne 2-4) e l'altro (colonne 5-7) basato su una stima della domanda interna dell'area dell'euro, o "utilizzo", tenendo conto delle informazioni sulle importazioni, esportazioni e della produzione interna di ciascuna materia prima (ignorando, per semplificare, le scorte ritenute relativamente stabili nel periodo osservato). L'indice dei prezzi delle materie prime ponderato in base alle importazioni è adeguato all'analisi degli sviluppi esterni, mentre quello ponderato in base all'utilizzo è adatto allo scopo specifico dell'analisi delle pressioni internazionali dei prezzi delle materie prime sull'inflazione dell'area dell'euro. Gli indici delle materie prime ponderati in base all'utilizzo rappresentano dati sperimentali. Per maggiori dettagli sulla compilazione degli indici dei prezzi delle

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.

materie prime della BCE, cfr. il riquadro 1 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

Gli indicatori di costo del lavoro (tavola 5 della sezione 5.1) misurano le variazioni dei costi del lavoro per ora lavorata nell'industria (incluse le costruzioni) e nei servizi di mercato. La relativa metodologia è descritta nel Regolamento (CE) n. 450/2003 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 febbraio 2003 concernente l'indice del costo del lavoro<sup>9)</sup> e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003<sup>10)</sup>. Una scomposizione degli indicatori di costo del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. tavola 3 nella sezione 5.1) sulla base di dati a definizione nazionale non armonizzati.

I dati relativi alle componenti del costo del lavoro per unità di prodotto (tavola 4 della sezione 5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2 nella sezione 5.2), ai deflatori del PIL (tavola 3 nella sezione 5.1) e le statistiche sull'occupazione (tavole 1, 2 e 3 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95<sup>11)</sup>. Il SEC 95 è stato modificato dal Regolamento (UE) della Commissione del 10 agosto 2010<sup>12)</sup> che ha adottato la revisione della classificazione statistica delle attività economiche, NACE Revisione2. La pubblicazione dei conti nazionali dell'area dell'euro, sulla base della nuova classificazione, è stata avviata a dicembre 2011.

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.

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. 310 del 30.11.1996, pag. 1.

12) G.U. L. 210 dell'11.8.2010, pag. 1.

Nella sezione 6.1 vengono presentati i dati annuali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, in base alle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000<sup>13)</sup>, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. I disavanzi/avanzi riportati per i singoli paesi dell'area dell'euro corrispondono alla voce B.9 della procedura per i disavanzi eccessivi così come definita nel Regolamento (CE) n. 479/2009 del Consiglio per quanto riguarda i riferimenti al SEC 95. La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-debito – è da attribuire principalmente alle transazioni delle amministrazioni pubbliche in attività finanziarie e a effetti di valutazione dovuti al cambio. Nella sezione 6.4 vengono presentati i dati trimestrali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno 2002 sui conti trimestrali non finanziari delle amministrazioni pubbliche<sup>14)</sup>. Nella sezione 6.5 vengono presentati i dati trimestrali sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche, sul raccordo disavanzo-debito e sul fabbisogno delle amministrazioni pubbliche. Queste statistiche vengono compilate utilizzando i dati forniti dagli Stati membri in base ai Regolamenti (CE) n. 501/2004 e n. 222/2004 e quelli forniti dalle BCN.

## TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni da 7.1, a 7.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5<sup>a</sup> edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 lu-

glio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)<sup>15)</sup>, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)<sup>16)</sup>. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p. e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (maggio 2007) e nei rapporti delle *Task Force Portfolio Investment Collection Systems* (giugno 2002), *Portfolio Investment Income* (agosto 2003) e *Foreign Direct Investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti ([www.cmfb.org](http://www.cmfb.org)) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/Commissione europea (Eurostat) che analizza la qualità delle statistiche su bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale (giugno 2004). Il rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p./p.p.e. dell'area, basato sulle raccomandazioni della *Task Force* e sui principi di base dell'*ECB Statistics Quality Framework* di aprile 2008, è disponibile sul sito Internet della BCE.

Le tavole delle sezioni 7.1 e 7.4 seguono le convenzioni del Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti: avanzi nel conto corrente e nel conto capitale sono riportati con un segno positivo, mentre nel conto finanziario un segno positivo indica un incremento delle passività o un decremento delle attività. Nelle tavole della sezione 7.2 sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate con un segno positivo. Inoltre, a partire dal numero di febbraio 2008 di questo Bollettino, la struttura delle tavole della sezione 7.3 è stata modificata al fine di consentire una presentazione contestuale dei dati sulla bilancia dei pagamenti, della posizione patrimoniale sull'estero e dei relativi tassi di crescita; nelle nuove tavole, le transazioni in attività e passività che producono un incremento delle posizioni sono indicate con un segno positivo.

13) G.U. L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

14) G.U. L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.

15) G.U. L. 354 del 30.11.2004, pag. 34.

16) G.U. L. 159 del 20.6.2007, pag. 48.

Le statistiche sulla b.d.p. dell'area dell'euro sono compilate dalla BCE. I dati mensili relativi ai periodi più recenti sono da considerarsi provvisori; essi vengono rivisti al momento dell'uscita del dato relativo al mese successivo e/o della pubblicazione dei dati trimestrali dettagliati di b.d.p. I dati precedenti vengono rivisti periodicamente o in conseguenza di cambiamenti nella metodologia di compilazione del dato alla fonte.

Nella sezione 7.2, la tavola 1 riporta anche dati di conto corrente corretti per la stagionalità. Laddove necessario, i dati sono corretti per tenere conto anche degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni bisestili e della Pasqua. La tavola 3 della sezione 7.2 e la tavola 9 della sezione 7.3 forniscono una scomposizione della b.p.d. e della posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro nei confronti dei principali paesi partner, presi singolarmente o come gruppo, operando una distinzione tra stati membri dell'UE che non hanno adottato l'euro e aree o paesi non appartenenti all'Unione europea. La scomposizione riporta inoltre le transazioni e le posizioni nei confronti delle istituzioni dell'UE (le quali, a parte la BCE, vengono trattate statisticamente come poste al di fuori dell'area dell'euro a prescindere dalla loro collocazione fisica) e, per determinate finalità, anche nei confronti di centri *offshore* e organizzazioni internazionali. Le transazioni e le posizioni relative alle passività negli investimenti di portafoglio, ai derivati finanziari o alle riserve ufficiali non sono incluse nella scomposizione. Non sono inoltre riportati dati separati per i redditi da capitale che fanno capo al Brasile, alla Cina continentale, all'India o alla Russia. Un'introduzione alla scomposizione geografica viene riportata nell'articolo *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti* nel numero di febbraio 2005 di questo Bollettino.

Le statistiche relative alla b.d.p. e alla p.p.e. dell'area dell'euro nella sezione 7.3 sono redatte sulla base delle transazioni e delle posizioni nei confronti dei non residenti dell'area dell'euro, considerando l'area dell'euro come una singola entità economica (cfr., in questo Bollettino, il

riquadro 9 del numero di dicembre 2002, il riquadro 5 del gennaio 2007 e il riquadro 6 del gennaio 2008). La p.p.e. è valutata ai prezzi di mercato correnti, con l'eccezione delle consistenze degli investimenti diretti, per le quali si utilizzano prevalentemente i valori di bilancio per le azioni non quotate e altri investimenti (ad esempio, prestiti e depositi). La p.p.e. trimestrale viene compilata sulla base dello stesso schema metodologico utilizzato per quella annuale. Dato che alcune fonti di dati non sono disponibili a cadenza trimestrale (oppure disponibili in ritardo), la p.p.e. trimestrale viene parzialmente stimata sulla base delle transazioni finanziarie e degli andamenti delle attività e dei tassi di cambio.

La tavola 1 nella sezione 7.3 fornisce una sintesi della p.p.e. e delle transazioni finanziarie per la bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro. La scomposizione della variazione nella p.p.e. annuale si ottiene applicando un modello statistico alle variazioni della p.p.e., diverse dalle transazioni, sulla base di informazioni derivate dalla scomposizione geografica, dalla composizione valutaria delle attività e delle passività, nonché dagli indici dei prezzi delle diverse attività finanziarie. Le colonne 5 e 6 di questa tavola si riferiscono agli investimenti diretti da parte di unità residenti all'estero e all'investimento diretto da unità non residenti nell'area dell'euro.

Nella tavola 5 della sezione 7.3 la scomposizione in "prestiti" e "banconote, monete e depositi" è basata sul settore della controparte non residente, ovvero le attività nei confronti di banche non residenti vengono classificate come depositi mentre le attività nei confronti di altri settori non residenti vengono classificate come prestiti. Questa scomposizione segue la distinzione già effettuata in altre statistiche, come il bilancio consolidato delle IFM, ed è conforme al Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività e passività connesse dell'Eurosistema sono riportate nella tavola 7 della sezione 7.3. Tali dati non sono pienamente confrontabili con quelli della valutazione finanziaria settimanale dell'Eurosistema, a causa di differenze nella

copertura e nella classificazione. I dati contenuti nella tavola 7 sono conformi allo schema di riferimento sulle riserve internazionali e le attività liquide in valuta. Le attività incluse nelle riserve ufficiali dell'Eurosistema tengono conto, per definizione, della composizione evolutiva dell'area dell'euro. Nel periodo precedente all'entrata di un paese nell'area dell'euro, le attività detenute dalla banca centrale nazionale del paese sono incluse alla voce investimenti di portafoglio (se si tratta di titoli) oppure altri investimenti (nel caso di attività di altra natura). Le variazioni delle riserve auree dell'Eurosistema (colonna 3) sono dovute a transazioni in oro nell'ambito dei termini del Central Bank Gold Agreement (Accordo tra le banche centrali sull'oro) del 26 settembre 1999, che è stato aggiornato il 27 settembre 2009. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE *Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves* (ottobre 2000), disponibile sul sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

Le statistiche sul debito estero lordo dell'area dell'euro riportate nella tavola 8 della sezione 7.3 indicano la consistenza effettiva (e non quella potenziale) delle passività nei confronti di non residenti nell'area dell'euro che comportano il pagamento di capitale e/o interessi da parte del debitore in uno o successivi istanti futuri. La tavola 8 presenta una scomposizione del debito estero lordo per strumento e settore istituzionale.

La sezione 7.4 contiene una presentazione monetaria della b.d.p. dell'area dell'euro, nella quale vengono riportate le transazioni delle istituzioni diverse dalle IFM che riflettono le transazioni esterne nette delle IFM. Le transazioni delle istituzioni diverse dalle IFM includono transazioni di b.d.p. per le quali non è disponibile una scomposizione per settore. Tali transazioni sono relative al conto corrente e al conto capitale (colonna 2) e agli strumenti finanziari derivati

(colonna 11). Una nota metodologica aggiornata sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro è disponibile nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE. Si veda anche il riquadro 1 nel numero di giugno 2003 di questo Bollettino.

La sezione 7.5 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La fonte dei dati è l'Eurostat. I dati in valore e gli indici di volume sono stagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della tavola 1 nella sezione 7.5 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic categories – BEC) e corrisponde alla classificazione elementare dei beni nel Sistema dei conti nazionali. Le definizioni di beni manufatti (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) sono coerenti con la definizione del SITC rev. 4. Nella scomposizione geografica (tavola 3 nella sezione 7.5) sono riportati i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali. La Cina non comprende Hong Kong. Per effetto di differenze riguardanti definizioni, classificazione, copertura e tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio estero, e in particolare alle importazioni, non sono del tutto confrontabili con la voce "beni" delle statistiche di bilancia dei pagamenti (cfr. sezioni 7.1 e 7.2). Una parte della discrepanza è attribuibile, nei dati relativi al commercio estero, all'inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nei dati relativi ai beni importati.

I prezzi all'importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (o prezzi industriali dell'output per il mercato non interno) riportati nella tavola 2, sezione 7.5 sono stati introdotti dal Regolamento (CE) n. 1158/2005 del Parlamento europeo e del Consiglio del 6 luglio 2005 che modifica il regolamento (CE) n. 1165/98 del Consiglio, e che rappresenta il principale riferimento normativo per le statistiche a breve termine. L'indice dei prezzi all'importazione dei beni industriali include i beni industriali importati dall'esterno dell'area dell'euro inclusi nelle sezioni da B a E della Classificazione statistica dei prodotti associata alle attività nella Comunità economica europea e

tutti i settori istituzionali degli importatori, fatta eccezione per le famiglie, le pubbliche amministrazioni e le istituzioni senza scopo di lucro. L'indice riflette il prezzo di costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore al netto di dazi e imposte, e si riferisce alle effettive transazioni in euro registrate una volta trasferita la proprietà dei beni. I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono a tutti i prodotti industriali esportati direttamente da produttori dell'area dell'euro verso il mercato esterno all'area dell'euro inclusi nelle sezioni da B a E del NACE Rev. 2. Non sono incluse le esportazioni e le riesportazioni da parte di grossisti. Gli indici riflettono il prezzo f.o.b. (*free on board*) espresso in euro e calcolato ai confini dell'area dell'euro, incluso le imposte indirette e fatta eccezione per l'IVA e altre imposte deducibili. I prezzi all'importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni seguono la classificazione dei Raggruppamenti principali di industrie (RPI) definiti nel Regolamento (CE) della Commissione n. 656/2007 del 14 giugno 2007. Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 11 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

## TASSI DI CAMBIO

Nella sezione 8.1 sono riportati gli indici dei tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro, reali e nominali, calcolati dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali nei confronti delle valute di alcuni partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva indica un apprezzamento dell'euro. I pesi sono basati sul commercio di beni manufatti con i paesi partner commerciali nei periodi 1995-1997, 1998-2000, 2001-2003 e 2004-2006 e sono calcolati in modo da tenere conto della concorrenza sui mercati terzi. Gli indici TCE sono ottenuti concatenando gli indici basati su

ciascuno dei quattro set di pesi al termine di ciascun periodo triennale. L'indice TCE risultante ha come periodo base il primo trimestre 1999. Il gruppo di partner commerciali del TCE-20 è composto dai 10 Stati membri non appartenenti all'area dell'euro e da Australia, Canada, Cina, Corea del Sud, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Singapore, Stati Uniti e Svizzera. Il gruppo del TCE-40 comprende quelli del TCE-20 e i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Cile, Croazia, Filippine, India, Indonesia, Islanda, Israele, Malaysia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Russia, Sud Africa, Thailandia, Taiwan, Turchia e Venezuela. I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del prodotto interno lordo e i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera e nel totale dell'economia.

Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei TCE, cfr. la nota metodologica e l'Occasional Paper della BCE n. 2 (*The effective exchange rates of the euro*, Luca Buldorini, Stelios Makrydakis e Christian Thimann, febbraio 2002), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

I tassi di cambio bilaterali riportati nella sezione 8.2 sono medie mensili di quelli pubblicati giornalmente come tassi di riferimento per queste valute.

## EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

Le statistiche sugli altri Stati membri dell'UE (cfr. sezione 9.1) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. Pertanto i dati sul conto corrente e sul conto capitale e sul debito estero lordo includono le società veicolo (*special-purpose vehicles*). I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. sezione 9.2) sono ottenuti da fonti nazionali.



## ALLEGATI

# CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA <sup>1)</sup>



### 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 rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi, a partire dall'operazione da aggiudicare il 28 aprile 2010.

### 8 APRILE E 6 MAGGIO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente.

### 10 MAGGIO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide di adottare diverse misure per far fronte alle gravi tensioni nei mercati finanziari. In particolare decide di condurre interventi nei mercati dei titoli di debito dei settori pubblico e privato dell'area dell'euro (Programma relativo ai mercati dei titoli) e di adottare una procedura d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo nelle operazioni regolari di rifinanziamento a più lungo termine, con scadenza a tre mesi, a maggio e giugno 2010.

### 10 GIUGNO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento. Decide inoltre di adottare una procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo per le regolari operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi previste per il terzo trimestre del 2010.

### 8 LUGLIO E 5 AGOSTO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento.

### 2 SETTEMBRE 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino all'11 gennaio 2011, in particolare l'adozione di una procedura d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo nelle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi.

### 7 OTTOBRE E 4 NOVEMBRE 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centra-

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.

le 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 tas-

so di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 2,00 e allo 0,50 per cento, a decorrere dal 13 aprile 2011.

## **5 MAGGIO 2011**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,25, al 2,00 e allo 0,50 per cento.

## **9 GIUGNO 2011**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,25, al 2,00 e allo 0,50 per cento. Ha inoltre deciso, per quanto riguarda le procedure d'asta e le modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino all'11 ottobre 2011, di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

## **7 LUGLIO 2011**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, all'1,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento 13 luglio 2011. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 2,25 e allo 0,75 per cento, a decorrere dal 13 luglio 2011.

## **4 AGOSTO 2011**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,50, al 2,25 e allo 0,75 per

cento. Decide inoltre di adottare diverse misure per far fronte alle nuove tensioni in alcuni mercati finanziari. In particolare, decide che l'Eurosistema condurrà un'operazione di rifinanziamento supplementare a più lungo termine finalizzata a immettere liquidità con una scadenza di circa sei mesi con procedura d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 17 gennaio 2012, in particolare di continuare le procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo.

#### **8 SETTEMBRE 2011**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,50, al 2,25 e allo 0,75 per cento.

#### **6 OTTOBRE 2011**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,50, al 2,25 e allo 0,75 per cento. Stabilisce inoltre i dettagli da applicare alle operazioni di rifinanziamento da ottobre 2011 a luglio 2012, in particolare di effettuare due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ad ottobre 2011 con scadenza di circa 12 mesi e a dicembre 2011 con scadenza di circa 13 mesi) e di continuare ad applicare le procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo per tutte le operazioni di rifinanziamento. Inoltre il Consiglio direttivo decide di avviare a novembre 2011 un nuovo Programma di acquisto di obbligazioni garantite.

#### **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.

#### **14 GENNAIO 2012**

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.







## PUBBLICAZIONI PRODOTTE DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA

La BCE produce numerose pubblicazioni che forniscono informazioni sulle sue competenze principali: la politica monetaria, le statistiche, i sistemi di pagamento e di regolamento, la stabilità finanziaria e la vigilanza, la cooperazione europea e internazionale, e le questioni giuridiche.

### PUBBLICAZIONI STATUTARIE

- Rapporto annuale
- Rapporto sulla convergenza
- Bollettino mensile

### LAVORI DI RICERCA

- *Legal Working Paper Series*
- *Occasional Paper Series*
- *Research Bulletin*
- *Working Paper Series*

### ALTRE PUBBLICAZIONI

- *Enhancing monetary analysis*
- *Financial integration in Europe*
- *Financial Stability Review*
- *Statistics Pocket Book*
- *La Banca centrale europea: storia, ruolo e funzioni*
- *The international role of the euro*
- *L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro ("General Documentation")*
- *La politica monetaria della BCE*
- *The payment system*

La BCE pubblica anche *brochure* e materiale informativo su un'ampia varietà di tematiche, ad esempio le banconote e le monete in euro, nonché atti di seminari e conferenze.

Per una lista completa dei documenti (in formato PDF) pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, predecessore della BCE dal 1994 al 1998, si prega di visitare il sito Internet della BCE all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. I codici della lingua indicano in quali versioni ciascuna pubblicazione è disponibile.

Salvo diversa indicazione, le copie a stampa possono essere ottenute a titolo gratuito singolarmente o in abbonamento, fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo e-mail [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).





## GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html)).

**Altri investimenti [*other investment*]:** voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti, altri conti attivi e passivi.

**Amministrazioni pubbliche [*general government*]:** in base alla definizione del SEC 95, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato, fruibili dal singolo individuo e dalla collettività, e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

**Area dell'euro [*euro area*]:** l'area costituita dagli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato sul funzionamento dell'Unione europea

**Asta a tasso fisso [*fixed rate tender*]:** procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

**Asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo [*fixed rate full allotment tender procedure*]:** procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito dalla banca centrale (tasso fisso) e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi a quel tasso, sapendo in anticipo che tutte le richieste saranno soddisfatte (piena aggiudicazione dell'importo).

**Asta a tasso variabile [*variable rate tender*]:** procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

**Attività nette sull'estero delle IFM [*MFI net external assets*]:** le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

**Azioni [*equities*]:** titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria, come ad esempio le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

**Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [*balance of payments (b.o.p.)*]:** prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo.

**Bilancio consolidato del settore delle IFM [*consolidated balance sheet of the MFI sector*]:** bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri

soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

**Cancellazione [*write-off*]:** rimozione del valore di un prestito dal bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto interamente irrecuperabile.

**Cartolarizzazione [*securitisation*]:** operazione o insieme di operazioni mediante le quali una attività o un *pool* di attività che producono flussi di cassa, prevalentemente crediti (mutui ipotecari, prestiti al consumo, ecc.), vengono trasferiti da un *originator* (di norma un ente creditizio) a una società veicolo finanziaria (SVF). La SVF di fatto converte queste attività in titoli negoziabili, emettendo strumenti di debito nei quali il servizio del capitale e degli interessi viene effettuato mediante i flussi di cassa prodotti dal *pool* di attività sottostanti.

**Commercio con l'estero in beni [*external trade in goods*]:** esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

**Conti capitale [*capital accounts*]:** parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che riporta le variazioni nette della ricchezza, del risparmio, dei trasferimenti in conto capitale e delle acquisizioni nette di attività non finanziarie.

**Conto capitale [*capital account*]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutti i trasferimenti di capitale e le acquisizioni/dismissioni di attività non prodotte e non finanziarie fra residenti e non residenti.

**Conto corrente [*current account*]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a beni e servizi, redditi e trasferimenti correnti fra residenti e non residenti.

**Conto dei redditi [*income account*]:** un conto della b.d.p. che ricomprende due tipi di transazioni nei confronti dei non residenti: (a) quelle che riguardano le retribuzioni da lavoro dipendente corrisposte a lavoratori non residenti (ad esempio, i transfrontalieri, gli stagionali e altri lavoratori a breve termine); (b) quelle che riguardano gli introiti e gli esborsi per investimenti su attività o passività finanziarie sull'estero, inclusi gli introiti e gli esborsi su investimenti diretti, di portafoglio e altri investimenti, nonché gli introiti sulle riserve valutarie.

**Conto dei trasferimenti correnti [*current transfers account*]:** un conto tecnico della b.d.p. sul quale vengono registrati il valore di risorse reali o finanziarie qualora queste vengano trasferite senza ricevere alcuna contropartita. I trasferimenti correnti ricomprendono tutti i trasferimenti diversi da quelli di capitale.

**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 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 marcato e persistente dei prezzi di un insieme molto ampio di beni e servizi di consumo che viene incorporato nelle aspettative degli operatori.

**Depositi presso la banca centrale [*deposit facility*]:** operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messe a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti idonee possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso la propria BCN. Tali depositi sono remunerati a un tasso di interesse prestabilito, che di norma rappresenta il limite minimo dei tassi di interesse del mercato *overnight*.

**Disavanzo (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit (general government)*]:** l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, vale a dire la differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche.

**Disinflazione [*disinflation*]:** processo di rallentamento dell'inflazione che può condurre a tassi di inflazione temporaneamente negativi.

**Eonia [EONIA (*euro overnight index average*)]:** misura del tasso di interesse effettivo prevalente nel mercato interbancario *overnight* dell'euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di

interesse sulle operazioni di prestito *overnight* non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

**Euribor [EURIBOR (euro interbank offered rate)]**: tasso applicato ai prestiti denominati in euro tra banche considerate di primario *standing*; viene calcolato quotidianamente, per scadenze varie, non superiori ai dodici mesi, sulla base dei tassi di un campione di banche selezionate.

**Eurosistema [Eurosystem]**: il sistema di banche centrali costituito dalla BCE e dalle BCN degli Stati membri dell'UE la cui moneta è l'euro.

**Fabbisogno (riferito alle amministrazioni pubbliche) [borrowing requirement (general government)]**: assunzione netta di debito da parte delle amministrazioni pubbliche.

**Fattori autonomi di liquidità [autonomous liquidity factors]**: fattori di liquidità quali, ad esempio, le banconote in circolazione, i depositi delle amministrazioni pubbliche presso la banca centrale e le attività nette sull'estero della banca centrale, che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria.

**Fondi di investimento (esclusi i fondi comuni monetari) [investment funds (except money market funds)]**: istituzioni finanziarie che gestiscono collettivamente portafogli di capitale raccolto tra il pubblico, investendolo in attività finanziarie e non finanziarie. Cfr. anche **IFM**.

**Forze di lavoro [labour force]**: il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

**Garanzie [collateral]**: attività costituite in pegno o trasferite in altra forma a garanzia del rimborso di un finanziamento, nonché attività cedute nell'ambito di operazioni pronti contro termine. I titoli conferiti in garanzia nell'ambito delle operazioni temporanee dell'Eurosistema devono soddisfare alcuni requisiti di idoneità.

**IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [MFIs (monetary financial institutions)]**: istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'area dell'euro. Esse includono: (a) l'Eurosistema; (b) gli enti creditizi residenti (come definiti nella legislazione dell'UE) 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, nonché le istituzioni di moneta elettronica che sono che operano principalmente nell'intermediazione finanziaria sotto forma di emissione di moneta elettronica; (d) i fondi comuni monetari, ovvero società di investimento collettivo che investono in strumenti a breve termine e a basso rischio.

**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 36 mesi.

**Operazione di rifinanziamento marginale [*marginal lending facility*]:** operazione attivabile su iniziativa delle controparti messa a disposizione dall'Eurosistema, avente la forma di operazione temporanea mediante la quale controparti idonee possono ottenere dalla propria BCN, a un tasso di interesse predefinito, credito *overnight*. Il tasso dei prestiti concessi nell'ambito di tali operazioni rappresenta il limite superiore dei tassi di interesse del mercato *overnight*.

**Operazione di rifinanziamento principale (ORP) [*main refinancing operation (MRO)*]:** regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento principali sono effettuate tramite un'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

**Operazione temporanea [*reverse transaction*]:** operazione mediante la quale una BCN acquista o vende attività a pronti con patto di vendita/riacquisto a termine, ovvero eroga credito a fronte di una garanzia.

**Parità centrale (o tasso centrale) [*central parity (or central rate)*]:** tassi di cambio di ciascuna valuta partecipante agli AEC II nei confronti dell'euro, rispetto ai quali sono definiti i margini di oscillazione previsti dagli AEC II.

**Parità di potere d'acquisto (p.p.a.) [*purchasing power parity (P.P.P.)*]:** tasso di conversione di una valuta in un'altra tale da rendere identico il potere d'acquisto delle due divise, eliminando le differenze dovute al livello dei prezzi prevalente in ciascun paese. Nella sua forma più semplice, la p.p.a. rappresenta il rapporto di prezzo in valuta nazionale dello stesso bene o servizio in diversi paesi.

**Passività finanziarie a lungo termine delle IFM [*MFI longer-term financial liabilities*]:** depositi con durata prestabilita superiore a due anni, depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi, titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza originaria superiore a due anni nonché capitale e riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

**Posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) [*international investment position (i.i.p.)*]:** valore e composizione delle consistenze di attività (o passività) finanziarie nette detenute da un'economia nei confronti del resto del mondo.

**Prezzi alla produzione nell'industria [*industrial producer prices*]:** i prezzi di fabbrica (i costi di trasporto non sono inclusi) di tutti i prodotti venduti dall'industria, escluse le costruzioni, sul mercato interno dei paesi dell'area dell'euro, al netto delle importazioni.

**Prodotto interno lordo (PIL) [*gross domestic product (GDP)*]:** il valore della produzione totale di beni e servizi di un'economia al netto dei consumi intermedi, più le imposte nette sui prodotti e sulle importazioni. Il PIL può essere scomposto per componenti di prodotto, di spesa e di reddito. I principali aggregati di spesa che compongono il PIL sono i consumi finali delle famiglie, i consumi finali collettivi, gli investimenti fissi lordi, la variazione delle scorte e le importazioni ed esportazioni di beni e servizi (compreso il commercio fra i paesi dell'area dell'euro).

**Produttività del lavoro [*labour productivity*]:** la produzione che può essere ottenuta con un dato *input* di lavoro. Essa si può misurare in diversi modi, ma di solito la misurazione viene effettuata dividendo il PIL (in volume) a prezzi costanti o per l'occupazione totale oppure per il totale delle ore lavorate.

**Produzione industriale [*industrial production*]:** il valore aggiunto lordo creato dall'industria a prezzi costanti.

**Raccordo disavanzo-debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit-debt adjustment (general government)*]:** la differenza tra il disavanzo e la variazione del debito delle amministrazioni pubbliche.

**Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt-to-GDP ratio (general government)*]:** il rapporto tra il debito pubblico e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 126, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo.

**Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit ratio (general government)*]:** il rapporto tra il disavanzo delle amministrazioni pubbliche e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 126, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea al fine di definire l'esistenza di un

disavanzo eccessivo. Viene anche definito rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

**Redditi per occupato o per ora lavorata [*compensation per employee or per hour worked*]:** la remunerazione totale, in denaro o in altra natura, che è pagabile dai datori di lavoro agli occupati, vale a dire i salari e gli stipendi lordi nonché le gratifiche, il pagamento degli straordinari e i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro, divisa per il numero totale degli occupati o per il numero totale di ore lavorate.

**Riserva obbligatoria [*reserve requirement*]:** obbligo che impone agli enti creditizi di detenere un ammontare minimo a titolo di riserva presso la banca centrale in un periodo di mantenimento predefinito. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri nel periodo di mantenimento.

**Riserve ufficiali [*international reserves*]:** attività sull'estero con disponibilità immediata e sotto il controllo delle autorità monetarie allo scopo di finanziare e regolare direttamente squilibri nei pagamenti attraverso interventi sui mercati dei cambi. Le riserve ufficiali dell'area dell'euro comprendono i crediti verso non residenti denominati in valuta diversa dall'euro, le riserve auree nonché i diritti speciali di prelievo e le posizioni di riserva presso il Fondo monetario internazionale detenuti dall'Eurosistema.

**Società di assicurazione e fondi pensione [*insurance corporations and pension funds*]:** 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. Tali titoli sono garantiti da un portafoglio di attività (generalmente prestiti) che sono detenute dalla SVF. In alcuni casi, un'operazione di cartolarizzazione può coinvolgere più SVF, dove una di esse a detiene le attività cartolarizzate mentre un'altra provvede a emettere i titoli garantiti da tali attività.

**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 dieci Stati membri dell'UE non

appartenenti all'area dell'euro e dieci 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.