



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

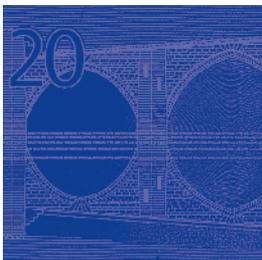
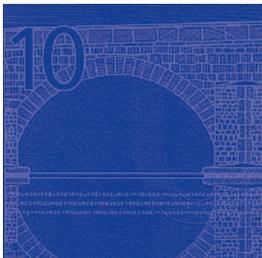
**BOLLETTINO MENSILE  
MAGGIO**





**BANCA CENTRALE EUROPEA**

**EUROSISTEMA**



## **BOLLETTINO MENSILE MAGGIO 2012**

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

© Banca centrale europea, 2012

**Indirizzo**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main  
Germany

**Recapito postale**

Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt am Main  
Germany

**Telefono**

+49 69 1344 0

**Sito internet**

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

**Fax**

+49 69 1344 6000

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

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

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

*Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 2 maggio 2012.*

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

*Stampato nel mese di maggio 2012 presso la Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia in Roma.*



# INDICE

## EDITORIALE

### ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

Il contesto esterno all'area dell'euro

Gli andamenti monetari e finanziari

Prezzi e costi

La produzione, la domanda  
e il mercato del lavoro

### Riquadri:

- 1 Andamenti recenti nel mercato statunitense delle abitazioni **11**
- 2 La relazione fra base monetaria, aggregato monetario ampio e rischi per la stabilità dei prezzi **20**
- 3 Risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il primo trimestre del 2012 **29**
- 4 I risultati dell'indagine sull'accesso al credito delle piccole e medie imprese nell'area dell'euro per il periodo ottobre 2011-marzo 2012 **48**
- 5 I conti integrati dell'area dell'euro per il quarto trimestre del 2011 **52**
- 6 Andamenti recenti dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro **62**
- 7 Risultati della *Survey of Professional Forecasters* della BCE per il secondo trimestre del 2012 **64**
- 8 L'accumulazione delle scorte: considerazioni teoriche e andamenti recenti **71**
- 9 L'individuazione dei segnali congiunturali provenienti dagli indicatori economici dell'area dell'euro **77**

## ARTICOLI

Un patto di bilancio per un'Unione economica e monetaria rafforzata **85**

La recente crisi finanziaria negli Stati Uniti e nell'area dell'euro confrontata all'esperienza del Giappone negli anni '90 **103**

## 5 STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO

### ALLEGATI

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

SI

I

V

VII

## SIGLARIO

### PAESI

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

### ALTRE

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

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



## EDITORIALE

Nella riunione del 3 maggio, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE. È probabile che nel 2012 i tassi di inflazione si collochino oltre il 2 per cento. Tuttavia, nell'orizzonte rilevante per la politica monetaria il Consiglio direttivo si aspetta che l'evoluzione dei prezzi si mantenga in linea con la relativa definizione di stabilità. Conformemente con questo quadro, il ritmo dell'espansione monetaria di fondo rimane contenuto. Gli indicatori disponibili per il primo trimestre restano coerenti con lo stabilizzarsi dell'attività economica su un livello modesto. I dati delle ultime indagini congiunturali per l'area dell'euro mettono in luce un contesto caratterizzato da incertezza. In prospettiva, ci si attende che l'attività economica recuperi gradualmente in corso d'anno. Al tempo stesso le prospettive economiche seguitano a essere soggette a rischi al ribasso.

Le aspettative di inflazione per l'economia dell'area dell'euro continuano a essere saldamente ancorate in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. Negli ultimi mesi l'Eurosistema ha attuato misure di politica monetaria convenzionali e non convenzionali, la cui combinazione ha giovato sia al contesto finanziario che alla trasmissione della politica monetaria. I futuri andamenti saranno tenuti sotto attenta osservazione, ricordando che tutte le misure di politica monetaria non convenzionali hanno natura temporanea e che il Consiglio direttivo mantiene la piena capacità di assicurare la stabilità dei prezzi a medio termine intervenendo con fermezza e tempestività.

Per quanto riguarda l'analisi economica, gli indicatori disponibili per il primo trimestre restano coerenti con lo stabilizzarsi dell'attività su un livello modesto. I segnali provenienti dalle ultime indagini congiunturali per l'area dell'euro mettono in luce

un contesto caratterizzato da incertezza. Al tempo stesso, vi sono indicazioni del procedere della ripresa su scala mondiale. Su un orizzonte temporale più lungo, il Consiglio direttivo continua ad attendersi che in corso d'anno l'economia dell'area dell'euro registri un graduale recupero, favorito dalla domanda estera, dai tassi di interesse a breve termine molto contenuti nell'area e da tutte le misure adottate per promuovere il buon funzionamento dell'economia dell'area. Vi è nondimeno l'aspettativa che la dinamica di fondo della crescita continui a essere frenata dalle tensioni residue in alcuni mercati del debito sovrano dell'area dell'euro e dal loro impatto sulle condizioni di credito, nonché dal processo di aggiustamento dei bilanci nei settori finanziario e non finanziario e dall'elevata disoccupazione.

Tali prospettive economiche restano soggette a rischi al ribasso, che riguardano in particolare l'intensificarsi delle tensioni nei mercati del debito dell'area dell'euro e la loro potenziale propagazione all'economia reale dell'area, nonché ulteriori rincari delle materie prime.

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in aprile l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si sarebbe portata al 2,6 per cento nell'area dell'euro, dopo il 2,7 dei quattro mesi precedenti. È probabile che l'inflazione si collochi al di sopra del 2 per cento nel 2012, soprattutto per effetto dei rincari dell'energia nonché degli incrementi delle imposte indirette. Sulla base dei prezzi correnti dei contratti future per le materie prime, l'inflazione dovrebbe rientrare al di sotto del 2 per cento agli inizi del 2013. In tale contesto, il Consiglio direttivo presterà particolare attenzione a qualsiasi segnale di trasmissione dei rincari dell'energia ai salari, ai profitti e in generale alla formazione dei prezzi. Nondimeno, in prospettiva, a fronte di una crescita modesta nell'area dell'euro e di aspettative di inflazione saldamente ancorate nel lungo periodo, le pressioni di fondo sui prezzi dovrebbero restare limitate.

Lo scenario per l'inflazione al consumo appare ancora soggetto a rischi sostanzialmente bilanciati nei prossimi anni: i rischi al rialzo sono connessi a rincari delle materie prime superiori alle attese e ad aumenti delle imposte indirette, mentre i rischi al ribasso sono associati a un'evoluzione dell'attività economica più debole del previsto.

L'analisi monetaria indica che il ritmo dell'espansione monetaria di fondo permane moderato, con tassi di incremento in certa misura più elevati negli ultimi mesi. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è stato in marzo del 3,2 per cento, rispetto al 2,8 di febbraio. Da gennaio si è osservato un rafforzamento della raccolta da parte delle banche.

In marzo i tassi di variazione sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) si sono collocati rispettivamente allo 0,5 e all'1,7 per cento, livelli leggermente inferiori rispetto a febbraio. Il volume di prestiti delle IFM alle società non finanziarie e alle famiglie si è mantenuto praticamente invariato dal mese precedente.

I dati sulla moneta e sul credito fino a marzo confermano che le condizioni finanziarie si sono sostanzialmente stabilizzate e dunque, in linea con quanto si prefiggevano le misure dell'Eurosistema, che è stata evitata una correzione brusca e disordinata dei bilanci degli enti creditizi. A tale riguardo, i risultati dell'indagine sul credito bancario di aprile indicano che l'inasprimento netto dei criteri applicati dalle banche dell'area dell'euro per la concessione di prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie è diminuito in misura notevole nel primo trimestre dell'anno rispetto a fine 2011, anche per effetto del miglioramento delle condizioni di finanziamento delle banche. Dall'indagine emerge inoltre che la domanda di credito è rimasta modesta nel primo trimestre del 2012, rispecchiando la debolezza dell'attività economica e il processo di aggiustamento dei bilanci in corso nei settori non finanziari. Occorrerà del tempo affinché

le misure non convenzionali dell'Eurosistema esplicino appieno i loro effetti favorevoli e abbiano ricadute positive sulla crescita dei prestiti quando si registrerà una ripresa della domanda. A questo proposito va rilevato che la seconda operazione di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre anni è stata regolata appena lo scorso 1° marzo.

In prospettiva, è essenziale che le banche rafforzino ulteriormente la propria capacità di tenuta, anche attraverso l'accantonamento degli utili. La solidità dei bilanci bancari sarà un fattore chiave per agevolare sia un'adeguata offerta di credito all'economia, sia la normalizzazione di tutti i canali di provvista.

In sintesi, l'analisi economica indica che l'evoluzione dei prezzi dovrebbe restare in linea con la relativa definizione di stabilità nel medio periodo. La verifica incrociata con i segnali dell'analisi monetaria conferma questo scenario.

È della massima importanza assicurare finanze pubbliche sostenibili e crescita durevole nell'area dell'euro. La maggioranza dei paesi dell'area ha realizzato buoni progressi in termini di risanamento dei conti pubblici nel 2011. Se da un lato la necessaria azione di riequilibrio complessivo dei conti grava sull'espansione economica nel breve periodo, dall'altro la sua riuscita attuazione contribuirà alla sostenibilità delle finanze pubbliche e quindi alla riduzione dei premi per il rischio sul debito sovrano. Un contesto di maggiore fiducia nella situazione dei conti pubblici promuoverebbe anche l'attività nel settore privato, favorendo gli investimenti privati e la crescita a medio termine.

Al tempo stesso, insieme al risanamento dei conti pubblici, bisogna incrementare la crescita e il suo potenziale nell'area dell'euro attuando riforme strutturali incisive. A tale riguardo, riveste importanza cruciale agevolare le attività imprenditoriali, la nascita di nuove imprese e la creazione di posti di lavoro. Politiche intese a rafforzare la concorrenza

nei mercati dei beni e servizi e la capacità di aggiustamento salariale e occupazionale delle imprese favoriranno l'innovazione, la creazione di posti di lavoro e le prospettive di crescita a più lungo termine. Attuare riforme in questi ambiti è particolarmente rilevante per quei paesi che hanno subito significative perdite di competitività di costo e devono stimolare la produttività e migliorare i risultati commerciali.

Per quanto riguarda il processo di aggiustamento nell'area dell'euro, l'esperienza maturata per altre grandi aree valutarie dimostra che le divergenze tra gli andamenti economici a livello regionale rappresentano una caratteristica ordinaria. Tuttavia, nell'ultimo decennio in diversi paesi dell'area si sono accumulati squilibri considerevoli, ora soggetti a un processo di correzione.

Per quanto concerne l'orientamento di politica monetaria della BCE, questo deve essere incentrato sull'area dell'euro. L'obiettivo primario della politica monetaria della BCE resta il mantenimento della stabilità dei prezzi a medio termine. Ciò costituisce il migliore

contributo che la politica monetaria può dare per promuovere la crescita e la creazione di posti di lavoro nell'area dell'euro.

Ridurre le divergenze fra i singoli paesi dell'area dell'euro è compito dei governi nazionali, che devono intraprendere politiche risolutive per far fronte a squilibri e vulnerabilità rilevanti sul piano finanziario, strutturale e dei conti pubblici. Il Consiglio direttivo osserva che in molti paesi si stanno realizzando progressi, tuttavia diversi governi devono porsi traguardi più ambiziosi. È interesse comune assicurare una situazione solida delle finanze pubbliche, stabilità finanziaria e competitività in tutti i paesi dell'area dell'euro.

Questo numero del Bollettino contiene due articoli: il primo esamina e valuta gli elementi principali del patto di bilancio, che forma parte del nuovo Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'Unione economica e monetaria; il secondo pone a confronto la recente crisi finanziaria negli Stati Uniti e nell'area dell'euro con l'esperienza del Giappone negli anni '90.



## ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

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

*L'economia mondiale continua a evidenziare segnali di una modesta ripresa. Gli indicatori delle indagini congiunturali presso le imprese hanno proseguito a segnalare un'espansione. L'inflazione su scala internazionale è diminuita negli ultimi mesi, riflettendo in parte il calo nel tasso di variazione sui dodici mesi della componente energetica all'interno degli indici dei prezzi al consumo.*

#### I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

L'economia mondiale continua a evidenziare segnali di una modesta ripresa. Dopo la pubblicazione di alcuni dati molto positivi nei primi mesi dell'anno, per ragioni in parte riconducibili a fattori temporanei, nel periodo recente le statistiche hanno fornito indicazioni contrastanti. In alcune economie avanzate prevalgono impedimenti alla crescita connessi sia alla debolezza dei mercati del lavoro e delle abitazioni sia alla necessità di proseguire l'azione di risanamento dei bilanci nel settore pubblico e privato. Nonostante i progressi compiuti nel processo di riequilibrio, alcuni dei principali paesi avanzati continuano a registrare elevati livelli di indebitamento delle famiglie. Anche nelle economie emergenti la crescita ha subito una lieve decelerazione, ma è rimasta complessivamente molto più robusta che in quelle avanzate e ha quindi fornito un contributo importante all'espansione mondiale.

I risultati delle ultime indagini congiunturali sono coerenti con una graduale ripresa dell'economia globale. Nel primo trimestre del 2012 l'indice mondiale dei responsabili degli acquisti (PMI) relativo alla produzione è sceso leggermente a 54,7, un livello che resta comunque ben superiore rispetto a quello registrato nel quarto trimestre dello scorso anno (52,0) e lievemente al di sopra della media dal 1999. La flessione dell'indice composito PMI va ricondotta all'indebolimento della componente relativa al settore dei servizi. L'indice PMI relativo alla produzione manifatturiera è aumentato in aprile a 53,1, da 52,7 in marzo.

**Figura 1 PMI sulla produzione mondiale**

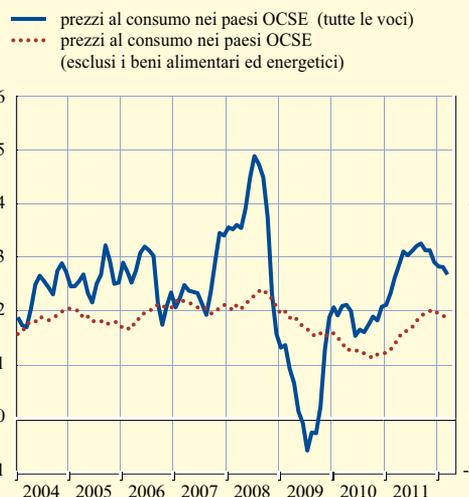
(indice di diffusione; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Markit.

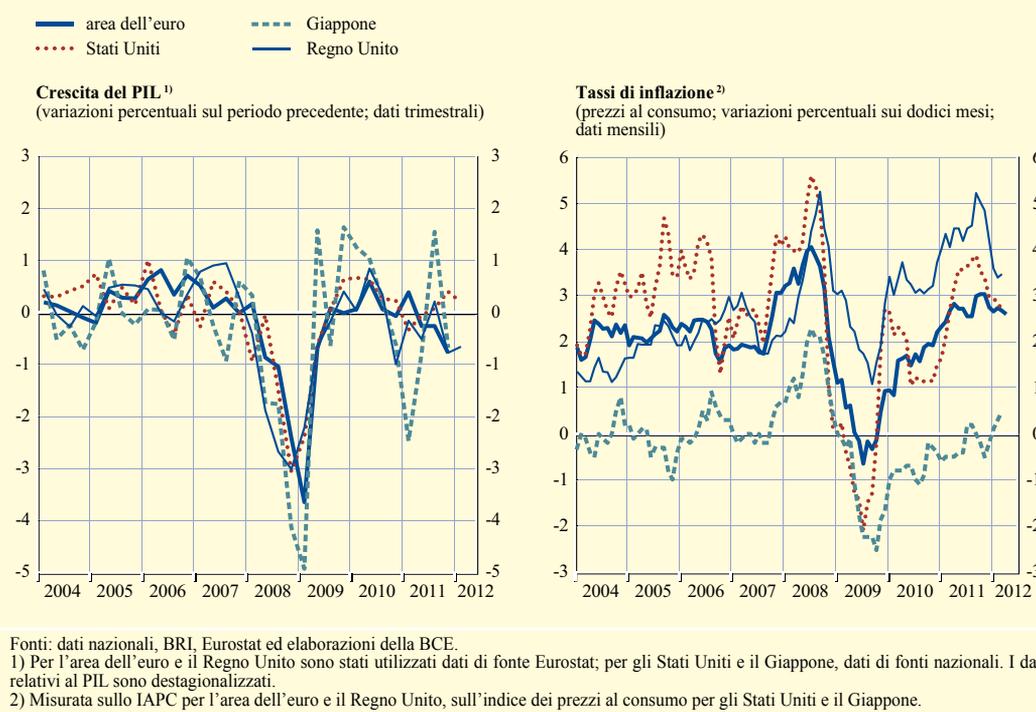
**Figura 2 Andamenti dei prezzi internazionali**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonte: OCSE.

Figura 3 I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



L'inflazione su scala internazionale è diminuita negli ultimi mesi e la dinamica inflazionistica è rimasta contenuta nelle economie avanzate. Nell'area dell'OCSE l'inflazione generale sui dodici mesi è scesa al 2,7 per cento in marzo, dal 2,8 di febbraio, proseguendo un graduale calo dal massimo del 3,3 per cento di settembre 2011. Tale risultato va in parte ricondotto a effetti base, che hanno interessato il tasso di variazione sui dodici mesi della componente energetica all'interno degli indici dei prezzi al consumo. Il tasso calcolato al netto dei prezzi dei beni alimentari ed energetici è stato pari all'1,9 per cento in marzo, invariato rispetto ai mesi precedenti. Le economie emergenti hanno registrato un calo dell'inflazione nel periodo recente, anche se le spinte inflazionistiche sono aumentate per i minori margini di capacità inutilizzata.

### STATI UNITI

Negli Stati Uniti l'espansione economica si è moderata agli inizi del 2012. La stima preliminare del Bureau of Economic Analysis segnala che nel primo trimestre il PIL in termini reali è aumentato del 2,2 per cento in ragione d'anno (0,5 sul periodo precedente), contro il 3 per cento del quarto trimestre del 2011. Il principale contributo alla crescita è stato fornito dall'accelerazione della spesa per consumi delle famiglie (dal 2,1 al 2,9 per cento), finanziata in parte dal calo del tasso di risparmio personale. La minore espansione del prodotto è in larga misura riconducibile alla decelerazione degli investimenti fissi privati, in particolare in strutture non residenziali, in presenza di una perdurante contrazione della spesa pubblica. Il contributo delle scorte è stato molto inferiore rispetto al trimestre precedente e quello delle esportazioni nette quasi nullo, poiché sia le esportazioni sia le importazioni hanno accelerato, crescendo, rispettivamente, del 5,4 e 4,3 per cento. Gli investimenti in edilizia residenziale sono aumentati per il quarto trimestre consecutivo, del 19,1 per cento, sorretti da condizioni meteorologiche favorevoli. Il mercato immobiliare resta nell'insieme debole, nonostante alcuni segnali di stabilizzazione (cfr. riquadro 1).

In marzo l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è diminuita ulteriormente, al 2,7 per cento, un livello inferiore di oltre un punto percentuale al massimo del 3,9 per cento osservato a settembre 2011. Il calo riflette la perdurante riduzione del tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici, riconducibile in parte a effetti base, e, in misura inferiore, di quelli dei prodotti alimentari. L'inflazione calcolata al netto di queste due componenti è salita al 2,3 per cento in marzo, dal 2,2 di febbraio. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei costi degli alloggi ha recuperato rispetto ai valori negativi del 2010 e nel periodo più recente si è stabilizzato su livelli prossimi al 2 per cento.

Il 25 aprile 2012 il Federal Open Market Committee (FOMC) ha dichiarato che l'economia statunitense ha registrato una crescita moderata e ha riconosciuto che le condizioni nel mercato del lavoro sono migliorate negli ultimi mesi. 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 previsto che le condizioni economiche dovrebbero verosimilmente giustificare valori eccezionalmente bassi del tasso almeno fino alla fine del 2014.

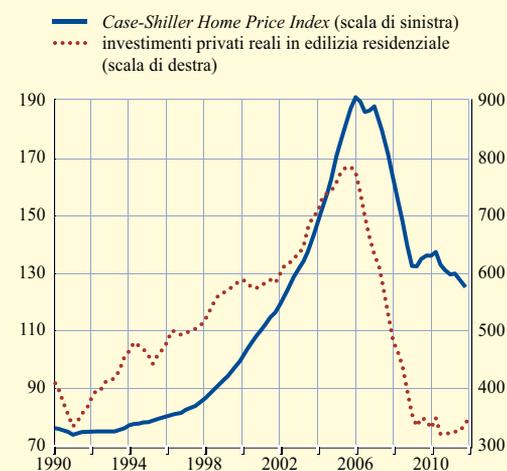
**Riquadro I**

**ANDAMENTI RECENTI NEL MERCATO STATUNITENSE DELLE ABITAZIONI**

Negli ultimi anni il mercato statunitense delle abitazioni ha subito il calo più pronunciato dalla seconda guerra mondiale: i prezzi degli alloggi, misurati dall'indice di Case-Shiller, sono diminuiti di oltre il 30 per cento rispetto al massimo del 2006 (cfr. figura A) e gli investimenti in edilizia residenziale sono scesi al di sotto del 2,5 per cento del PIL (dal picco del 6 per cento circa raggiunto nel 2005). Più di recente, tuttavia, sono emersi alcuni segnali secondo cui la flessione nel mercato statunitense delle abitazioni sta raggiungendo il punto di svolta. Le vendite di alloggi esistenti, le nuove abitazioni e le concessioni edilizie hanno iniziato a recuperare, seppure da livelli storicamente bassi. Inoltre, gli investimenti in edilizia residenziale, dopo il crollo del 2006, sono passati a fornire un contributo positivo all'espansione dell'economia statunitense nel secondo trimestre del 2011. Le quotazioni immobiliari registrano una flessione più contenuta e, stando ai relativi contratti *future*, starebbero per raggiungere il loro punto di svolta. Ciò nonostante, il processo di aggiustamento nel mercato statunitense delle abitazioni deve ancora fronteggiare una serie di sfide che frenano la crescita. Questo riquadro illustra brevemente l'importanza del settore immobiliare per la crescita degli Stati Uniti, passa in rassegna i principali fattori dal lato dell'offerta e della domanda che impediscono una ripresa vigorosa dello stesso e conclude con una panoramica delle misure ufficiali adottate per sostenerlo.

**Figura A Quotazioni immobiliari e investimenti privati in edilizia residenziale**

(indice: 1° trim. 2000 = 100, dati destagionalizzati; miliardi di dollari USA, concatenati dal 2005, tasso annuo destagionalizzato; dati trimestrali)



Fonti: Bureau of Economic Analysis, Standard & Poor's, Fiserv e MacroMarkets LLC.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre 2011.

## L'importanza del mercato delle abitazioni per la ripresa economica negli Stati Uniti

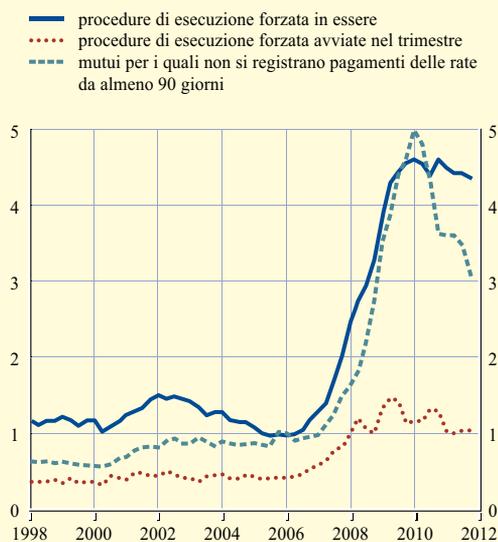
La debolezza nel mercato delle abitazioni ostacola la ripresa economica degli Stati Uniti per diversi motivi. In primo luogo, la brusca caduta degli investimenti in edilizia residenziale ha influito direttamente sul prodotto. Tali investimenti sono molto più ciclici dell'attività economica aggregata e di conseguenza contribuiscono di norma più alla crescita che al livello del PIL. Il loro contributo, che ha avuto un ruolo rilevante nelle fasi iniziali dei precedenti episodi di ripresa negli Stati Uniti, è stato modesto fino a poco tempo fa. In secondo luogo, molti posti di lavoro dipendono dall'attività nel mercato delle abitazioni, in modo diretto, come nel settore delle costruzioni, o indiretto, nei settori che producono beni complementari, quali articoli per la casa, o che forniscono servizi professionali e specializzati connessi. In terzo luogo, il calo della ricchezza immobiliare collegato alla caduta dei prezzi degli alloggi frena la spesa per consumi delle famiglie in quanto l'attribuzione di un valore inferiore alla propria casa può influire sull'atteggiamento nei confronti dei consumi correnti e futuri.

### Fattori dal lato dell'offerta

La persistente debolezza delle quotazioni immobiliari negli Stati Uniti riflette i perduranti squilibri tra l'offerta e la domanda di abitazioni. L'eccesso di offerta costituisce il principale ostacolo all'aumento dei prezzi e al rafforzamento della ripresa nel settore dell'edilizia residenziale. Lo stock di alloggi è attualmente su un livello storicamente elevato; le unità abitative vacanti costituivano circa il 14 per cento del totale nel 2011, un livello non molto inferiore al massimo del 2008. Anche le procedure di esecuzione forzata per insolvenza dei mutuatari hanno contribuito ad accrescere l'offerta di immobili e continuano a esercitare spinte al ribasso sui prezzi. Tali procedure sono in larga parte riconducibili al deterioramento dei redditi delle famiglie e al calo delle quotazioni immobiliari. Nel 2011 circa un quarto delle abitazioni unifamiliari soggette a ipoteca si trovava in una situazione di *negative equity*, ovvero di patrimonio netto negativo, avendo un valore più basso di quello del mutuo da rimborsare. Ciò riduce anche la capacità dei proprietari di vendere o rifinanziare il proprio mutuo e potrebbe quindi indurli a dichiararsi insolventi. La quota di procedure di esecuzione forzata avviate in ciascun trimestre sul totale dei mutui è rimasta sostanzialmente invariata nel 2011, a circa l'1 per cento (cfr. figura B). Il tasso di morosità (percentuale di mutui per i quali non si registrano pagamenti delle rate da almeno 90 giorni), un buon indicatore di future procedure di esecuzione forzata, è sceso rispetto al massimo del 5,0 per cento dei primi del 2010, ma alla fine del 2011 restava molto elevato, al 3,1 per cento.

Figura B Casi di morosità e procedure di esecuzione forzata

(in percentuale del numero totale di mutui in essere, dati trimestrali destagionalizzati)



Fonte: Mortgage Bankers Association.

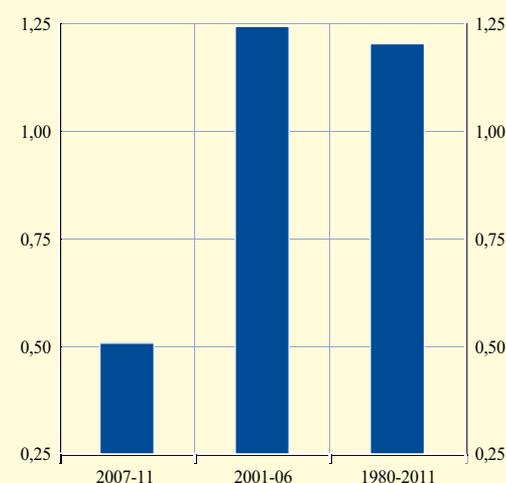
Note: i dati sulle procedure di esecuzione forzata in essere non sono destagionalizzati. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre 2011.

### Fattori dal lato della domanda

La domanda di abitazioni negli Stati Uniti è frenata soprattutto dalla perdurante debolezza della crescita dell'occupazione e dei redditi. A marzo 2012 il tasso di disoccupazione era pari all'8,2 per cento, molto superiore alla media del 4,6 registrata nel 2007, prima della crisi. Nonostante la recente accelerazione dell'occupazione, il mercato del lavoro statunitense resta strutturalmente debole. La quota dei disoccupati di lungo periodo (vale a dire, senza lavoro da almeno sei mesi) era di circa il 43 per cento a marzo, un livello elevato e quasi doppio rispetto a quello raggiunto dopo la recessione del 2001. Al tempo stesso diminuisce il potere d'acquisto dei redditi degli occupati, poiché questi ultimi aumentano meno dell'inflazione. Il Bureau for Labor Statistics degli Stati Uniti segnala che la crescita media delle retribuzioni orarie in termini reali è stata negativa nei primi tre mesi del 2012 e pari a -0,6 per cento in marzo.

Figura C Numero di nuclei familiari

(medie mensili dei tassi di crescita sul periodo corrispondente; in percentuale)



Fonti: Census Bureau e Haver Analytics.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2011.

La debolezza del mercato del lavoro statunitense e le prospettive modeste per i redditi hanno influito anche sulla formazione di nuovi nuclei familiari e questo ha a sua volta moderato la domanda di alloggi. Molti giovani che hanno terminato gli studi e non riescono a trovare un impiego continuano a vivere con i genitori, piuttosto che formare un nuovo nucleo familiare; è inoltre possibile un ritorno nella famiglia di origine da parte di chi perde il proprio posto di lavoro. I nuclei familiari sono di conseguenza cresciuti di circa lo 0,5 per cento l'anno dal 2007, un livello sostanzialmente inferiore alla media annua dell'1,2 per cento per il periodo dal 1980 (cfr. figura C) e più basso del tasso di incremento demografico (anche nella coorte di età generalmente associata alla formazione di nuove unità familiari). La formazione di nuclei familiari dovrebbe accelerare una volta che le prospettive per l'occupazione e i redditi saranno migliorate ulteriormente.

Anche la disponibilità di credito ipotecario agisce da freno sulla domanda. Malgrado tassi storicamente ridotti, l'accesso a nuovi mutui a condizioni ragionevoli resta limitato negli Stati Uniti. In un contesto di quotazioni immobiliari in flessione, la perdita di valore delle garanzie riduce la disponibilità delle banche a concedere finanziamenti. Durante la crisi si è quindi osservato un notevole inasprimento dei criteri di erogazione dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, non ancora sostanzialmente allentati, che ha assunto ad esempio la forma di maggiori commissioni, requisiti di documentazione più stringenti, richieste di acconti superiori e standard più rigorosi per la valutazione degli immobili. Inoltre, la prospettiva di un'ulteriore caduta dei prezzi delle case e un conseguente calo di valore delle garanzie ha scoraggiato i potenziali acquirenti. Di riflesso alla generale debolezza della domanda, nel 2011 i nuovi mutui si collocavano al 25 per cento circa del massimo raggiunto nel 2003 e il volume di richieste di prestiti ipotecari per l'acquisto di abitazioni era circa un terzo rispetto al picco del 2005.

## Misure e considerazioni di politica economica

Il calo dei prezzi delle abitazioni si traduce in procedure di esecuzione forzata e in un'abbondante offerta di alloggi, che deprime ulteriormente le quotazioni. Per spezzare questo circolo vizioso, le autorità statunitensi hanno adottato diverse misure.

A settembre 2008 le agenzie statunitensi di emanazione governativa (*Government-Sponsored Enterprises*, GSE) Fannie Mae and Freddie Mac, che nell'insieme detengono circa il 60 per cento dei mutui in essere e svolgono un importante ruolo di sostegno alla liquidità del mercato ipotecario, sono state poste sotto amministrazione controllata da parte del governo e hanno ricevuto iniezioni di capitali al deteriorarsi della loro solvibilità. Nel 2009 e 2010 il governo ha concesso un credito d'imposta agli acquirenti di prime case, che ha fornito una assistenza finanziaria temporanea, con lo scopo di stimolare le vendite di abitazioni. Nel 2009 ha varato lo *Home Affordable Modification Program* (HAMP), inteso a modificare le condizioni di prestito per i mutuatari morosi o a rischio di insolvenza abbassando i ratei mensili fino a livelli sostenibili, e lo *Home Affordable Refinancing Program* (HARP), che si prefiggeva invece di ridurre le rate mensili dovute dalle famiglie non insolventi aiutandole a rifinanziarsi e quindi a trarre beneficio dai tassi di interesse ridotti. Percentuali di utilizzo inferiori alle attese hanno fatto ritenere che lo HAMP e lo HARP abbiano avuto un successo solo limitato. Di conseguenza, negli ultimi mesi entrambi i programmi sono stati ampliati per estenderne la copertura<sup>1)</sup>. Agli inizi del 2012 l'amministrazione statunitense ha accresciuto gli incentivi per investitori e GSE a ridurre l'importo dell'ipoteca se significativamente superiore al valore dell'abitazione sottostante, con lo scopo di evitare ulteriori procedure di esecuzione forzata e accelerare l'aggiustamento del mercato immobiliare<sup>2)</sup>.

In conclusione, gli enormi squilibri accumulatisi nel mercato statunitense delle abitazioni prima della crisi hanno ostacolato la ripresa economica successiva; inoltre, nonostante le misure adottate dalle autorità degli Stati Uniti, tale mercato rimane debole e il suo processo di correzione lento. Statistiche recenti stanno tuttavia a indicare una graduale stabilizzazione del settore e, in presenza di un perdurante miglioramento del mercato del lavoro, la domanda di abitazioni dovrebbe in definitiva sostenere il rafforzamento della ripresa economica. I rinnovati interventi ufficiali a favore del settore immobiliare potrebbero accelerare il ritmo di aggiustamento e il successivo recupero.

1) Per maggiori dettagli su ciascun programma, cfr. [www.makinghomeaffordable.gov](http://www.makinghomeaffordable.gov)

2) Un approfondimento recente delle politiche statunitensi per il mercato immobiliare è contenuto in *The US Housing Market: Current Conditions and Policy Considerations*, Federal Reserve System statunitense, gennaio 2012. Cfr. anche *World Economic Outlook*, FMI, aprile 2012, cap. 3, in cui si citano altre esperienze per suggerire che politiche mirate per la ristrutturazione del debito delle famiglie – compresa la cancellazione di parte del valore del mutuo – possono produrre benefici economici significativi a costi fiscali relativamente bassi.

## GIAPPONE

In Giappone l'attività economica ha continuato a evidenziare, nel complesso, segnali incerti di una ripresa dopo la battuta di arresto registrata nell'ultimo trimestre del 2011. Gli indicatori delle indagini presso le imprese, che pure si sono lievemente indeboliti nel periodo recente, hanno segnalato un generale miglioramento nel primo trimestre del 2012. Si rilevano tuttavia lievi differenze in termini di clima di fiducia tra le imprese manifatturiere e quelle non manifatturiere. A marzo la produzione industriale ha recuperato dopo il calo di febbraio, portando il tasso di crescita per l'insieme del primo trimestre all'1,1 per cento. Le esportazioni di beni in termini reali sono rimaste stabili in marzo,

dopo la ripresa piuttosto modesta degli inizi dell'anno, e la media per i primi tre mesi del 2012 si è collocata su un livello pressoché identico a quello del trimestre precedente. Le importazioni di beni in termini reali hanno recuperato in marzo, ma nel primo trimestre sono rimaste, in media, inferiori rispetto al livello del periodo precedente. I consumi privati si sono consolidati negli ultimi mesi e gli investimenti pubblici sembrano acquisire slancio, in linea con l'opera di ricostruzione.

In marzo l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita allo 0,5 per cento (dallo 0,3 di febbraio), per motivi riconducibili in larga misura ai rincari dei beni energetici e ad alcuni fattori tecnici. Anche il tasso calcolato al netto degli alimentari freschi è aumentato, allo 0,2 per cento (dallo 0,1 di febbraio), mentre quello ottenuto escludendo i beni alimentari ed energetici è rimasto pari a -0,5 per cento. Nella riunione di politica monetaria più recente, tenutasi il 27 aprile, la Banca del Giappone ha deciso di mantenere l'obiettivo per il tasso sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale invariato entro un intervallo compreso fra zero e 0,1 per cento. Ha inoltre annunciato un incremento netto di circa 5.000 miliardi di yen del proprio programma di acquisizione di attività e alcune modifiche alla composizione dello stesso, comprendenti un aumento degli acquisti di titoli di Stato nipponici di 10.000 miliardi di yen, maggiori acquisti di *exchange-traded fund* e di quote di fondi comuni immobiliari giapponesi per un totale complessivo di 210 miliardi di yen e una riduzione dell'ammontare massimo in essere per le operazioni di liquidità a tasso fisso condotte dalla Banca del Giappone a fronte di un *pool* di garanzie di circa 5.000 miliardi di yen. La Banca del Giappone ha inoltre deciso di estendere la vita residua dei titoli di Stato giapponesi e delle obbligazioni societarie da acquistare nell'ambito del programma, portandola in un intervallo compreso fra "uno e tre anni", da "uno e due anni". Il periodo di attuazione del programma è stato prolungato di sei mesi fino alla fine di giugno 2013.

## REGNO UNITO

Nel Regno Unito l'attività economica è rimasta moderata. Nel primo trimestre del 2012 il PIL in termini reali è diminuito dello 0,2 per cento sul periodo precedente, principalmente a causa di una notevole caduta dell'attività nel settore delle costruzioni. I risultati delle indagini congiunturali presso le imprese nel primo trimestre sono tuttavia relativamente positivi, mentre la produzione industriale e il clima di fiducia dei consumatori hanno evidenziato segnali di debolezza. La situazione nel mercato del lavoro è rimasta debole in presenza di alcuni segnali di stabilizzazione, poiché il tasso di disoccupazione si colloca su livelli relativamente elevati (8,3 per cento nella media dei tre mesi fino a febbraio) e l'occupazione ristagna. In prospettiva, è probabile che la ripresa acquisisca slancio solo gradualmente in quanto si prevede che le condizioni di credito restrittive, il processo di aggiustamento dei bilanci delle famiglie e il sostanziale inasprimento fiscale continuino ad agire da freno sulla crescita della domanda interna.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita al 3,5 per cento in marzo, dal 3,4 di febbraio, mentre il tasso calcolato al netto dei beni energetici e dei prodotti alimentari non trasformati è rimasto invariato al 2,9 per cento. È probabile che l'inflazione si riduca lievemente nel breve periodo. Più a lungo termine, le deboli prospettive economiche e l'esistenza di un margine di capacità inutilizzata dovrebbero favorire un ulteriore contenimento delle spinte inflazionistiche. Il 5 aprile il Monetary Policy Committee della Bank of England ha mantenuto invariato il tasso ufficiale corrisposto sulle riserve delle banche commerciali allo 0,5 per cento e lo *stock* previsto dal programma di acquisto di titoli finanziato con l'emissione di riserve della banca centrale a un totale di 325 miliardi di sterline.

## CINA

In Cina la crescita del PIL in termini reali è scesa all'8,1 per cento sul periodo corrispondente nel primo trimestre del 2012, dall'8,9 del trimestre precedente, a confermare che l'economia resta

orientata verso un “atterraggio morbido”. Le esportazioni hanno acquisito vigore in marzo, ma le condizioni esterne sono rimaste complessivamente deboli nei primi mesi dell’anno. La domanda interna ha continuato a decelerare gradualmente. La produzione industriale ha rallentato ulteriormente in marzo, ma la crescita si è mantenuta robusta all’11,9 per cento sul periodo corrispondente. L’inflazione sui dodici mesi misurata sull’IPC ha registrato una ripresa moderata in marzo, portandosi al 3,6 per cento (dal 3,2 di febbraio), per il temporaneo rincaro dei beni alimentari. Tuttavia, per la prima volta da ottobre 2010, il tasso è rimasto inferiore all’obiettivo del 4 per cento fissato dalle autorità per un secondo mese consecutivo. Le condizioni di liquidità interne si sono allentate in marzo, in presenza di un’intensificazione della crescita del credito e della moneta (rispettivamente al 15,7 e 13,4 per cento sul periodo corrispondente). Negli ultimi mesi il renminbi ha smesso di apprezzarsi sul dollaro statunitense. Per consentire una maggiore volatilità del cambio in entrambe le direzioni, le autorità monetarie hanno ampliato dallo 0,5 all’1 per cento la banda di oscillazione infragiornaliera della valuta cinese rispetto al dollaro.

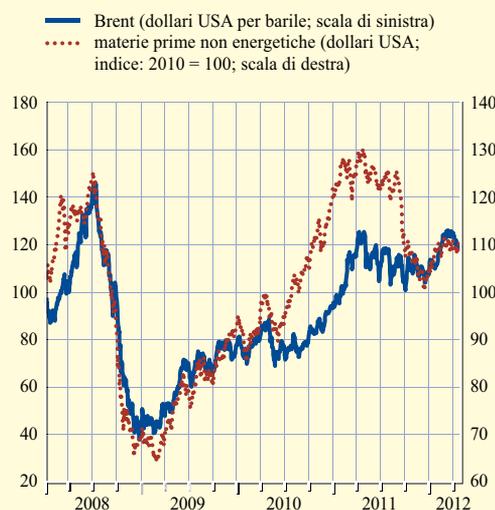
## I.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

In aprile i corsi petroliferi sono diminuiti. Il 2 maggio il greggio di qualità Brent veniva quotato a 119,5 dollari per barile, un livello inferiore del 3 per cento rispetto ai primi di aprile, ma ancora superiore dell’11,1 per cento nel confronto con gli inizi dell’anno (cfr. figura 4). In prospettiva, gli operatori si attendono prezzi inferiori nel medio periodo, viste le quotazioni dei contratti future con scadenza a dicembre 2013 che si collocano a 109,2 dollari per barile.

Il calo recente rispecchia l’effetto congiunto di diversi fattori. In primo luogo tra gli operatori sono emersi alcuni timori riguardo alle prospettive di crescita mondiale, per la recente pubblicazione di dati macroeconomici contrastanti in alcune delle principali economie. Inoltre, stando all’ultima edizione dell’*Oil Market Report* pubblicato dall’Agenzia internazionale per l’energia, nei tre mesi iniziali dell’anno sono emersi i primi segnali di allentamento dei fondamentali di mercato da oltre due anni. Ciò è riconducibile principalmente alla robusta crescita dell’offerta dei paesi dell’OPEC, a fronte di un’evoluzione relativamente stagnante della domanda di petrolio, mentre le forniture delle economie non appartenenti all’OPEC hanno evidenziato andamenti più contrastanti. Infine, le speculazioni del mercato circa il possibile rilascio di scorte strategiche e le rassicurazioni provenienti dall’Arabia Saudita di mantenere stabili le forniture di greggio avrebbero accresciuto la fiducia degli operatori riguardo alla capacità dei fornitori di compensare in modo ordinato una futura flessione delle esportazioni iraniane di petrolio.

I corsi delle materie prime non energetiche sono rimasti sostanzialmente stabili in aprile. Mentre i prezzi dei metalli hanno risentito principalmente dei timori per la crescita mondiale, quelli delle derrate alimentari sono complessivamente aumentati a causa di ulteriori forti rincari dei semi

Figura 4 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWI.

oleosi e degli oli connessi alle condizioni dell'offerta. Le quotazioni di cereali, bevande, zucchero e tabacchi sono invece diminuite ulteriormente. Verso la fine di aprile l'indice aggregato dei prezzi in dollari delle materie prime non energetiche era superiore di circa il 6,5 per cento rispetto agli inizi dell'anno.

### 1.3 TASSI DI CAMBIO

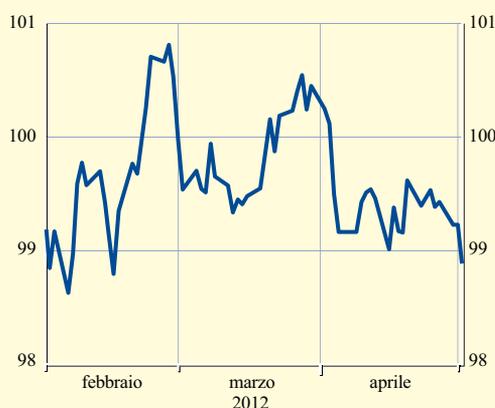
Tra la fine di gennaio e i primi di maggio 2012 il tasso di cambio effettivo dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato in presenza di un calo costante della volatilità. Il 2 maggio il tasso di cambio effettivo nominale della moneta unica – misurato rispetto alle divise dei 20 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro – era prossimo al livello di fine gennaio e inferiore del 4,4 per cento alla media del 2011 (cfr. figura 5).

In termini bilaterali, negli ultimi tre mesi l'euro è stato sostanzialmente stabile rispetto alle divise principali. Fra il 31 gennaio 2012 e il 2 maggio 2012 ha perso lo 0,3 per cento sul dollaro statunitense, in presenza di fluttuazioni che hanno riflesso il mutare dell'atteggiamento degli operatori rispetto agli andamenti nei mercati del debito sovrano di alcuni paesi dell'area dell'euro. La moneta unica si è lievemente deprezzata anche nei confronti del franco svizzero e del renminbi cinese. Nello stesso orizzonte temporale ha registrato un più marcato indebolimento (del 2,8 per cento) rispetto alla sterlina britannica e un rafforzamento significativo (4,7 per cento) nei confronti dello yen giapponese, sullo sfondo del perdurante impegno delle autorità nipponiche a contenere l'apprezzamento della valuta nazionale. Tra le altre divise europee, nel periodo in esame l'euro si è complessivamente deprezzato in particolare nei confronti della corona ceca, dello zloty polacco e del fiorino ungherese (cfr. tavola 1). La volatilità di mercato, misurata in base ai prezzi delle opzioni su valute, ha continuato a scendere dalla fine di gennaio e si colloca attualmente al di sotto dei livelli medi di lungo periodo per gran parte dei cambi bilaterali.

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

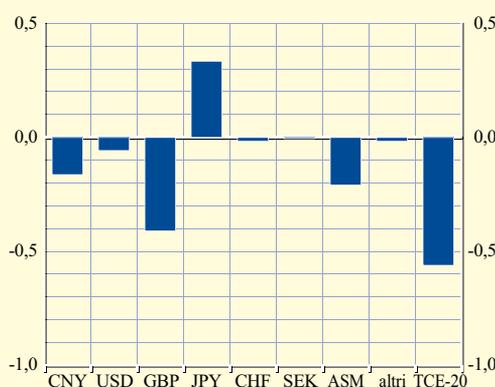
(dati giornalieri)

Indice: 1° trim. 1999=100



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

Dal 31 gennaio 2012 al 2 maggio 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 I Andamenti dei tassi di cambio dell'euro<sup>1)</sup>**

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

	peso nel TCE-20	tasso di cambio al 2 maggio 2012	apprezzamento (+)/deprezzamento (-) dell'euro al 2 maggio 2012		
			da:		rispetto a: media del 2011
			31 gennaio 2012	3 gennaio 2011	
Renminbi cinese	18,8	8.240	-0,9	-6,3	-8,4
Dollaro statunitense	16,9	1.313	-0,3	-1,6	-5,7
Sterlina britannica	14,9	0.812	-2,8	-5,7	-2,3
Yen giapponese	7,2	105,3	4,7	-3,1	-5,1
Franco svizzero	6,5	1.202	-0,2	-3,6	-2,5
Zloty polacco	6,2	4.169	-1,3	5,3	1,2
Corona ceca	5,0	24,90	-1,1	-0,7	1,3
Corona svedese	4,7	8.888	-0,1	-0,5	-1,6
Won sudcoreano	3,9	1.484	0,4	-1,1	-3,7
Fiorino ungherese	3,2	283,5	-3,5	1,8	1,5
TCEN <sup>2)</sup>		98,9	-0,6	-2,7	-4,4

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).

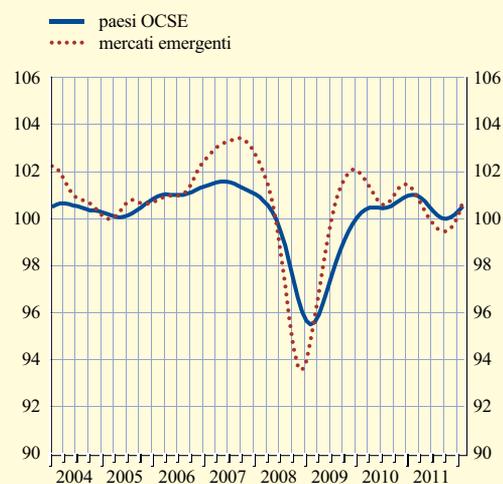
Fra il 31 gennaio e il 2 maggio 2012 le valute all'interno degli AEC II si sono mantenute sostanzialmente stabili rispetto all'euro, su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali. Il lat lettone è rimasto nell'area di apprezzamento della banda di oscillazione del  $\pm 1$  per cento fissato unilateralmente.

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

In prospettiva, gli indicatori anticipatori segnalano che la crescita dell'economia mondiale continua a rafforzarsi. L'indicatore anticipatore composito dell'OCSE, concepito per anticipare i punti di svolta dell'attività economica rispetto al *trend*, ha continuato a crescere gradualmente negli ultimi mesi. In febbraio l'indicatore relativo all'area dell'OCSE si collocava al di sopra della sua media di lungo periodo, sorretto dai risultati piuttosto positivi di Stati Uniti e Giappone. Anche gli indicatori riguardanti le economie emergenti hanno evidenziato segnali più favorevoli che nei mesi precedenti. Nonostante l'incertezza che caratterizza l'economia mondiale, le prospettive per il contesto esterno dell'area dell'euro rimangono sostanzialmente bilanciate. Da un lato, si rilevano rischi verso il basso connessi principalmente agli sbilanci che persistono in alcune delle principali economie e a ulteriori aumenti dei prezzi delle materie prime. Dall'altro, rischi verso l'alto potrebbero altresì provenire da una ripresa più sostenuta di quanto attualmente previsto.

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

(dati mensili corretti per l'ampiezza)



Fonte: OCSE.

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

## 2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

### 2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

L'espansione di fondo della moneta e del credito è rimasta contenuta in marzo, nonostante il considerevole afflusso registrato dall'aggregato monetario ampio nel primo trimestre dell'anno. Dal lato delle contropartite, le IFM dell'area dell'euro hanno accresciuto in modo consistente nel primo trimestre le principali attività detenute acquistando titoli, mentre l'incremento sul periodo corrispondente dei prestiti al settore privato non finanziario è lievemente diminuito. Gli andamenti osservati nel primo trimestre del 2012 confortano la valutazione secondo cui le pressioni sulle banche per ridurre i livelli di indebitamento si sono attenuate: il rischio di un brusco e disordinato ridimensionamento della leva finanziaria, pertanto, si è notevolmente affievolito. Occorrerà tempo tuttavia prima che l'impatto positivo delle operazioni di rifinanziamento a tre anni (ORLT) sull'offerta di prestiti al settore privato non finanziario si manifesti appieno. Ciò dipende da varie determinanti, tra cui l'aumento della domanda di prestiti e il perdurare degli sforzi intesi a fronteggiare il necessario risanamento dei bilanci nell'area dell'euro.

### AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

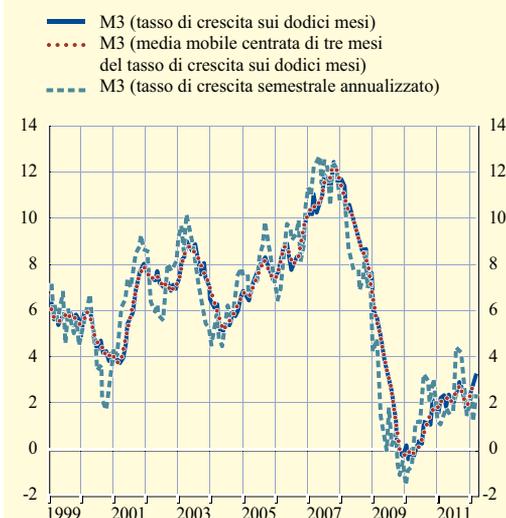
Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è ulteriormente aumentato in marzo, al 3,2 per cento dal 2,8 di febbraio (cfr. figura 7). L'andamento ha rispecchiato la terza considerevole e consecutiva espansione sul mese precedente di tale aggregato (0,6 per cento in marzo), il cui tasso di variazione sui tre mesi espresso in ragione d'anno si è portato al 7,8 per cento. Il contributo delle operazioni interbancarie garantite condotte tramite controparti centrali è stato negativo in marzo e ha lievemente ridotto l'incremento mensile di M3 (di 0,2 punti percentuali). Ciò nonostante, il tasso di crescita di M3 corretto per l'impatto delle operazioni connesse alle controparti centrali ha registrato in marzo un aumento del medesimo ordine di grandezza, collocandosi al 2,9 per cento dal 2,5 di febbraio, a causa di effetti base.

L'aumento dell'espansione monetaria è stato diffuso tra le varie componenti e tra i diversi settori. Tutte e tre le principali componenti hanno registrato considerevoli afflussi mensili. In un'ottica settoriale, l'incremento dei depositi detenuti dalle famiglie ha continuato a contribuire alla crescita di M3. Quest'ultimo andamento riflette gli sforzi degli enti creditizi per attrarre un finanziamento stabile mediante depositi offrendo una remunerazione appetibile sui depositi a termine a breve scadenza.

Dal lato delle contropartite, il rafforzamento dell'espansione monetaria in marzo ha continuato a rispecchiare gli acquisti di titoli di Stato e la riduzione delle passività finanziarie a più lungo termine da parte delle IFM. Allo stesso tempo il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è rimasto contenuto, rimanendo invariato all'1,2 per cento. Il flusso mensile dei prestiti delle IFM al settore

Figura 7 Crescita di M3

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



Fonte: BCE.

privato non finanziario è stato marginalmente positivo, ma l'andamento cela rimborsi netti di prestiti erogati dalle IFM alle società non finanziarie. La posizione netta sull'estero delle IFM ha contribuito negativamente in marzo al tasso di crescita sui dodici mesi di M3, mentre aveva fornito un contributo positivo nei dodici mesi precedenti.

Nel complesso, i dati fino a marzo continuano a indicare che le due ORLT a tre anni hanno alleviato in misura significativa le pressioni sugli enti creditizi per ridurre i livelli di indebitamento, soprattutto quelle derivanti dalle difficili condizioni di provvista. Peraltro, serve tempo perché l'impatto di queste misure si traduca in un incremento dei prestiti delle IFM al settore privato, dal momento che occorrono anche una ripresa della domanda di prestiti e il perdurare degli sforzi intesi a fronteggiare il necessario risanamento dei bilanci nell'area dell'euro.

In marzo il volume delle principali attività detenute dalle IFM dell'area dell'euro è aumentato considerevolmente per il terzo mese consecutivo, per effetto dei fondi ottenuti tramite la seconda ORLT a tre anni condotta a fine febbraio. L'andamento ha rispecchiato principalmente un aumento delle attività detenute sull'estero, nonché ulteriori acquisti di titoli di Stato e di obbligazioni delle IFM. Allo stesso tempo, l'eccesso di liquidità della banca centrale ha indotto le IFM a ridurre marcatamente i prestiti interbancari. Nel riquadro 2 si analizza la relazione tra liquidità della banca centrale, aggregato monetario ampio, credito e inflazione.

## Riquadro 2

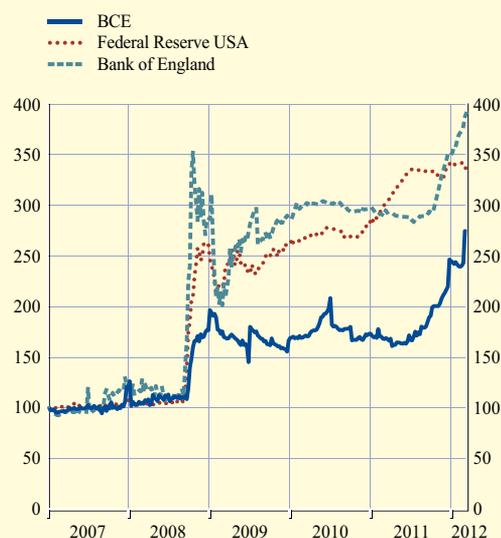
### LA RELAZIONE FRA BASE MONETARIA, AGGREGATO MONETARIO AMPIO E RISCHI PER LA STABILITÀ DEI PREZZI

Su un orizzonte di medio-lungo periodo l'inflazione si muove in linea con gli aggregati monetari ampi. Questa relazione mantiene la sua validità nel tempo, nonché in paesi e regimi di politica monetaria diversi: è "radicata" nella struttura profonda dell'economia. Le evidenze empiriche confermano tale relazione anche per l'area dell'euro. Ciò è alla base del ruolo preminente assegnato all'aggregato monetario ampio all'interno della strategia di politica monetaria della BCE.

In risposta alla crisi finanziaria tutte le principali banche centrali hanno attuato misure non convenzionali di politica monetaria. In particolare, successivamente al tracollo di Lehman Brothers nel settembre 2008, il volume delle operazioni di politica monetaria intraprese dall'Eurosistema, dalla Bank of England e dal Federal Reserve System è cresciuto (cfr. figura A). I tempi e l'entità di questa espansione, tuttavia, non sono stati identici, di riflesso alle peculiarità del quadro operativo delle singole banche centrali e alla

**Figura A Ampliamento dei bilanci di Eurosistema, Bank of England e Federal Reserve System**

(indice, gennaio 2007=100)



Fonti: Federal Reserve System, Bank of England e BCE.  
La misura di bilancio utilizzata segue la presentazione della figura 9 nell'articolo *Impatto e graduale rientro delle misure non convenzionali della BCE*, nel numero di luglio 2011 di questo Bollettino.

diversa valutazione da esse formulata riguardo all'impatto delle tensioni finanziarie sull'economia. Nell'area dell'euro il volume delle operazioni di politica monetaria è cresciuto considerevolmente nella seconda metà del 2011, principalmente come conseguenza della maggiore domanda registrata nelle operazioni di immissione di liquidità, in particolare nelle due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza a tre anni effettuate nel dicembre 2011 e nel febbraio 2012. Questo riquadro esamina se l'espansione significativa della liquidità offerta dall'Eurosistema possa avere implicazioni per la crescita dell'aggregato monetario ampio e del credito e possa quindi in ultima istanza creare rischi per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo.

Il riquadro è imperniato attorno a due quesiti fondamentali, ossia se un considerevole aumento della liquidità della banca centrale:

- a) comporti necessariamente una rapida crescita dell'aggregato monetario ampio e del credito;
- b) possa creare pressioni inflazionistiche anche in assenza di un corrispondente aumento dell'aggregato monetario ampio e del credito.

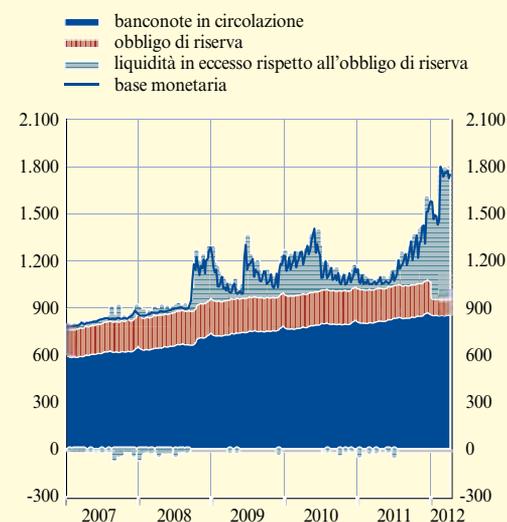
**a) Un considerevole aumento della liquidità della banca centrale comporta necessariamente una rapida crescita dell'aggregato monetario ampio e del credito?**

Il forte aumento dei prestiti erogati dall'Eurosistema agli istituti di credito dell'area dell'euro ha trovato riflesso in un aumento significativo della base monetaria (cfr. figura B). La base monetaria è composta dal circolante, dai depositi che gli istituti di credito sono tenuti a mantenere presso l'Eurosistema al fine di soddisfare l'obbligo di riserva (riserva obbligatoria) e dai depositi altamente liquidi detenuti presso l'Eurosistema dagli istituti di credito in eccesso rispetto al livello della riserva obbligatoria (riserve eccedenti l'obbligo di riserva e ricorso ai depositi presso la banca centrale), che possono essere considerati come "liquidità in eccesso presso la banca centrale". L'aumento della base monetaria è principalmente attribuibile all'espansione della liquidità in eccesso detenuta da alcuni istituti di credito dell'area dell'euro presso la banca centrale.

Di per sé, la presenza di una considerevole liquidità in eccesso presso la banca centrale non comporta necessariamente un'espansione più rapida del credito delle IFM al settore privato. Qualora la capacità di prestito degli istituti di credito fosse vincolata dalle riserve collocate presso la banca centrale, l'allentamento di tale vincolo darebbe automaticamente luogo a un aumento dell'offerta di credito. L'Eurosistema, tuttavia, in qualità di fornitore monopolista di riserve della banca centrale nell'area dell'euro, offre sempre al sistema bancario la liquidità necessaria a soddisfare l'obbligo di riserva a livello aggregato. Di fatto, la riserva obbligatoria della BCE ha natura retrospettiva, nel senso che dipende dallo stock di depositi (e altre passività degli istituti di credito) soggetti a riserva nel

**Figura B Base monetaria nell'area dell'euro**

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

periodo di mantenimento precedente, quindi al netto del credito erogato dalle banche alla propria clientela<sup>1)</sup>.

Nell'attuale situazione di malfunzionamento dei mercati monetari l'Eurosistema fornisce a ciascuna controparte riserve della banca centrale in maniera elastica dietro presentazione di garanzie adeguate, mediante procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi. Ciò garantisce che ciascuna controparte sia in grado di rispettare l'obbligo di riserva, nonché di soddisfare un eventuale fabbisogno addizionale di liquidità. Nella situazione di normale funzionamento dei mercati interbancari l'Eurosistema fornisce sempre le riserve di banca centrale necessarie a livello aggregato, le quali sono successivamente scambiate fra le banche e quindi redistribuite all'interno del sistema bancario secondo le esigenze. L'Eurosistema soddisfa pertanto in modo efficace la domanda aggregata di riserve della banca centrale in ogni momento e cerca di influenzare le condizioni di finanziamento nell'economia manovrando i tassi di interesse a breve termine<sup>2)</sup>.

In sintesi, lo stock di riserve presso la banca centrale non costituisce pertanto un fattore di freno all'offerta di credito per il sistema bancario nel suo complesso. Un aumento nell'erogazione del credito bancario dipende in ultima istanza da una serie di fattori che determinano la domanda di credito e da altri fattori legati all'offerta di credito. Tra i fattori di domanda figurano i costi dell'indebitamento e le prospettive di reddito, mentre i fattori collegati all'offerta sono il rendimento dell'attività di prestito corretto per il rischio, la posizione patrimoniale della banca, la sua propensione al rischio, il costo del finanziamento e il rischio di liquidità (compreso quello di rinnovo). Il rischio di liquidità è il rischio che un istituto di credito non disponga delle risorse finanziarie necessarie a onorare i propri impegni quando questi giungono a scadenza o che possa procurarsele soltanto a un costo eccessivo. I prestiti alla clientela concorrono al rischio di liquidità poiché, una volta accordati, possono dare luogo a obblighi di pagamento per conto della clientela.

Nelle situazioni caratterizzate da tensioni nei mercati finanziari alcune banche alle prese con difficoltà di accesso ai mercati si rifinanziano presso la banca centrale per essere sicure di poter far fronte agli obblighi di pagamento futuri dovuti, ad esempio, al rimborso imminente di ingenti volumi di titoli obbligazionari. Laddove la banca centrale non soddisfacesse tale domanda, molti istituti di credito sarebbero fortemente incentivati a ridurre l'attività di prestito il più rapidamente possibile e a disfarsi di altre attività. Per queste banche, quindi, l'offerta di liquidità dovrebbe contribuire a evitare un'ampia contrazione dei prestiti e a ripristinare le normali condizioni di offerta del credito.

Nell'attuale situazione dell'area dell'euro le riserve della banca centrale vengono convogliate a un sottoinsieme di banche che ricevono più pagamenti di quanti ne effettuino. Per un periodo rappresentativo, relativo a metà marzo del 2012, la figura C mostra, sull'asse delle ordinate, la percentuale di fondi complessivamente erogati dall'Eurosistema che è stata successivamente ridepositata presso l'Eurosistema dalle stesse controparti. Tale percentuale viene messa a confronto, sull'asse delle ascisse, con la porzione del ricorso ai depositi presso l'Eurosistema e al ricorso totale alle operazioni di assorbimento della liquidità cumulativamente riconducibile alle medesime controparti. La figura evidenzia come gli istituti di credito che si sono avvalsi in misura significativa delle operazioni di assorbimento della liquidità non abbiano generalmente ottenuto dall'Eurosistema i

- 1) L'insieme delle passività degli istituti di credito soggette all'obbligo di riserva coincide in ampia misura con le passività comprese nell'aggregato monetario ampio M3 e include: i depositi *overnight*, i depositi con durata prestabilita fino a due anni, i depositi rimborsabili con preavviso fino a due anni e i titoli di debito delle IFM con scadenza originaria fino a due anni.
- 2) Cfr. anche "Offerta di moneta: il comportamento delle banche e le implicazioni per l'analisi monetaria", *Bollettino mensile*, BCE, ottobre 2011.

**Figura C Distribuzione cumulata del ricorso ai depositi presso la banca centrale e alle operazioni di assorbimento della liquidità**

(valori percentuali, metà marzo 2012)

asse delle ascisse: quota cumulata nelle operazioni di deposito presso la banca centrale e di assorbimento di liquidità  
 asse delle ordinate: quota del rifinanziamento totale ottenuto dall'Eurosistema collocata nelle operazioni di deposito presso la banca centrale e di assorbimento della liquidità da parte della controparte debitrice

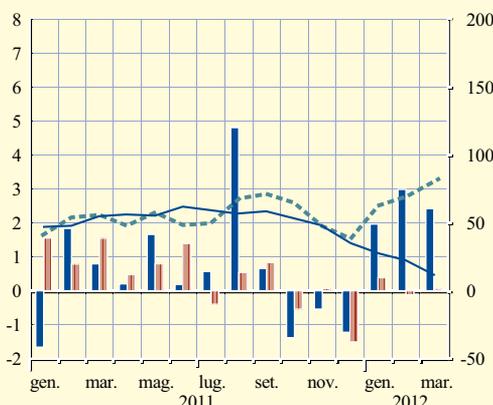


Fonte: elaborazioni della BCE.

**Figura D M3 e prestiti delle IFM al settore privato non finanziario nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; miliardi di euro; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)

■ M3 (flusso mensile – scala di destra)  
 ■ prestiti delle IFM al settore privato non finanziario (flusso mensile – scala di destra)  
 - - - M3 (tasso di crescita sul periodo corrispondente – scala di sinistra)  
 — prestiti delle IFM al settore privato non finanziario (tasso di crescita sul periodo corrispondente – scala di sinistra)



Fonte: BCE.

fondi depositati. Ad esempio, quasi il 40 per cento del ricorso totale ai depositi presso l'Eurosistema e alle operazioni di assorbimento della liquidità era riconducibile a controparti che non hanno ottenuto fondi dall'Eurosistema. Ciò segnala la presenza di una segmentazione fra un gruppo di istituti che fa affidamento sulle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema e un altro gruppo che finisce per detenere la liquidità della banca centrale in eccesso.

A livello aggregato, gli istituti di credito non possono disfarsi della liquidità in eccesso presso la banca centrale dal momento che non sono in grado di dare direttamente in prestito al settore detentore di moneta i depositi presso la banca centrale. A livello di singoli istituti di credito, i prestiti al settore privato non riducono automaticamente la liquidità in eccesso presso la banca centrale. Sebbene l'erogazione di prestiti all'economia crei, in linea di principio, depositi soggetti all'obbligo di riserva, questo approccio alla riduzione della liquidità eccedente presso la banca centrale risulta estremamente prolungato<sup>3)</sup>. È importante notare che la liquidità eccedente presso la banca centrale non modifica di per sé la domanda di prestiti o la capacità delle banche di sopportare il rischio di credito. Inoltre, per gli istituti di credito che detenevano liquidità in eccesso presso la banca centrale, il rischio di liquidità non era in primo luogo un fattore vincente nelle decisioni di erogare prestiti all'economia.

In sintesi, nel frangente attuale l'espansione della base monetaria è una condizione essenziale per scongiurare un brusco calo degli aggregati monetari ampi, ma di per sé non induce automatica-

3) Questa lentezza è dovuta al fatto che un aumento di 100 euro dei depositi comporta un aumento di 1 euro della riserva obbligatoria (dal momento che il coefficiente di riserva è attualmente pari all'1 per cento).

mente un'espansione dello stock di moneta detenuto al di là del livello che prevarrebbe in assenza di tensioni sul fronte della liquidità. Di fatto, l'espansione significativa della base monetaria che ha fatto seguito alle due ORLT a tre anni è stata strumentale per interrompere la netta contrazione dell'aggregato monetario ampio e del credito nell'area dell'euro che si era osservata negli ultimi tre mesi del 2011 (cfr. figura D). Al tempo stesso, l'espansione dell'aggregato monetario ampio e, in particolare, del credito al settore privato non finanziario resta contenuta, senza pertanto segnalare un'espansione monetaria eccessiva.

#### **b) Un considerevole aumento della liquidità della banca centrale può creare pressioni inflazionistiche anche in assenza di un corrispondente aumento dell'aggregato monetario ampio e del credito?**

Le banche che si ritrovano con riserve della banca centrale che non desiderano detenere a causa del basso rendimento corretto per il rischio potrebbero cercare di acquisire attività ad alto rendimento anche ampliando il credito. Ciò comporta due effetti interdipendenti. In primo luogo, la domanda di attività induce una stabilizzazione della valutazione di queste ultime e migliora le condizioni di finanziamento per i loro emittenti. In secondo luogo, tutti gli operatori tendono a trarre beneficio dal miglioramento nella valutazione dei loro portafogli e dal contesto più favorevole in termini di rischio.

Nella misura in cui ha luogo una siffatta acquisizione di attività, essa si rifletterà negli aggregati monetari ampi e in quelli creditizi. Ciò avverrà allorché le banche pagheranno le attività acquisite dal settore detentore di moneta o erogheranno credito a tale settore, ovvero le amministrazioni pubbliche spenderanno i proventi ottenuti con l'emissione di titoli. In aggiunta, modificando i rendimenti e i prezzi relativi delle attività, anche la ricomposizione dei portafogli influisce sugli andamenti monetari. Essa potrebbe nel contempo contribuire a influenzare le decisioni di investimento e di consumo e, quindi, di spesa.

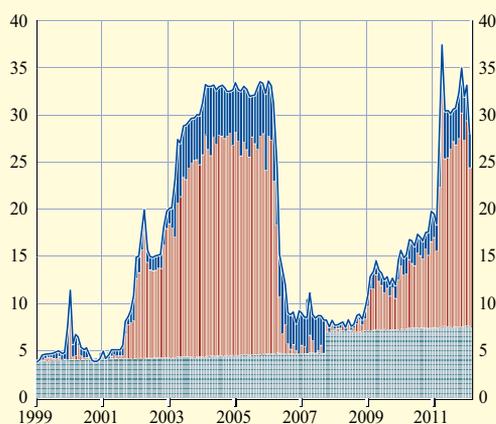
I due episodi di eccedenza significativa di liquidità della banca centrale verificatisi in Giappone nel periodo 2001-metà 2006 e, più di recente, a partire dal marzo del 2011 illustrano i vari meccanismi presentati in questo riquadro. L'adozione di una strategia di allentamento monetario da parte della Bank of Japan nel 2001 risultò in un netto aumento delle riserve in eccesso presso la banca centrale (cfr. figura E)<sup>4</sup>. Tale aumento si accompagnò a un azzeramento dei tassi di interesse di riferimento della Bank of Japan e mise termine al rallentamento della crescita dell'aggregato monetario ampio. Nonostante l'incremento delle riserve in eccesso nel 2001, non si verificò alcuna marcata accelerazione della crescita dell'aggregato monetario ampio né di quella dell'inflazione, rimaste entrambe su livelli molto contenuti (cfr. figura F). Nel 2006, nell'arco di pochi mesi, la Bank of Japan fu in grado di riassorbire l'ammontare significativo di riserve in eccesso e di ripristinare condizioni equilibrate di liquidità mediante la decisione di non rinnovare le operazioni a breve termine di immissione di liquidità. Dopo il fallimento di Lehman Brothers le banche giapponesi hanno ricevuto ancora una volta riserve della banca centrale in eccesso degli importi richiesti. Il secondo episodio in cui le riserve in eccesso detenute dal sistema bancario giapponese hanno raggiunto livelli assai significativi è stato dopo il terremoto che ha colpito la parte orientale del paese nel marzo del 2011. Anche in questo caso non vi sono state finora

4) Per una descrizione del contesto economico che finì per rendere necessaria l'adozione di tale strategia di allentamento, cfr. l'articolo *Confronto tra la crisi finanziaria recente negli Stati Uniti e nell'area dell'euro e l'esperienza del Giappone negli anni novanta* in questo numero del Bollettino mensile.

**Figura E Saldi dei conti correnti presso la Banca del Giappone**

(migliaia di miliardi di yen)

— saldi delle istituzioni finanziarie non soggette all'obbligo di riserva  
 ■■ riserve in eccesso rispetto a quelle obbligatorie  
 — riserve obbligatorie  
 — saldi dei conti correnti detenuti presso la Banca del Giappone

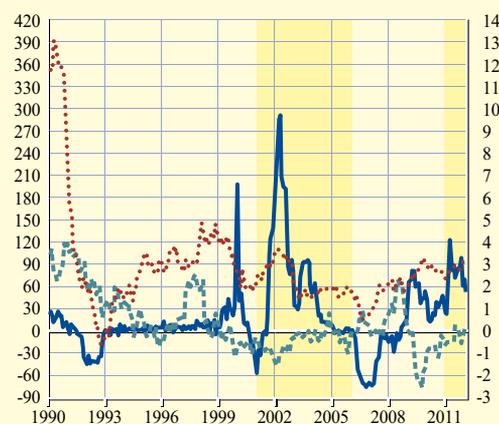


Fonti: BRI e stime della BCE.

**Figura F Saldi dei conti correnti presso la Banca del Giappone, aggregato monetario ampio e inflazione misurata sull'IPC**

(variazioni percentuali annue)

— saldi dei conti correnti detenuti presso la Banca del Giappone (scala di sinistra)  
 ■■ aggregato monetario ampio (scala di destra)  
 ■■ IPC (scala di destra)



1) Gli episodi di riserve in eccesso sono indicati dalle aree ombreggiate.  
 2) L'aggregato monetario ampio corrisponde a M2 più certificati di deposito, fino all'interruzione della serie a fine 2007, e successivamente a M2.

indicazioni di una ripresa significativa della crescita degli aggregati monetari ampi o dell'inflazione. Mentre il primo episodio di riserve eccedenti fu specifico al Giappone, l'episodio corrente rappresenta un fenomeno ampiamente osservato nelle economie avanzate. Al riguardo, occorre usare cautela nel trarre dal primo episodio conclusioni per il secondo, per quanto riguarda sia il Giappone, sia le altre economie avanzate.

## Conclusioni

L'aumento significativo della liquidità in eccesso della banca centrale nell'area dell'euro si è reso necessario per contrastare l'impatto negativo delle forti tensioni di liquidità presenti nei bilanci delle banche, che avrebbero altrimenti potuto condurre a improvvise cessioni di attività e a una riduzione del credito con conseguenze potenzialmente gravi per l'economia reale.

In linea generale, il tentativo delle banche di disfarsi della liquidità in eccesso indesiderata (che, per forza di cose, in aggregato è destinato a fallire) può sostenere i prezzi delle attività e l'erogazione di credito ma, in un contesto caratterizzato da attività economica stabile su bassi livelli, è molto improbabile che questo si tradurrà in un aumento dell'inflazione sui prezzi al consumo. In ogni caso, gli eventuali segnali di un intensificarsi delle pressioni inflazionistiche sarebbero anticipati da un'espansione più rapida della moneta e del credito, che la BCE, con la sua strategia fondata su due pilastri, sarebbe perfettamente in grado di rilevare e gestire. Più in generale, la BCE continuerà a impiegare l'intera gamma di misure convenzionali e non convenzionali a sua disposizione al fine di garantire che l'orientamento della politica monetaria sia coerente con il mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro nel medio termine.

### PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

In marzo il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 ha registrato un ulteriore incremento, per effetto di considerevoli afflussi verso tutte le principali componenti. Il maggiore flusso mensile è stato osservato per M1, per effetto di ricomposizioni di portafoglio e del trasferimento di fondi dalle amministrazioni centrali al settore detentore di moneta in uno Stato membro dell'area dell'euro. I depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* (M2 meno M1) hanno continuato a riportare flussi mensili positivi, sulla scorta di considerazioni di portafoglio a fronte dei tentativi degli enti creditizi di attrarre depositi stabili offrendo tassi di interesse appetibili.

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è salito ulteriormente al 2,7 per cento in marzo, dal 2,5 del mese precedente. L'andamento è principalmente ascrivibile al fatto che gli intermediari finanziari non monetari diversi dalle società di assicurazione e dai fondi pensione (AIF) hanno trasferito fondi dai contratti pronti contro termine ai depositi *overnight*. Inoltre, le amministrazioni pubbliche di uno Stato membro dell'area dell'euro diverse dall'amministrazione centrale hanno aumentato i depositi *overnight*, sfruttando i trasferimenti provenienti da quest'ultimo settore.

Il tasso di espansione sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* è aumentato al 3,3 per cento in marzo, dal 3,1 di febbraio, di riflesso all'ulteriore lieve accelerazione di entrambe le sue componenti. Come osservato dal volgere dell'anno, gli altri depositi a breve termine in alcuni paesi hanno continuato a beneficiare della riallocazione di fondi da parte delle famiglie a favore di strumenti monetari maggiormente remunerativi.

Il tasso di variazione sui dodici mesi degli strumenti negoziabili (M3 meno M2) è aumentato in misura notevole, situandosi in marzo al 5,1 per cento dal 2,8 del mese precedente. Tale incremento ha celato andamenti divergenti nelle rispettive componenti. Mentre le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i titoli di debito a breve termine delle IFM (con scadenza originaria fino a due anni) hanno registrato ingenti flussi mensili positivi, i contratti pronti contro termine hanno evidenziato un sensibile deflusso. Per quanto concerne questi ultimi, il flusso mensile negativo è imputabile per quasi la metà ai contratti pronti contro termine intermediati (*tri-party repo*) condotti tramite controparti centrali. I titoli di debito a breve termine delle IFM, invece, hanno riportato un ingente flusso mensile in marzo, probabilmente a causa degli effetti di sostituzione dei titoli di debito a più lungo termine di questo stesso settore. Inoltre, l'andamento ha forse rispecchiato anche l'accresciuta domanda di tali strumenti da parte dei fondi di investimento, connessa in parte all'impatto della nuova definizione adottata dall'Eurosistema per i fondi comuni monetari. A seguito di questa nuova definizione è aumentato il numero di fondi di investimento (i fondi cioè che rientrano nel settore detentore di moneta) acquirenti di obbligazioni a breve termine<sup>1)</sup>.

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 – è salito al 2,8 per cento in marzo, dal 2,5 di febbraio. L'afflusso mensile è riconducibile a flussi positivi nei settori delle famiglie e delle altre amministrazioni pubbliche, che hanno più che compensato il ritiro di depositi detenuti dagli intermediari finanziari non monetari. Di conseguenza, in marzo il tasso di incremento dei depositi di M3 detenuti dalle famiglie e dalle altre amministrazioni pubbliche è aumentato rispettivamente al 2,2 per cento (dal 2,0 di febbraio) e al 15,0 per cento (dal 9,0 di febbraio). I depositi di M3

1) Per ragguagli sulla modifica della definizione utilizzata dalla BCE per i fondi comuni monetari, cfr. il riquadro *Nuova definizione statistica dei fondi comuni monetari dell'area dell'euro* nel numero di aprile 2012 di questo Bollettino.

detenuti dalle società non finanziarie sono rimasti praticamente invariati, facendo scendere così il relativo tasso di variazione allo 0,0 per cento dallo 0,4 di febbraio.

### PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto concerne le contropartite di M3, il tasso di crescita sui dodici mesi del credito delle IFM ai residenti dell'area dell'euro è aumentato all'1,8 per cento in marzo, dall'1,4 di febbraio (cfr. tavola 2). L'andamento va ricondotto quasi interamente all'espansione del credito al settore delle amministrazioni pubbliche (al 7,3 per cento in marzo, in rialzo dal 5,6 di febbraio). Il credito al settore privato è rimasto sostanzialmente invariato allo 0,5 per cento.

Il tasso di incremento sui dodici mesi del credito alle amministrazioni pubbliche ha continuato a essere imputabile a consistenti acquisti mensili netti di titoli pubblici dell'area dell'euro da parte di IFM diverse dall'Eurosistema. In termini destagionalizzati, tali acquisti sono ammontati a 38 miliardi di euro in marzo, dopo 47 miliardi a febbraio e 57 miliardi a gennaio. Ciò nondimeno, i flussi di marzo per questo strumento sono stati in parte frenati dalla partecipazione delle IFM dell'area dell'euro all'esercizio di gestione delle passività condotto dalla Repubblica ellenica. L'impatto negativo sui flussi a favore dei titoli di debito delle amministrazioni pubbliche detenuti dalle IFM è disceso dal fatto che tale esercizio ha comportato uno scambio di parte delle consistenze di titoli di debito delle amministrazioni pubbliche greche con strumenti di debito emessi dalla European Financial Stability Facility (EFSF), che è stata classificata nel settore degli AIF. La stabilizzazione del tasso di crescita del credito al settore privato in marzo ha rispecchiato un flusso mensile marginalmente positivo, dovuto a un ingente afflusso mensile verso azioni e altre partecipazioni che è stato ampiamente compensato sia dai rimborsi netti di prestiti al settore privato sia dai flussi negativi per i titoli diversi da azioni.

**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					
		2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 4° trim.	2012 1° trim.	2012 feb.	2012 mar.
<b>M1</b>	<b>49,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>
Banconote e monete in circolazione	8,6	4,2	4,5	6,2	6,1	6,2	5,5
Depositi <i>overnight</i>	40,5	1,1	0,8	1,0	1,4	1,7	2,1
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	39,3	3,4	3,4	2,3	2,8	3,1	3,3
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	19,3	2,3	3,1	2,0	3,5	4,0	4,1
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	20,0	4,5	3,7	2,5	2,1	2,3	2,4
<b>M2</b>	<b>88,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	11,7	-0,4	2,7	3,4	3,1	2,8	5,1
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>
<b>Credito a residenti nell'area dell'euro</b>		<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>
Credito alle amministrazioni pubbliche		6,4	5,2	1,4	5,1	5,6	7,3
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		10,7	7,0	-2,2	-4,7	-5,0	-4,4
Credito al settore privato		2,3	1,8	1,4	0,6	0,4	0,5
Prestiti al settore privato		2,6	2,5	2,1	0,9	0,8	0,6
Prestiti al settore privato corretti per le cessioni e la cartolarizzazione <sup>2)</sup>		2,9	2,7	2,3	1,3	1,2	1,2
<b>Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)</b>		<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>2,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>-1,0</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 delle loro cessione o cartolarizzazione.

Il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti al settore privato, corretti per cessioni e cartolarizzazioni, è rimasto invariato all'1,2 per cento in marzo, nonostante i moderati rimborsi netti mensili (pari a 7 miliardi di euro), concentratisi soprattutto nei prestiti agli AIF. I prestiti al settore privato non finanziario hanno registrato un flusso marginalmente positivo.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie, corretti per cessioni e cartolarizzazioni, ha evidenziato un'ulteriore moderazione in seguito a un flusso mensile lievemente negativo in marzo (collocandosi allo 0,5 per cento, contro lo 0,7 di febbraio). Il contenuto deflusso di marzo si è concentrato sui prestiti a breve termine (con scadenza fino a un anno), mentre i flussi relativi ai prestiti a medi e lungo termine sono stati prossimi allo zero. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle famiglie, corretti per cessioni e cartolarizzazioni, è stato marginalmente inferiore rispetto al mese precedente (1,7 per cento in marzo, a fronte dell'1,8 di febbraio). Il flusso mensile complessivo per questa tipologia di prestiti è stato positivo, infatti i flussi moderatamente positivi relativi ai mutui per l'acquisto di abitazioni sono stati compensati solo parzialmente da alcuni modesti flussi negativi riguardanti il credito al consumo e altre tipologie di prestiti.

I mutui per l'acquisto di abitazioni hanno seguito in marzo ad apportare il maggiore contributo alla crescita dei prestiti totali delle IFM alle famiglie. Tuttavia, il tasso di espansione di questa tipologia di prestiti (1,1 per cento in marzo) è diminuito considerevolmente dall'estate del 2011, rispecchiando la minore erogazione di mutui ipotecari, nonché l'attività di cartolarizzazione. In prospettiva, i programmi statali introdotti in alcuni Stati membri a sostegno dei mercati immobiliari nazionali sono in fase di progressivo rientro; è pertanto probabile che in futuro offrano minor sostegno alla domanda di mutui ipotecari. Al contempo, il tasso di incremento sui dodici mesi del credito al consumo è rimasto nettamente negativo (al -2,0 per cento in marzo).

**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					
		2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 4° trim.	2012 1° trim.	2012 feb.	2012 mar.
<b>Società non finanziarie</b>	<b>42,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,3</b>
<i>Corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni<sup>2)</sup></i>	-	1,9	2,3	2,1	0,9	0,7	0,5
Fino a un anno	24,2	1,5	4,1	3,8	0,5	0,1	-0,4
Oltre un anno e fino a cinque anni	18,1	-2,8	-2,8	-2,5	-2,9	-3,2	-2,8
Oltre cinque anni	57,8	2,2	2,1	2,3	2,0	2,0	1,7
<b>Famiglie<sup>3)</sup></b>	<b>46,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>0,6</b>
<i>Corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni<sup>2)</sup></i>	-	3,0	2,7	2,3	1,9	1,8	1,7
Credito al consumo <sup>4)</sup>	11,9	-1,0	-2,0	-2,0	-1,8	-1,8	-2,0
Mutui per l'acquisto di abitazioni <sup>4)</sup>	72,3	4,4	4,0	3,0	1,8	1,8	1,1
Altri prestiti	15,8	2,0	2,4	1,8	0,9	0,8	0,7
<b>Società di assicurazione e fondi pensione</b>	<b>0,8</b>	<b>3,2</b>	<b>7,0</b>	<b>4,3</b>	<b>-3,0</b>	<b>-8,3</b>	<b>-0,3</b>
<b>Altri intermediari finanziari non monetari</b>	<b>10,3</b>	<b>6,0</b>	<b>3,9</b>	<b>3,3</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>2,0</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.

La perdurante debolezza dei prestiti delle IFM al settore privato non finanziario probabilmente riflette, in larga parte, una contenuta domanda di credito (cfr. il riquadro 3), in considerazione dell'attuale fase del ciclo economico e dell'elevato grado di incertezza presente. Inoltre, l'esigenza di riassorbire la passata crescita eccessiva dei prestiti grava sia sulla domanda sia sull'offerta di questi ultimi. Dal lato della domanda, ciò si riscontra negli elevati indici di leva finanziaria che si osservano sia per le famiglie sia per il settore societario, circostanza che ne riduce la capacità di contrarre prestiti aggiuntivi. Dal lato dell'offerta, l'impatto dell'eccessiva espansione dei prestiti in passato ha comportato un accresciuto fabbisogno patrimoniale delle banche per coprire potenziali perdite. Questo, unitamente ai requisiti di coefficienti patrimoniali più elevati che discendono dalla regolamentazione di Basilea 3, ha probabilmente ridotto la disponibilità di prestiti all'economia. Tutti questi effetti stanno esercitando un impatto disomogeneo nell'area dell'euro: si spiega così il motivo per cui rimane considerevole l'eterogeneità della dinamica dei prestiti tra i vari paesi. Allo stesso tempo, le ORLT a tre anni hanno contribuito ad attenuare il rischio di un ridimensionamento disordinato della leva finanziaria allentando in misura considerevole le condizioni di provvista con cui si sono confrontate le IFM dell'area dell'euro.

### Riquadro 3

#### RISULTATI DELL'INDAGINE SUL CREDITO BANCARIO NELL'AREA DELL'EURO PER IL PRIMO TRIMESTRE DEL 2012

Il presente riquadro riporta i principali risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il primo trimestre del 2012, condotta dall'Eurosistema fra il 23 marzo e il 5 aprile 2012<sup>1)</sup>. Nel complesso, le banche dell'area hanno segnalato una netta diminuzione dell'irrigidimento netto dei criteri di concessione dei prestiti rispetto al quarto trimestre del 2011. Tale flessione è stata superiore alle attese espresse tre mesi prima dai partecipanti all'indagine sia per i prestiti alle società non finanziarie sia per i prestiti alle famiglie. Con riferimento alla domanda di prestiti, i partecipanti all'indagine hanno segnalato un notevole calo della domanda netta delle imprese e delle famiglie. Sebbene l'allentamento dei criteri di concessione del credito rispecchi principalmente il miglioramento dell'accesso delle banche al finanziamento, la forte contrazione della domanda di prestiti è in larga misura ascrivibile da un lato a una pronunciata diminuzione del fabbisogno di finanziamento delle imprese per gli investimenti fissi e, dall'altro a un deterioramento delle prospettive del mercato immobiliare e della fiducia dei consumatori. Le aspettative dei partecipanti all'indagine segnalano un'ulteriore riduzione dell'inasprimento netto dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese e dei mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. Stando agli intervistati, la domanda netta di prestiti alle imprese è prevista divenire positiva nel secondo trimestre, mentre il calo della domanda netta di prestiti alle famiglie dovrebbe registrare una sostanziale decelerazione.

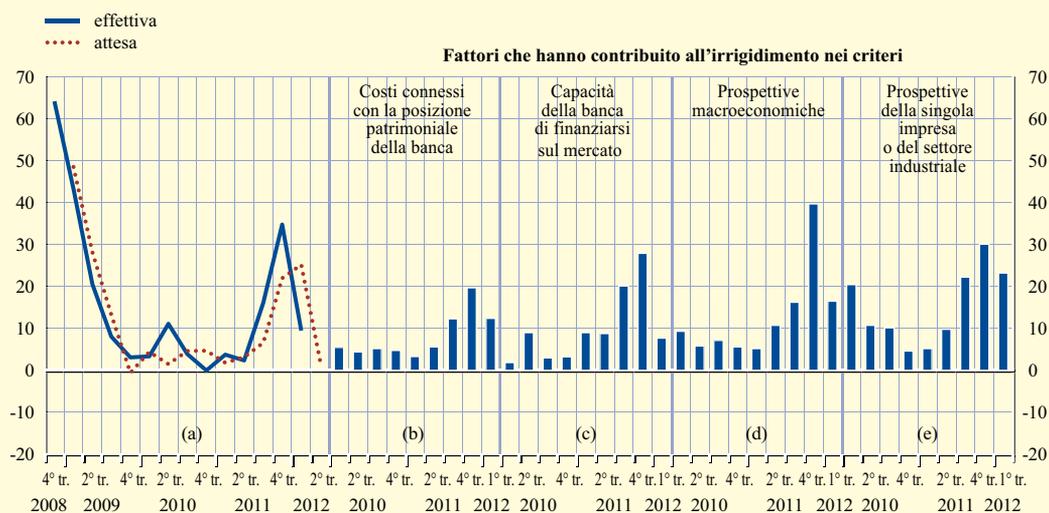
#### Prestiti e linee di credito alle imprese

**Criteri per la concessione del credito.** Nel primo trimestre del 2012 la percentuale netta<sup>2)</sup> di banche che segnalava un irrigidimento dei criteri per la concessione di prestiti e linee di credito

- 1) Il termine ultimo per la ricezione dei dati è stato il 5 aprile 2012. Una valutazione esaustiva dei risultati dell'indagine è stata pubblicata il 25 aprile 2012 sul sito Internet della BCE.
- 2) La percentuale netta riportata fa riferimento alla differenza fra la quota di banche che segnalano un irrigidimento netto dei criteri di concessione del credito e quella delle banche che ne segnalano un allentamento. Un saldo positivo indica che le banche hanno mostrato una tendenza a irrigidire i criteri ("irrigidimento netto"), mentre un saldo negativo indica che le banche hanno mostrato una tendenza ad allentarli ("allentamento netto").

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

(saldi percentuali)



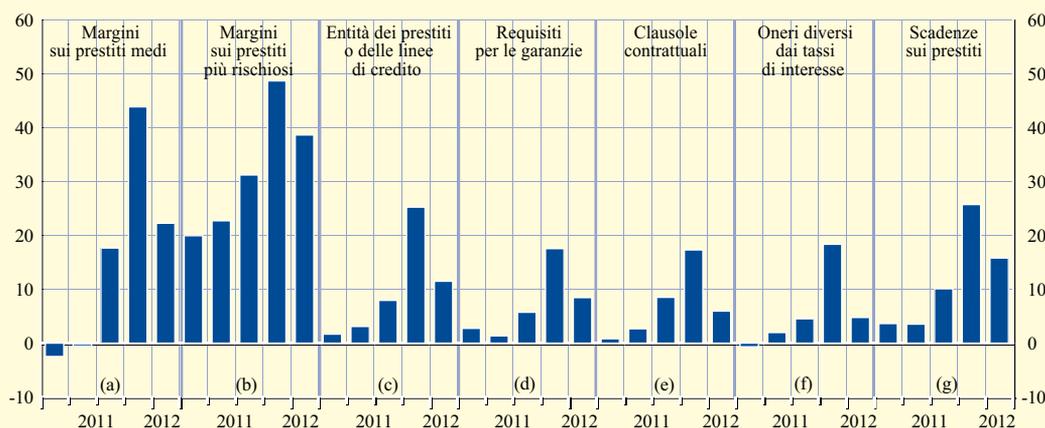
Note: nel riquadro (a) i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di “hanno registrato un notevole irrigidimento” e “hanno registrato un moderato irrigidimento” e la somma delle percentuali di “hanno registrato un moderato allentamento” e “hanno registrato un notevole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

a favore delle imprese è scesa al 9 per cento, dal 35 per cento del trimestre precedente (cfr. figura A). Questa sostanziale diminuzione è stata maggiore rispetto alle aspettative formulate dai partecipanti all’indagine tre mesi prima (25 per cento). I criteri di affidamento si sono allentati in termini netti per tutte le scadenze, sia per i prestiti a breve termine (3 per cento, dal 24 per cento del trimestre precedente) sia per quelli a lungo termine (15 per cento, dal 42 per cento). In aggiunta, il calo dell’inasprimento netto dei criteri ha riguardato tanto i prestiti alle piccole e medie imprese (PMI; 1 per cento, dal 28 per cento), quanto quelli alle imprese maggiori (17 per cento, dal 44 per cento).

Tra i fattori alla base degli andamenti dei criteri per la concessione del credito, la diminuzione complessiva dell’irrigidimento netto dei criteri ha principalmente rispecchiato minori pressioni provenienti dai costi di provvista e dai vincoli di bilancio, in particolare in riferimento all’accesso al finanziamento delle banche (8 per cento, dopo il 28 per cento del trimestre precedente) e alla loro posizione di liquidità (passata dal 27 al 2 per cento). Tali andamenti attestano un sostanziale impatto positivo delle due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre anni sulle condizioni di finanziamento delle banche. Inoltre, le percezioni di rischio complessive hanno contribuito in minore misura a un inasprimento delle condizioni di concessione del credito rispetto al trimestre precedente. Sebbene le aspettative sulle prospettive economiche abbiano contribuito notevolmente meno a inasprire i criteri di affidamento (17 per cento, dal 40 per cento), la diminuzione del contributo dei rischi specifici dei settori (23 per cento, dal 30 per cento), nonché del rischio relativo alle garanzie richieste (11 per cento, dal 19 per cento), è stata meno marcata. Inoltre, secondo quanto segnalato, altri fattori, quali le pressioni concorrenziali da parte delle altre banche e delle società non bancarie, sono rimasti sostanzialmente invariati rispetto al quarto trimestre.

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

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



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

Gli andamenti dei termini e delle condizioni di prestito indicati dagli intermediari dell'area riflettono complessivamente la forte riduzione dell'inasprimento netto dei criteri di fido nel trimestre in rassegna (cfr. figura B). L'ampliamento dei margini è stato ridotto significativamente per i prestiti di qualità media (22 per cento, dal 44 per cento), ma i margini sui prestiti più rischiosi sono rimasti su livelli elevati (39 per cento, dal 49 per cento), a indicazione di un certo grado di differenziazione dei termini e delle condizioni di prezzo connessa al rischio da parte delle banche. L'inasprimento netto è stato ridotto anche per gli altri termini e condizioni (quali oneri diversi dai tassi di interesse, l'entità e la scadenza dei prestiti e i requisiti per le garanzie).

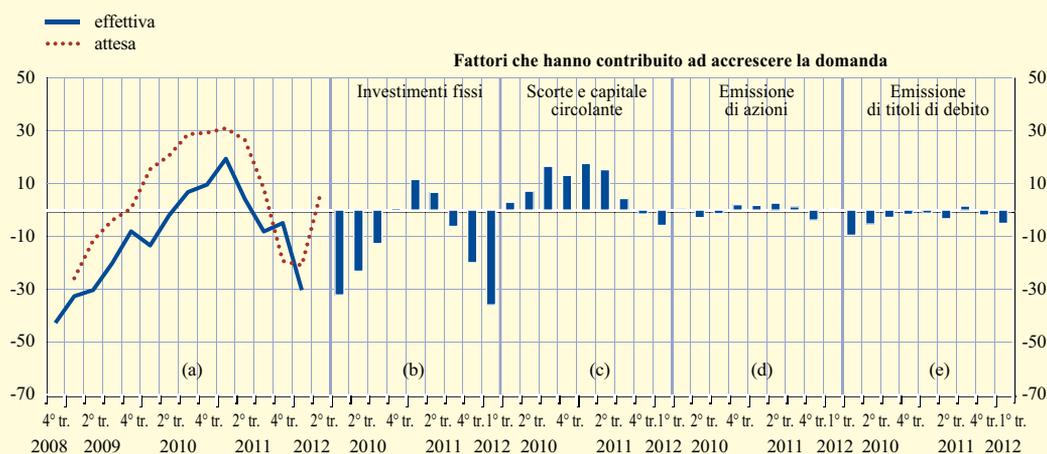
In prospettiva, le banche dell'area dell'euro si attendono nell'insieme un'ulteriore lieve diminuzione dell'irrigidimento netto dei criteri di concessione del credito alle imprese per il secondo trimestre del 2012 (al 2 per cento). Un leggero ulteriore irrigidimento interesserebbe le grandi imprese (8 per cento) anziché le PMI (2 per cento), nonché principalmente i prestiti a lungo termine.

**Domanda di prestiti.** Nel primo trimestre la domanda netta di prestiti da parte delle imprese è calata notevolmente (-30 per cento, dal -5 per cento) e in misura maggiore rispetto alle attese del trimestre precedente (-21 per cento). Inoltre, il calo è apparso più pronunciato per le grandi imprese che per le PMI (rispettivamente -26 e -23 per cento), invertendo così i risultati del quarto trimestre del 2011. La domanda di prestiti sia a lungo termine sia a breve termine è diminuita bruscamente nel primo trimestre, rispettivamente al -31 e al -19 per cento (dallo 0 e dal -4 per cento).

I partecipanti all'indagine ritengono che il calo della domanda sia riconducibile principalmente alla pronunciata diminuzione del fabbisogno di finanziamento delle imprese per investimenti fissi (-36 per cento, dal -20 per cento nel quarto trimestre del 2011; cfr. figura C), unitamente a una riduzione del finanziamento per fusioni e acquisizioni (-17 per cento, dal -18 per cento), a un contributo leggermente negativo del fabbisogno per scorte e capitale circolante (-6 per cento, dall' -1 per cento) e a una moderata flessione connessa alla maggiore disponibilità di fondi interni.

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

(saldi percentuali)



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

In prospettiva, tuttavia, le banche si attendono che la domanda di prestiti alle imprese aumenti nel secondo trimestre del 2012 (7 per cento su base netta). Ciò varrebbe in misura leggermente maggiore per le PMI (7 per cento) che per le grandi imprese (3 per cento). Con riferimento alle scadenze, l’incremento riguarderebbe in misura più pronunciata i prestiti a breve termine (7 per cento) rispetto a quelli a lunga scadenza (-1 per cento).

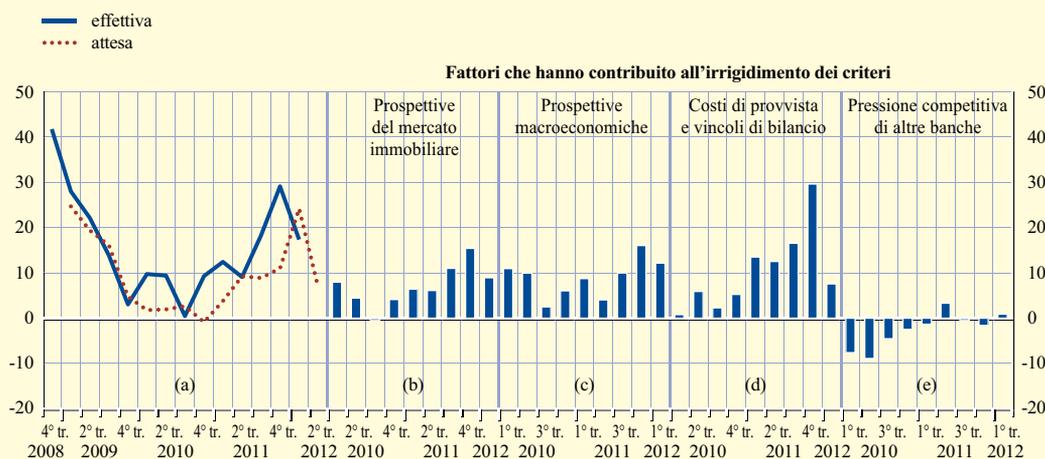
### Prestiti alle famiglie per l’acquisto di abitazioni

**Criteri per la concessione del credito.** Nel primo trimestre del 2012 la percentuale netta di banche segnalanti un irrigidimento netto dei criteri per la concessione di prestiti alle famiglie per l’acquisto di abitazioni è diminuita più di quanto atteso nel trimestre precedente, al 17 per cento, dal 29 per cento del trimestre precedente (cfr. figura D). Secondo gli intervistati, il decremento del grado di irrigidimento netto nel primo trimestre va principalmente ricondotto a un calo dei costi di provvista e dei vincoli di bilancio, probabilmente ascrivibile all’impatto positivo delle due ORLT a tre anni sulle condizioni di finanziamento delle banche (una percentuale netta di appena l’8 per cento dei partecipanti all’indagine ha segnalato che questo fattore ha fornito un contributo all’irrigidimento, contro il 30 per cento del trimestre precedente). In aggiunta, un contributo alla diminuzione dell’inasprimento netto dei criteri per la concessione di mutui per l’acquisto di abitazioni è pervenuto dalle percezioni più favorevoli delle banche riguardo ai rischi per l’attività economica in generale (12 per cento, dal 16 per cento) e per le prospettive del mercato immobiliare (15 per cento, dall’11 per cento).

Tuttavia, il calo segnalato dell’inasprimento netto dei criteri per la concessione di mutui per l’acquisto di abitazioni si è tradotto solo in una lieve moderazione dell’inasprimento netto dei termini e delle condizioni di prezzo, in particolare per i margini sui prestiti di qualità media (24 per cento, dal 29 per cento), mentre l’ampliamento dei margini sui prestiti più rischiosi è rimasto su livelli elevati (32 per cento, dal 33 per cento).

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

(saldi percentuali)



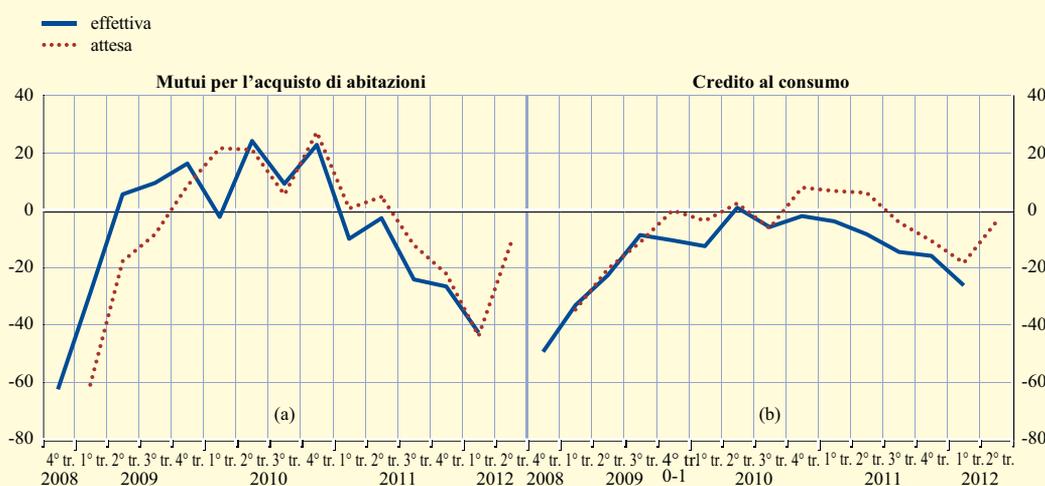
Nota: cfr. note della figura A.

In prospettiva, per il secondo trimestre del 2012 le banche si attendono un grado leggermente inferiore di inasprimento netto dei criteri di concessione dei mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (7 per cento).

**Domanda di prestiti.** Parallelamente al calo della domanda netta di prestiti da parte delle imprese, le banche intervistate hanno segnalato una forte diminuzione della domanda netta di mutui per l'acquisto di abitazioni (-43 per cento, dal -27 per cento; cfr. figura E). Tale diminuzione

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

(saldi percentuali)



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

sembra riconducibile soprattutto al deterioramento in atto delle prospettive del mercato immobiliare (-31 per cento, dal -27 per cento) e del clima di fiducia dei consumatori (-37 per cento, dal -34 per cento).

In prospettiva, per il secondo trimestre le banche si attendono un'ulteriore flessione della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni (-12 per cento su base netta), seppur a un ritmo più moderato.

### Credito al consumo e altre tipologie di prestiti alle famiglie

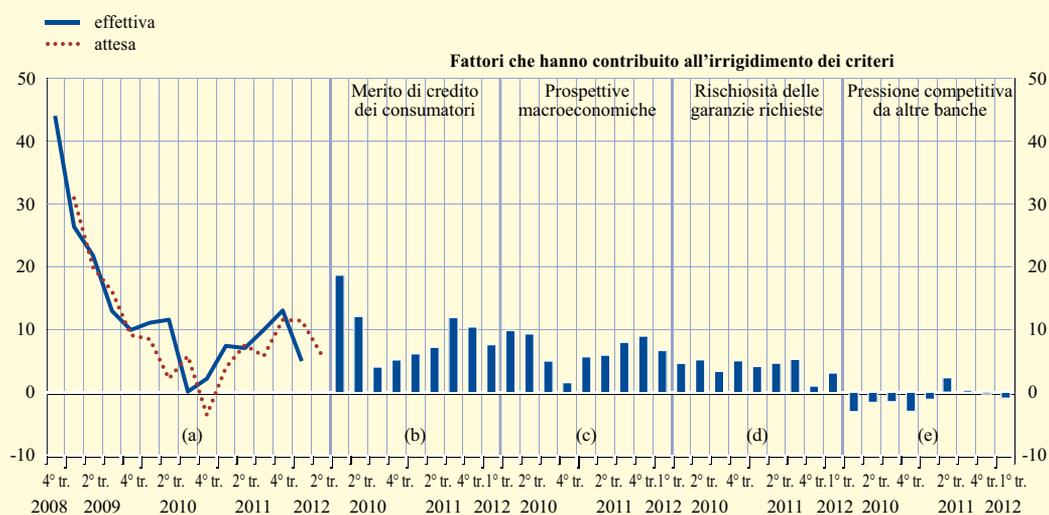
**Criteri per la concessione del credito.** Per il primo trimestre del 2012 le banche dell'area dell'euro hanno segnalato un calo dell'irrigidimento netto dei criteri per la concessione del credito (al 5 per cento, dal 13 per cento; cfr. figura F). I principali fattori che hanno concorso a tale andamento sono stati i costi di provvista e i vincoli di bilancio, nonché i rischi percepiti (in relazione alle prospettive economiche e al merito di credito dei consumatori). Come nel caso dei mutui per l'acquisto di abitazioni, la diminuzione dell'irrigidimento netto non si è tradotta in un miglioramento dei termini e delle condizioni di prezzo. La percentuale netta delle banche che ha segnalato un ulteriore ampliamento dei propri margini si è mantenuta su livelli analoghi al trimestre precedente, mentre il contributo dei termini e delle condizioni diversi dal prezzo è rimasto sostanzialmente neutrale.

In prospettiva, in termini netti, il 6 per cento delle banche si attende un ulteriore irrigidimento dei criteri per la concessione del credito al consumo e delle altre tipologie di prestiti alle famiglie nel secondo trimestre del 2012.

**Domanda di prestiti.** Secondo le banche intervistate la domanda netta di credito al consumo avrebbe segnato un ulteriore calo nel primo trimestre del 2012 (-26 per cento in termini netti, dal

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

(saldi percentuali)



Nota: cfr. note della figura A.

-16 per cento nel trimestre precedente; cfr. figura E). Ciò è principalmente ascrivibile all'impatto avverso sulla domanda di prestiti esercitato dal finanziamento interno delle famiglie tramite i più alti risparmi, dalla minore spesa in beni di consumo durevoli e da un'ulteriore diminuzione della fiducia dei consumatori.

In prospettiva, le banche si aspettano che la flessione della domanda netta di credito al consumo si riduca nel secondo trimestre del 2012 (-4 per cento in termini netti).

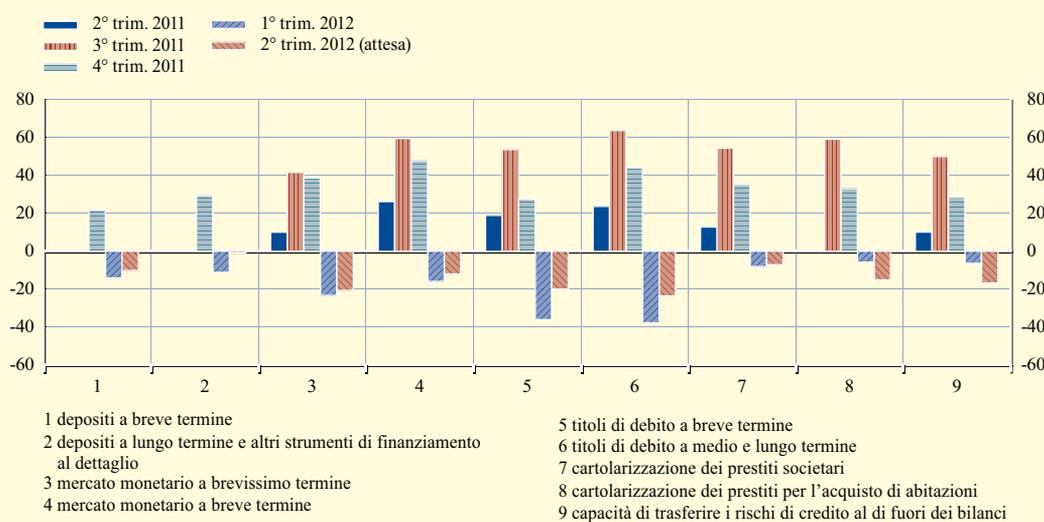
### Domande ad hoc sull'impatto delle turbolenze finanziarie

Come nelle precedenti rilevazioni, l'indagine di aprile contemplava anche una serie di domande puntuali tese a valutare in che misura le tensioni nei mercati finanziari abbiano inciso sull'accesso delle banche ai mercati del finanziamento al dettaglio e all'ingrosso nel primo trimestre del 2012 e in che misura esse potrebbero ancora esercitare un impatto nel secondo trimestre dell'anno.

Le banche dell'area dell'euro hanno nel complesso segnalato un sostanziale miglioramento del loro accesso al finanziamento al dettaglio e all'ingrosso per tutte le categorie, ma in particolare in riferimento ai mercati monetari e ai titoli di debito (cfr. figura G). Inoltre, nel primo trimestre del 2012 sono parse considerevolmente migliorate le condizioni per l'accesso all'attività di cartolarizzazione, sia per le operazioni pro soluto, sia per quelle volte a trasferire i rischi fuori bilancio (cartolarizzazioni sintetiche). Per quanto concerne l'accesso al finanziamento al dettaglio, sia a breve che a lungo termine, le banche hanno in media indicato un lieve miglioramento nel primo trimestre, benché minore rispetto a quello osservato nel loro accesso al finanziamento all'ingrosso. In prospettiva, le banche dell'area dell'euro si attendono ulteriori, seppur più modesti, miglioramenti delle condizioni per l'accesso al finanziamento all'ingrosso nel secondo trimestre e un miglioramento solo marginale per quanto attiene al loro finanziamento al dettaglio.

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

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



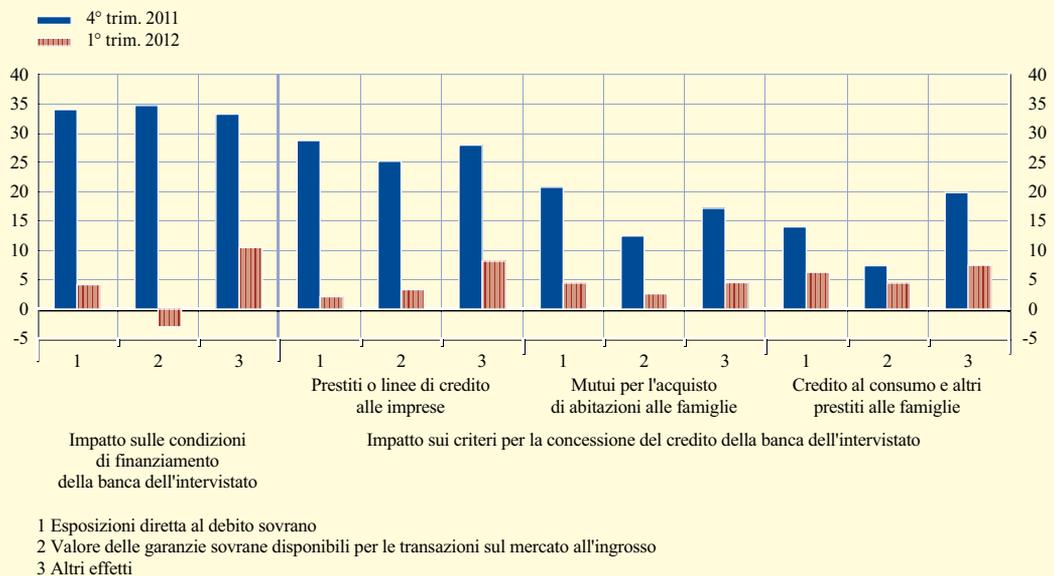
Nota: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole deterioramento" e "hanno registrato un moderato deterioramento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato miglioramento" e "hanno registrato un notevole miglioramento".

### Domanda ad hoc relativa agli effetti della crisi del debito sovrano sulle condizioni di finanziamento e sui criteri di concessione del credito delle banche

Il questionario dell'indagine di aprile 2012 includeva per la seconda volta una domanda ad hoc tesa a valutare l'impatto della crisi del debito sovrano sulle condizioni di finanziamento delle banche e sui loro criteri per la concessione del credito. In media, solo il 4 per cento delle banche dell'area dell'euro (in termini netti), rispetto al 34 per cento del quarto trimestre del 2011, ha attribuito il deterioramento delle condizioni di finanziamento alla crisi del debito sovrano, per via dell'esposizione diretta delle banche al debito sovrano, della diminuzione del valore dei titoli di Stato come garanzia o di altri effetti. Di fatto, l'accresciuto valore delle garanzie per il primo trimestre è stato persino citato come motivo di miglioramento delle condizioni di finanziamento. Una percentuale analoga di banche (in termini netti) ha indicato un impatto sull'irrigidimento dei criteri di fido (circa 5 per cento in media sia per i prestiti alle società non finanziarie che per i prestiti alle famiglie; cfr. figura H). Ciò suggerisce che malgrado l'impatto sostanzialmente inferiore della crisi del debito sovrano a seguito delle due recenti ORLT a tre anni, le banche non sono riuscite a isolare del tutto la loro politica di concessione del credito dai residui vincoli di bilancio e di liquidità associati con le tensioni provocate da tale crisi.

**Figura H Effetti della crisi del debito sovrano sulle condizioni di finanziamento e sui criteri di concessione del credito delle banche**

(saldi percentuali delle banche che hanno segnalato un impatto sulle condizioni di finanziamento o sull'irrigidimento dei criteri)



Nota: i saldi percentuali sono definiti come la differenza tra la somma delle percentuali di "hanno contribuito a un deterioramento delle condizioni di finanziamento/a un irrigidimento dei criteri in misura notevole" e "hanno contribuito in misura moderata" e la somma delle percentuali di "hanno contribuito a un allentamento delle condizioni di finanziamento/dei criteri in misura moderata" e "hanno contribuito in misura notevole".

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) ha evidenziato un'ulteriore diminuzione significativa, portandosi in marzo al -1,0 per cento dallo 0,4 per cento del mese precedente e concorrendo così alla crescita di M3. Questo calo ha rispecchiato una notevole contrazione mensile dei titoli di debito a lungo termine delle IFM (su base consolidata) e dei depositi a termine a più lunga scadenza (in entrambi i casi appena inferiore a 30 miliardi di euro). La fles-

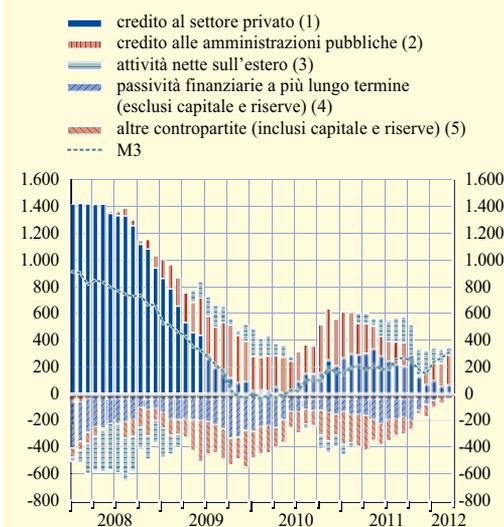
sione dei titoli di debito a lungo termine delle IFM va ascritta principalmente a un considerevole aumento delle consistenze di tali strumenti detenute dalle IFM. Questi acquisti hanno rispecchiato in parte i programmi di riacquisto di titoli di debito propri di vari enti creditizi. Tali operazioni hanno migliorato la posizione patrimoniale degli istituti in quanto i titoli sono stati acquistati a prezzi inferiori al rispettivo valore di rimborso. Gli acquisti potrebbero anche essere stati effettuati per disporre di attività (assistite da garanzia governativa) da stanziare in garanzia nelle operazioni di rifinanziamento con l'Eurosistema. I marcati deflussi dai depositi a più lungo termine sono stati in parte connessi all'inversione di precedenti operazioni di cartolarizzazione in cui i prestiti non erano stati rimossi dai bilanci bancari. Inoltre, è probabile anche che siano imputabili allo spostamento di fondi operato dal settore detentore di moneta verso depositi di M3 più liquidi che offrono una remunerazione analoga. Capitale e riserve hanno fatto registrare afflussi significativi, per effetto dei perduranti sforzi delle banche di portare i propri coefficienti relativi al patrimonio di base (*core tier 1*) ai livelli imposti sia dai requisiti dell'Autorità Bancaria Europea e di Basilea 3 sia dall'esigenza di ricapitalizzazione in generale. Al contempo, le consistenze di capitale e riserve sono diminuite, riflettendo l'impatto della partecipazione delle IFM dell'area dell'euro all'esercizio di gestione delle passività condotto dalla Repubblica ellenica.

La posizione netta sull'estero delle IFM ha registrato un deflusso marginale di 1 miliardo di euro in marzo, dopo un modesto afflusso in febbraio e un considerevole deflusso in gennaio. In termini annui, la posizione netta sull'estero delle IFM dell'area dell'euro è diminuita di 18 miliardi di euro in marzo, dopo essere aumentata di 107 miliardi di euro nei 12 mesi fino a febbraio. Il flusso annuo relativo alla posizione netta sull'estero delle IFM ha quindi contribuito negativamente al tasso di crescita di M3 sui 12 mesi, dopo aver apportato un contributo positivo nel periodo da marzo 2011 fino a febbraio 2012. Questo calo considerevole riflette effetti base nonché il trasferimento di fondi da parte del settore detentore di moneta dell'area dell'euro all'esterno di tale area valutaria nel contesto delle accresciute tensioni nei mercati del debito sovrano nella seconda metà del 2011.

Nel complesso, le dinamiche di fondo della moneta e del credito sono rimaste contenute in marzo, sebbene gli andamenti di breve periodo dell'aggregato monetario ampio abbiano evidenziato un recupero a fronte di una protratta debolezza dell'espansione dei prestiti. Ciò rispecchia in parte l'impatto pressoché concomitante delle ORLT a tre anni su M3, mentre serve tempo perché da queste operazioni si trasmetta un contributo positivo alla crescita dei prestiti e, soprattutto, occorre un aumento della domanda. Allo stesso tempo, i dati fino a marzo confermano che le pressioni sulle banche per ridurre i livelli di indebitamento si sono allentate e che il rischio di un ridimensionamento brusco e disordinato della leva finanziaria si è notevolmente attenuato.

Figura 8 Contropartite di M3

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



## 2.2 EMISSIONE DI TITOLI

*Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è stato pari al 4,3 per cento in febbraio, in rialzo dal 4 per cento del mese precedente. Un'attenuazione dell'incertezza di mercato rispetto alla fine dello scorso anno ha permesso a tutte le tipologie di emittenti di accrescere i collocamenti di titoli di debito nei primi due mesi del 2012 su tutte le scadenze. Al contempo, il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni di azioni quotate è diminuito in qualche misura all'1,6 per cento.*

### TITOLI DI DEBITO

In febbraio il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è aumentato al 4,3 per cento, dal 4 per cento del mese precedente (cfr. tavola 4). Questo andamento complessivo è imputabile principalmente alla crescita più sostenuta dell'emissione di titoli di debito a lungo termine. Inoltre, la ripresa dell'attività di emissione per i titoli di debito a breve termine iniziata nel dicembre 2011 si è protratta in gennaio e febbraio. L'emissione di titoli di debito a breve termine è stata particolarmente vigorosa nel settore delle IFM dalla fine del 2011.

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, dell'emissione dei titoli di debito indica un'accelerazione dell'attività di emissione nella maggior parte dei settori, ad eccezione delle società non finanziarie, per le quali la crescita delle emissioni di titoli di debito ha evidenziato un certo calo (cfr. figura 9). In particolare, gli andamenti di breve periodo continuano a segnalare una rapida accelerazione dell'emissione di titoli di debito nel settore delle IFM, soprattutto da metà 2011. Tassi di emissione più elevati possono riflettere, in qualche misura, il miglioramento del clima di fiducia e un'attenuazione dell'incertezza determinata dall'impatto delle due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine condotte dall'Eurosistema a fine dicembre 2011 e in febbraio 2012.

Sui dodici mesi, l'aumento del tasso di crescita dell'emissione dei titoli di debito in febbraio ha interessato tutti i settori. Nel comparto finanziario, il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli emessi dalle IFM è salito lievemente, dal 4,3 per cento di gennaio al 4,5 di febbraio. Il ritmo di emissione di titoli di debito

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

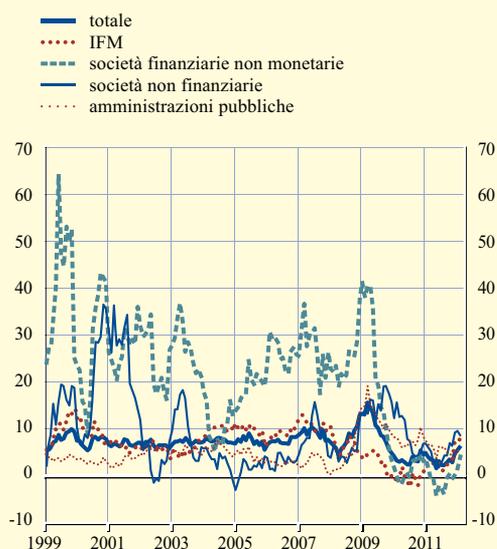
Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2012 feb.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente <sup>1)</sup>					
		2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 4° trim.	2012 gen.	2012 feb.
		<b>Emissione di titoli di debito:</b>					
IFM	16.753	3,7	3,5	3,5	3,1	4,0	4,3
Società finanziarie non monetarie	5.606	0,6	1,1	1,9	3,3	4,3	4,5
Società non finanziarie	3.296	1,8	0,7	-0,3	-1,1	-0,6	0,0
Amministrazioni pubbliche	883	6,2	4,1	4,9	5,0	6,2	6,6
di cui:	6.968	7,3	6,9	6,6	4,9	5,7	6,1
Amministrazioni centrali	6.314	6,7	6,1	5,9	4,2	4,8	4,8
Altre amministrazioni pubbliche	654	13,0	15,8	14,6	13,2	15,4	19,9
<b>Emissione di azioni quotate:</b>							
IFM	4.291	1,4	1,5	1,9	1,7	1,7	1,6
Società finanziarie non monetarie	399	6,4	7,4	12,4	10,2	11,6	11,9
Società non finanziarie	311	3,4	4,2	5,0	5,2	4,0	3,1
	3.580	0,6	0,5	0,4	0,3	0,4	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*.

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

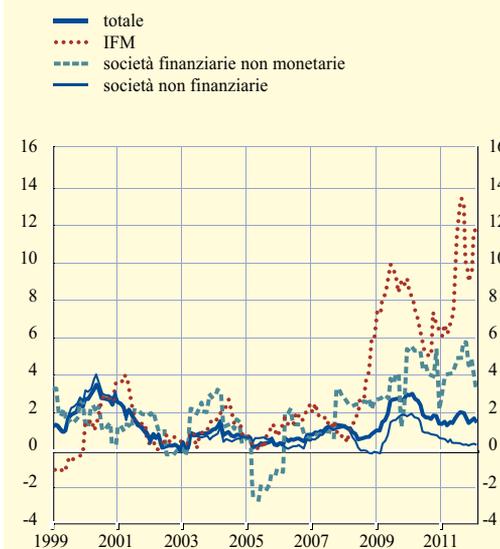
(tassi di crescita semestrali annualizzati; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

(tassi di crescita sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

da parte delle amministrazioni pubbliche segue un andamento tendenziale al rialzo dal novembre 2011. In particolare, il tasso di incremento sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche è aumentato al 6,1 per cento in febbraio, dal 5,7 del mese precedente. Infine, il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie è salito ulteriormente, al 6,6 per cento in febbraio dal 6,1 del mese precedente, mantenendo l'andamento al rialzo iniziato nell'aprile 2011. Come osservato nel 2008 e nel 2009, gli emittenti del settore societario potrebbero aver voluto approfittare del miglioramento dei mercati finanziari nel periodo per sostituire i prestiti bancari con il finanziamento mediante il ricorso al mercato in un contesto di criteri stringenti per l'erogazione del credito.

In base ai dati forniti dagli operatori di mercato, l'attività di emissione in gennaio e febbraio si è concentrata nei segmenti dei titoli di debito con *rating* elevato e intermedio, forse per effetto delle condizioni di finanziamento relativamente favorevoli che li caratterizzavano, mentre l'attività di emissione nel segmento a elevato rendimento è rimasta contenuta. Nel novembre 2011 si è avuta una rinnovata emissione di titoli con garanzia governativa nel settore delle IFM, cui ha fatto seguito un'emissione particolarmente vigorosa in dicembre e febbraio.

## AZIONI QUOTATE

Il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti dell'area dell'euro è lievemente diminuito, all'1,6 per cento in febbraio dall'1,7 del mese precedente. Da un lato, il tasso di incremento delle azioni emesse dalle IFM è leggermente aumentato in febbraio, all'11,9 per cento dall'11,6 di gennaio (cfr. figura 10), riflettendo l'allentamento delle tensioni nei mercati finanziari e la perdurante esigenza di consolidare le posizioni patrimoniali delle banche. Dall'altro lato, il tasso di crescita delle azioni quotate emesse dalle società finanziarie diverse dalle IFM ha continuato a diminuire, portandosi al 3,0 per cento, mentre quello delle azioni quotate emesse dalle società non finanziarie è rimasto sostanzialmente invariato allo 0,3 per cento circa.

## 2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

*I tassi di interesse del mercato monetario sono diminuiti tra l'inizio di aprile e l'inizio di maggio. Nel quarto periodo di mantenimento del 2012, iniziato l'11 aprile, l'Eonia si è mantenuto su livelli contenuti, oscillando intorno a un valore superiore di 10 punti base al tasso sui depositi presso la banca centrale. Tale differenziale riflette l'ampio ammontare di liquidità in eccesso osservato dopo il regolamento della seconda operazione di rifinanziamento a più lungo termine a tre anni (ORLT) del 1 marzo.*

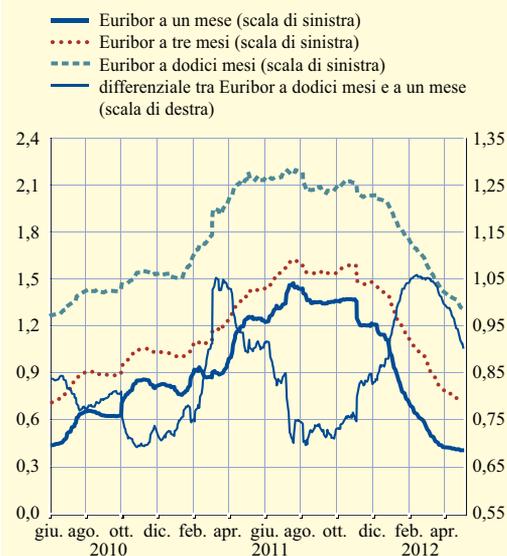
Tra l'inizio di aprile e l'inizio di maggio i tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono diminuiti. Il 2 maggio i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente allo 0,40, 0,70, 0,99 e 1,30 per cento, livelli inferiori di 2, 7, 8 e 10 punti base rispetto al 3 aprile. Inoltre, il differenziale tra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese, indicatore dell'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario, si è ridotto marginalmente, portandosi a 90 punti base il 2 maggio (cfr. figura 11).

Il 2 maggio il tasso *swap* sull'Eonia a tre mesi si collocava allo 0,31 per cento, in calo di 5 punti base rispetto al 3 aprile. Il tasso corrispondente sui depositi non garantiti è sceso di 7 punti base, portandosi allo 0,70 per cento alla stessa data. Di conseguenza, il differenziale tra l'Euribor a tre mesi sui depositi non garantiti e il tasso *swap* sull'Eonia a tre mesi si è ridotto di 2 punti base e attualmente è pari a 39 punti base.

Il 2 maggio i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a giugno, settembre e dicembre 2012 nonché a marzo 2013 si collocavano rispettivamente allo 0,59, 0,55, 0,55 e 0,55 per cento evidenziando, nell'ordine, un calo di 9, 14, 19 e 23 punti base rispetto ai livelli osservati il 3 aprile.

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

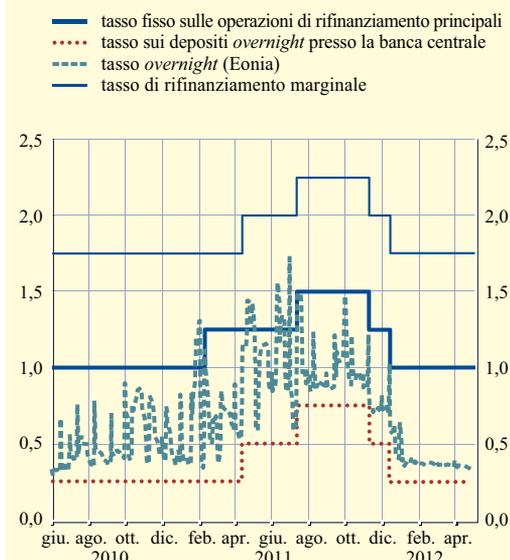
(valori percentuali in ragione d'anno; differenziale in punti percentuali; dati giornalieri)



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)



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

Tra il 3 e il 10 aprile, giorno conclusivo del terzo periodo di mantenimento del 2012, l'Eonia è rimasto stabile, oscillando attorno allo 0,35 per cento in un contesto di livelli di liquidità in eccesso elevati. L'ultimo giorno del periodo di mantenimento era pari allo 0,347 per cento. All'inizio del quarto periodo di mantenimento delle riserve l'Eonia è stato egualmente stabile, seguitando a oscillare attorno allo 0,35 per cento. Il 2 maggio si collocava allo 0,343 per cento.

L'Eurosistema ha condotto varie operazioni di rifinanziamento tra il 3 aprile e il 2 maggio. Nelle operazioni di rifinanziamento principali del quarto periodo di mantenimento del 2012, condotte il 10, 17, 24 e 30 aprile, l'Eurosistema ha allocato rispettivamente 55,4, 51,8, 46,4 e 34,4 miliardi di euro. L'Eurosistema ha inoltre condotto, in aprile, due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT), entrambe mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi: il 10 aprile ha condotto un'operazione con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento (con aggiudicazione di 11,4 miliardi di euro) e il 25 aprile un'ORLT a tre mesi (con aggiudicazione di 21,3 miliardi di euro). La diminuzione degli importi assegnati nelle operazioni di rifinanziamento principali è riconducibile al fatto che il settore bancario aveva ricevuto un ingente ammontare di liquidità su scadenze più lunghe, in particolare sulla scadenza di tre anni, nonché alla riduzione del coefficiente di riserva obbligatoria dal 2 all'1 per cento a decorrere dall'inizio del 2012. La conduzione delle operazioni a tre anni e la riduzione della riserva obbligatoria hanno avuto l'effetto automatico di ridurre la domanda delle banche di liquidità alle scadenze brevi (cfr. anche il riquadro 2).

L'Eurosistema ha inoltre effettuato quattro operazioni di assorbimento della liquidità a una settimana il 10, 17, 24 e 30 aprile, 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 immessa tramite il Programma per i mercati dei titoli finanziari.

Il quarto periodo di mantenimento del 2012, iniziato l'11 aprile, ha continuato a essere caratterizzato da elevati livelli di liquidità in eccesso, con un ricorso medio giornaliero ai depositi presso la banca centrale pari a 762,9 miliardi di euro il 2 maggio.

## 2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

*Tra il 3 aprile e il 2 maggio i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con rating AAA sono diminuiti di circa 10 punti base, mentre negli Stati Uniti sono scesi di circa 30 punti base nello stesso periodo. All'interno dell'area dell'euro i differenziali rispetto ai rendimenti tedeschi sono aumentati o rimasti sostanzialmente stabili nella maggior parte dei paesi. I rendimenti si sono ridotti nel complesso per gli emittenti con rating AAA (ad eccezione della Francia dove non hanno evidenziato variazioni di rilievo), probabilmente per effetto dei flussi a favore della liquidità. L'incertezza sulla futura evoluzione dei mercati obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita di questi ultimi, ha registrato un'ulteriore flessione nell'area dell'euro, sebbene gli attuali valori restino al di sopra dei livelli storici. Gli indicatori desunti dai mercati suggeriscono che le aspettative di inflazione rimangono pienamente coerenti con la stabilità dei prezzi.*

Tra il 3 aprile e il 2 maggio i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con rating AAA sono diminuiti approssimativamente di 10 punti base, al 2,4 per cento circa. Negli Stati Uniti, invece, i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine si sono ridotti di circa 30 punti base nello stesso periodo, a circa l'1,9 per cento, invertendo così quasi interamente l'in-

cremento osservato nella prima parte di marzo. I rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro hanno evidenziato oscillazioni giornaliere solo modeste in aprile, mentre i rendimenti statunitensi corrispondenti si sono contratti nei primi venti giorni del mese per poi stabilizzarsi (cfr. figura 13). Nel complesso, la riduzione dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine negli Stati Uniti ha rispecchiato la pubblicazione di dati economici contrastanti, nonché la riconsiderazione delle prospettive di crescita economica. Per contro, i rendimenti a lungo termine sui titoli di Stato dell'area dell'euro con *rating* AAA hanno mostrato una sensibilità più contenuta ai crescenti timori per la crescita o alle rinnovate tensioni finanziarie e politiche in alcuni paesi dell'area dell'euro. A seguito delle variazioni relative dei rendimenti nelle due aree economiche, 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 ampliato nel periodo in rassegna e si è collocato il 2 maggio a circa 40 punti base. In Giappone i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono diminuiti di circa 10 punti base nel periodo, portandosi allo 0,9 per cento il 2 maggio.

L'incertezza degli investitori sugli andamenti a breve termine dei mercati obbligazionari nell'area dell'euro, misurata dalla volatilità implicita nel prezzo delle opzioni, è marginalmente diminuita nel periodo in rassegna. Un calo in qualche misura più marcato, di circa 1,1 punti base, è stato osservato negli Stati Uniti sempre nello stesso periodo. La volatilità implicita dei mercati obbligazionari ha evidenziato una flessione significativa in entrambe le regioni rispetto ai massimi registrati nel novembre 2011, sebbene gli attuali livelli di volatilità rimangano elevati in termini storici. Inoltre, mentre il livello della volatilità implicita dei mercati obbligazionari dell'area dell'euro è tuttora nel complesso simile a quello osservato poco prima del fallimento di Lehman Brothers, la volatilità corrispondente negli Stati Uniti è inferiore di circa 4 punti percentuali. Lo stesso andamento è osservabile per la volatilità implicita dei mercati azionari: ciò fa ritenere che i timori degli operatori di mercato siano al momento maggiormente concentrati sugli andamenti nell'area dell'euro. In linea con il recente aumento dell'avversione al rischio degli investitori, la domanda di attività "rifugio" (approssimata dai premi di liquidità sui titoli di Stato tedeschi a dieci anni, tuttora elevata rispetto a quelli delle obbligazioni delle agenzie) è notevolmente aumentata nel periodo in esame, portandosi ad un livello non osservato fin dal maggio 2009, a indicazione del fatto che nel complesso la fiducia dei mercati obbligazionari potrebbe aver subito un nuovo significativo deterioramento.

Nel periodo in rassegna i differenziali di rendimento delle obbligazioni sovrane a dieci anni rispetto ai titoli di Stato tedeschi si sono ampliati per Italia, Francia e Spagna, di un valore compreso tra 20 e 40 punti base, mentre sono rimasti sostanzialmente stabili per Austria, Belgio, Irlanda e Paesi Bassi. Nello stesso periodo i differenziali si sono invece ridotti in Grecia e Portogallo, di circa 150

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

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



Fonti: EuroMTS, BCE, Bloomberg e Thomson Reuters.

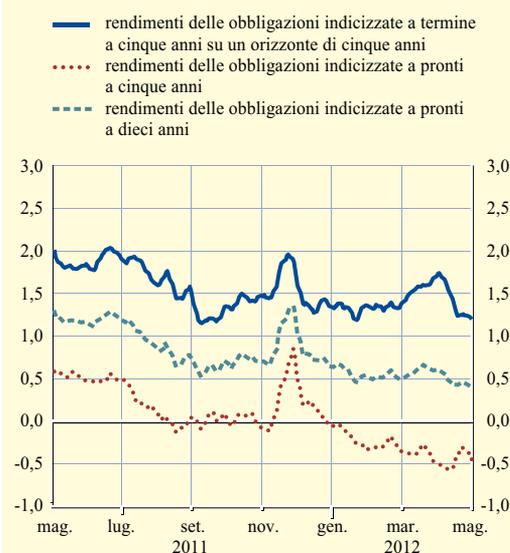
Nota: i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine si riferiscono a titoli a dieci anni o alla scadenza disponibile più vicina a dieci anni. Per l'area dell'euro sono considerati soltanto i titoli di Stato con *rating* AAA, inclusi quelli francesi.

punti base, e in Finlandia, di 10 punti base. Ad eccezione della Francia, i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti nei paesi dell'area dell'euro con *rating* AAA, probabilmente anche per effetto di un rinnovato innalzamento del premio di liquidità sulla scorta delle tensioni dei mercati in alcuni paesi dell'area dell'euro.

I rendimenti sui titoli di Stato indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro a cinque anni sono aumentati di circa 10 punti base nel periodo in esame, al -0,4 per cento, mentre i rendimenti dei titoli analoghi a dieci anni sono diminuiti di circa 20 punti base, allo 0,4 per cento il 2 maggio (cfr. figura 14). Nel periodo in rassegna, di riflesso alle variazioni divergenti dei rendimenti reali e nominali a pronti a cinque e dieci anni, il tasso di inflazione di pareggio implicito a termine nell'area dell'euro (a cinque anni su un orizzonte quinquennale) è aumentato di circa 30 punti base, al 2,3 per cento (cfr. figura 15). Tale incremento, tuttavia, è in gran parte imputabile a fattori tecnici, in particolare la scadenza di un'obbligazione indicizzata all'inflazione e la sua sostituzione con un'emissione più recente. Infatti, il tasso desunto dagli *swap* sull'inflazione con lo stesso orizzonte temporale è rimasto sostanzialmente invariato al 2,4 per cento nel periodo, a sostegno, anche indirettamente, della tesi secondo cui nel periodo non si sono verificate variazioni di rilievo delle attese di inflazione. Nel complesso, considerando non solo la volatilità dei mercati e le distorsioni presenti in un contesto di elevati premi di liquidità, ma anche i premi per il rischio di inflazione, gli indicatori basati sul mercato suggeriscono che le aspettative di inflazione rimangono pienamente coerenti con la stabilità dei prezzi.

**Figura 14 Rendimenti *zero coupon* delle obbligazioni indicizzate all'inflazione nell'area dell'euro**

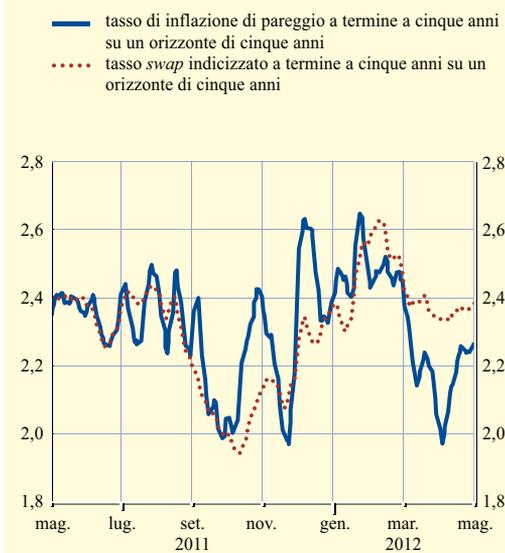
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.  
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.

**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)



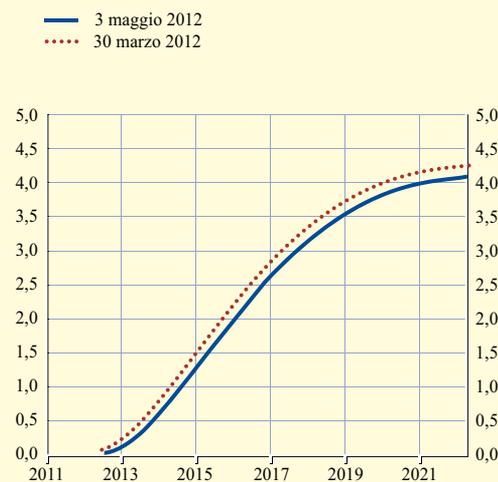
Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.  
Nota: dalla fine di agosto 2011, i tassi di inflazione di pareggio sono calcolati come media ponderata al PIL dei tassi di inflazione e di pareggio stimati separatamente per Francia e Germania. Prima di tale data, i tassi venivano calcolati confrontando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

L'andamento generale dei rendimenti sui titoli di stato a lungo termine dell'area dell'euro con *rating* AAA può essere scomposto nelle variazioni delle aspettative sui tassi di interesse (e dei connessi premi al rischio) su diversi orizzonti (cfr. figura 16). La struttura per scadenza dei tassi a termine registrata il 2 maggio è stata sostanzialmente analoga a quella osservata alla fine di marzo.

Fra il 3 aprile e il 2 maggio i differenziali di rendimento delle obbligazioni di qualità più elevata (*investment grade*) emesse da società non finanziarie (rispetto all'indice elaborato da Merrill Lynch per i titoli di Stato dell'UEM con *rating* AAA) sono diminuiti per gli emittenti con merito di credito intermedio, di un valore compreso tra 2 e 13 punti base, mentre sono aumentati per gli emittenti con *rating* AAA e BBB, di 6 punti base circa. Nello stesso periodo i differenziali sulle obbligazioni *investment grade* emesse da società finanziarie si sono ridotti per gli emittenti con *rating* AAA e AA, rispettivamente di 8 e 13 punti base, mentre si sono ampliati per le categorie di *rating* A e BBB, di circa 10 e 60 punti base rispettivamente.

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

## 2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

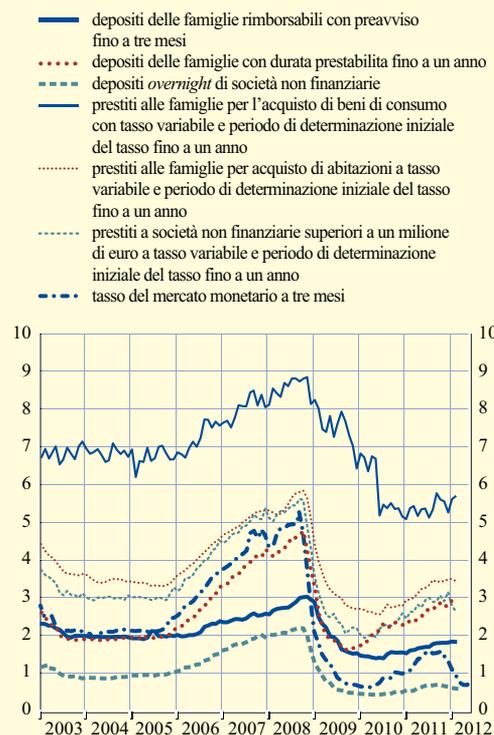
*Entro l'ultima data utile per questo numero del Bollettino non si sono resi disponibili nuovi dati. In febbraio i tassi di interesse delle IFM sui depositi hanno evidenziato un calo marginale. Allo stesso tempo i tassi di interesse sui prestiti a breve termine sono diminuiti per la maggior parte delle categorie di prestiti e delle scadenze, mentre gli andamenti sono stati più eterogenei nel caso dei tassi di interesse delle IFM sui prestiti a lungo termine.*

In febbraio i tassi di interesse delle IFM a breve termine sui depositi hanno evidenziato un calo marginale. I tassi applicati sia sui depositi delle famiglie con durata prestabilita fino a un anno sia sui depositi delle società non finanziarie sono scesi di circa 3 punti base (cfr. figura 17).

Al contempo, la maggior parte dei tassi di interesse delle IFM sui prestiti a breve termine sono diminuiti ancorché in misura diversa. Ad esempio, i tassi di interesse sugli scoperti di conto per le società non finanziarie sono calati di 4 punti base. Ancor più rilevante è il fatto che i tassi di interesse sui prestiti di modesta entità (fino a 1 milione di euro) erogati dalle IFM alle imprese si sono ridotti in febbraio di 10 punti base, al 4,3 per cento, mentre quelli sui prestiti di grande entità (superiori a 1 milione di euro) sono scesi di 15 punti base, al 2,6 per cento. Ciò significa che il differenziale tra i tassi sui prestiti delle IFM di importo rilevante, concessi presumibilmente a grandi imprese, e quelli sui prestiti di modesta entità, presumibilmente erogati a imprese di più piccole dimensioni, ha continuato ad ampliarsi, raggiungendo il massimo storico di 160 punti base in febbraio. Nello stesso periodo i tassi applicati dalle IFM ai mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono diminuiti soltanto di 5 punti base, mentre quelli sul credito al consumo sono di fatto aumentati di 10 punti base. Di

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

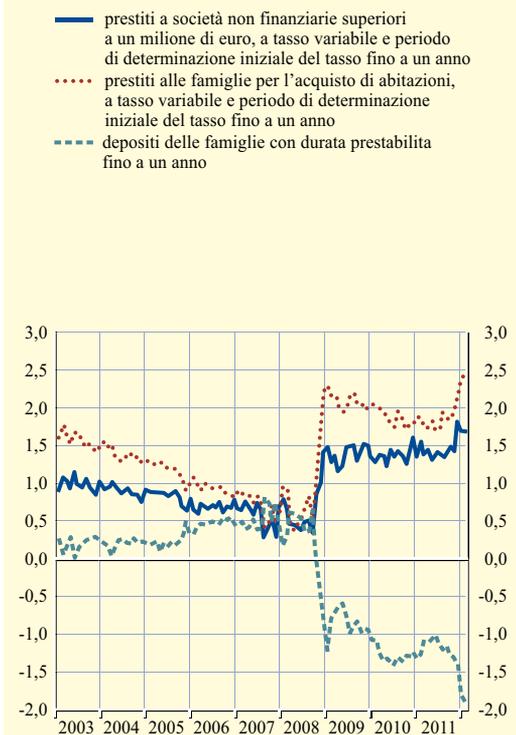
(valori percentuali in ragione d'anno; tassi sulle nuove operazioni)



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).

conseguenza, dal momento che l'Euribor è sceso di 14 punti base in febbraio, il differenziale rispetto ai tassi sui prestiti a breve termine alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si è ampliato da 237 punti base in gennaio a 246 punti base in febbraio, mentre quello rispetto ai prestiti a breve termine di grande entità erogati alle società non finanziarie è rimasto sostanzialmente invariato (cfr. figura 18).

In una prospettiva di più lungo periodo, durante l'ultimo ciclo completo di politica monetaria espansiva (tra ottobre 2008 e marzo 2010) si è registrata una trasmissione significativa dei tassi di mercato ai tassi sui prestiti bancari. Per la maggior parte del 2011 i tassi sui prestiti delle IFM sono lievemente aumentati, rispecchiando prevalentemente il più elevato rischio di credito e il deterioramento delle condizioni di finanziamento bancario nel contesto delle acute tensioni nei mercati della raccolta e della forte necessità di ridurre il grado di leva. Più di recente, i segnali di allentamento riflettono probabilmente le riduzioni dei tassi di interesse di riferimento della BCE in novembre e dicembre 2011, nonché la liquidità immessa nel sistema bancario mediante le due ORLT a tre anni.

Quanto alle scadenze più lunghe, il quadro complessivo presentato dalla più recente dinamica dei tassi sui prestiti delle IFM a lungo termine sarebbe stato influenzato da un certo grado di

volatilità presente in alcune serie. Più specificatamente, i tassi sui prestiti di grande entità alle imprese con un periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni si sono situati al 3,7 per cento in febbraio, evidenziando così un marcato recupero rispetto a gennaio, ma rimanendo sostanzialmente invariati rispetto ai mesi precedenti. Allo stesso tempo i tassi sui prestiti di modesta entità erogati dalle IFM sono aumentati solo lievemente, cioè di 5 punti base. Per contro, i tassi sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con periodo di determinazione iniziale del tasso compreso tra cinque e dieci anni hanno registrato un moderato calo, di circa 5 punti base (cfr. figura 19).

Prima di febbraio i differenziali tra i tassi sui prestiti a lungo termine e i rendimenti dei titoli di Stato a sette anni con *rating* AAA hanno mostrato la tendenza ad aumentare, per effetto in parte della pressione al ribasso sui rendimenti dei titoli di Stato con *rating* AAA dovuta ai flussi a favore di investimenti sicuri. In febbraio il differenziale tra i tassi a lungo termine sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (con scadenza superiore a dieci anni) e il rendimento dei titoli di Stato a sette anni con *rating* AAA è rimasto sostanzialmente invariato a 200 punti base. Per le società non finanziarie, il differenziale corrispondente riguardante i prestiti di modesta entità è aumentato di circa 10 punti base, portandosi a 226 punti base.

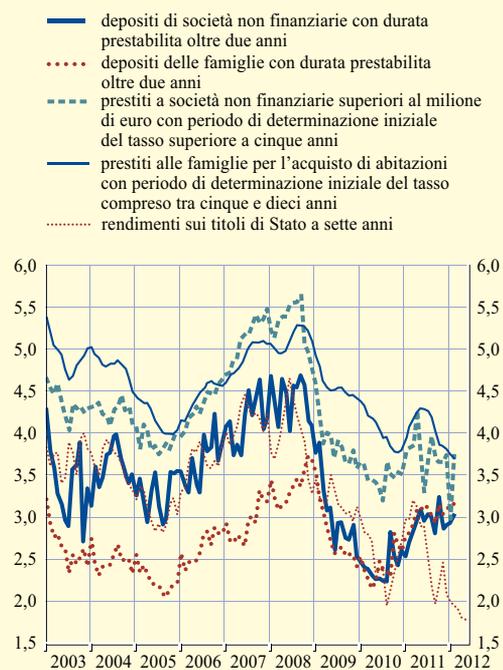
In una prospettiva di più lungo periodo, i tassi sui prestiti alle famiglie a lungo termine e quelli sui prestiti a lungo termine di modesta entità alle imprese hanno mostrato in genere una trasmissione in qualche misura incompleta e lenta, mentre i tassi sui prestiti a lungo termine di grande entità concessi alle imprese hanno evidenziato un andamento più simile a quello dei rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine con *rating* AAA. Come nel caso della trasmissione dei tassi di mercato a breve termine ai tassi bancari a breve termine, 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 distorsione dovuta alle tensioni connesse con la crisi del debito sovrano e alla vulnerabilità delle banche dell'area dell'euro.

## 2.6 MERCATI AZIONARI

Tra la fine di marzo e il 2 maggio i corsi azionari sono diminuiti del 6,5 per cento nell'area dell'euro e dello 0,5 per cento negli Stati Uniti. Le flessioni delle quotazioni azionarie nelle due principali aree economiche si sono verificate sullo sfondo di pubblicazioni di dati che indi-

**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).

cavano un certo deterioramento delle prospettive economiche di breve periodo e un rinnovato incremento dell'incertezza economica e finanziaria mondiale. L'andamento dei corsi azionari nell'area dell'euro è stato determinato anche da un moderato acuirsi delle tensioni nei mercati finanziari all'interno dell'area dell'euro nonché dai timori sull'evoluzione dei conti pubblici e sull'incertezza politica in vari paesi della regione. I prezzi delle azioni finanziarie nell'area dell'euro hanno registrato un calo molto più marcato rispetto all'indice composito, mentre la flessione dell'indice composito del mercato azionario statunitense è quasi parimenti ascrivibile alle perdite nei settori finanziario e non finanziario. L'incertezza circa l'andamento dei corsi azionari, misurata dalla volatilità implicita, è aumentata nell'area dell'euro, raggiungendo i livelli osservati agli inizi del 2012.

Tra la fine di marzo e il 2 maggio i corsi azionari nell'area dell'euro, misurati dall'indice ampio Dow Jones Euro Stoxx, sono diminuiti del 6,5 per cento, mentre quelli negli Stati Uniti, misurati dall'indice Standard & Poor's 500, sono scesi dello 0,5 per cento (cfr. figura 20). Nello stesso periodo anche le quotazioni azionarie in Giappone, misurate dall'indice Nikkei 225, hanno evidenziato una flessione del 7,0 per cento.

Le dinamiche degli indici azionari nelle due principali aree economiche non sono state uniformi nel corso di aprile. Dopo essere calati in entrambe le regioni fino al 10 aprile, nella parte restante del periodo in esame i corsi azionari si sono stabilizzati nell'area dell'euro mentre sono aumentati negli Stati Uniti, soprattutto nell'ultima settimana di aprile. I diversi andamenti delle quotazioni azionarie nelle due aree economiche nella seconda metà di aprile hanno rispecchiato, tra gli altri fattori, le rinnovate preoccupazioni dei mercati circa l'evoluzione delle finanze pubbliche e l'incertezza politica in alcuni paesi dell'area dell'euro. I risultati decisamente peggiori conseguiti dal settore finanziario dell'area dell'euro rispetto al comparto corrispondente degli Stati Uniti possono essere in parte ricondotti anche agli effetti attesi della revisione da parte di un'agenzia di rating del merito di credito di numerose banche europee.

Il calo delle quotazioni azionarie in aprile e a inizio maggio è stato generalizzato all'interno dell'area dell'euro: sono state registrate perdite in tutti i principali paesi, sia nel settore finanziario sia in quello non finanziario. Nel complesso dell'area dell'euro il sottoindice finanziario del mercato azionario ha mostrato la tendenza a determinare le variazioni dell'indice composito, diminuendo del 10 per cento circa nel periodo in esame. Negli Stati Uniti, per contro, i sottoindici finanziario e non finanziario hanno seguito un andamento molto più simile, registrando una flessione rispettivamente dell'1,5 e dello 0,5 per cento circa.

L'incertezza dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita, è cresciuta nell'area dell'euro fino al 20 aprile, ma in seguito ha mostrato la tendenza a stabilizzarsi, portandosi al 23 per cento il 2 maggio. Negli Stati Uniti, invece, la volatilità implicita nel merca-

Figura 20 Indici dei corsi azionari

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



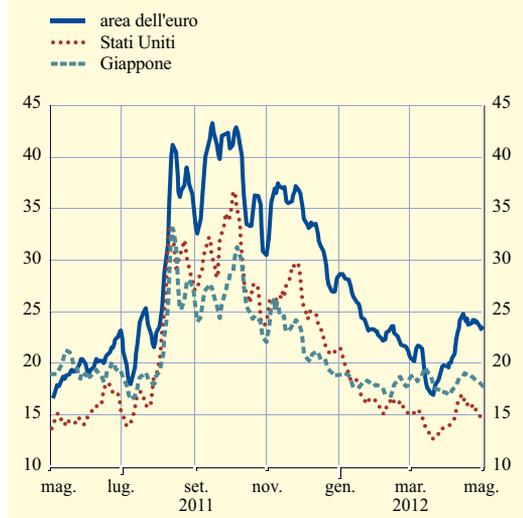
Fonte: Thomson Reuters.

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.

to azionario è rimasta sostanzialmente stabile nel periodo in rassegna, al 15 per cento circa. Tuttavia, a differenza della dinamica nell'area dell'euro, ha tendenzialmente registrato ampie oscillazioni attorno a questo livello nella seconda parte di aprile. In entrambe le aree economiche gli attuali livelli di incertezza dei mercati azionari sono prossimi a quelli osservati agli inizi del 2012 (cfr. figura 21). Nell'area dell'euro il calo dei rendimenti azionari si è verificato a fronte della crescente volatilità implicita dell'indice ampio dei mercati azionari. Tale stretta correlazione tra l'andamento dei rendimenti azionari e il rischio atteso percepito non è stata una regolarità di recente, poiché ha inciso anche l'evoluzione dell'avversione al rischio. Infatti dalla metà del 2011 le variazioni osservate nell'avversione al rischio a livello mondiale (approssimata dal differenziale tra l'indice VIX e la volatilità effettiva dell'indice composito del mercato azionario statunitense) e nel rischio percepito nelle due principali aree economiche sono state connesse in misura sostanzialmente analoga alla dinamica dei rendimenti azionari.

**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.

#### Riquadro 4

### I RISULTATI DELL'INDAGINE SULL'ACCESSO AL CREDITO DELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE NELL'AREA DELL'EURO PER IL PERIODO OTTOBRE 2011-MARZO 2012

Questo riquadro presenta i principali risultati della sesta edizione dell'Indagine sull'accesso al credito delle piccole e medie imprese (PMI) nell'area dell'euro<sup>1)</sup> condotta fra il 29 febbraio e il 29 marzo 2012 presso 7.511 imprese dell'area dell'euro, di cui 6.969 (ossia il 93 per cento) con meno di 250 dipendenti (e classificate pertanto come PMI). Il riquadro fornisce informazioni principalmente sulla situazione finanziaria, sul fabbisogno di finanziamento e sull'accesso al credito delle PMI dell'area, nonché un confronto con i risultati relativi alle imprese di grandi dimensioni per i sei mesi precedenti (vale a dire dall'ottobre 2011 al marzo 2012)<sup>2)</sup>.

#### La situazione finanziaria complessiva delle PMI è deteriorata nel periodo in esame

Nel periodo fra ottobre 2011 e marzo 2012, caratterizzato dall'indebolimento dell'attività economica nell'area dell'euro rispetto ai sei mesi precedenti, la situazione finanziaria delle PMI dell'area è deteriorata. Nel complesso, la principale preoccupazione segnalata da gran parte

- 1) Un rapporto esaustivo corredato di tavole statistiche dettagliate e scomposizioni aggiuntive è stato pubblicato il 27 aprile 2012 nella sezione dedicata alle statistiche del sito Internet della BCE sotto *Monetary and financial statistics/Surveys/Access to finance of SMEs*.
- 2) Il periodo di riferimento della precedente rilevazione era dall'aprile al settembre 2011.

delle PMI era la “ricerca di clienti” (27 per cento, in rialzo dal 23 per cento della precedente edizione dell’indagine). L’importanza dell’“accesso ai finanziamenti” è rimasta sostanzialmente invariata fra le preoccupazioni delle PMI dell’area dell’euro (17 per cento, a fronte del 16 per cento nell’indagine precedente), restando al disotto del massimo raggiunto nella seconda metà del 2009 (19 per cento), mentre è risultata minore per le imprese di grandi dimensioni. Rispetto a queste ultime, la situazione finanziaria delle PMI è rimasta più difficile.

Nel periodo in rassegna il 2 per cento netto<sup>3)</sup> delle PMI dell’area dell’euro ha riportato un calo del fatturato. La situazione al riguardo è pertanto peggiorata rispetto ai sei mesi precedenti, quando nel complesso le PMI avevano segnalato un aumento del fatturato (9 per cento, cfr. figura A). Inoltre, è complessivamente aumentata la percentuale (27 per cento, dal 15 dell’indagine precedente) di PMI dell’area che hanno evidenziato una riduzione dei profitti e un incremento dei costi del lavoro e dei costi degli altri *input* (46 e 67 per cento rispettivamente, in aumento dal 43 e 59 per cento dei sei mesi precedenti), probabilmente di riflesso in particolare al rincaro dell’energia. Anche le grandi imprese hanno segnalato nel complesso un calo dei profitti, e ciò per la prima volta dalla seconda metà del 2009 (4 per cento, a fronte di un aumento netto del 10 per cento della precedente rilevazione). In questo caso la percentuale netta, tuttavia, è risultata assai inferiore di quella delle PMI. Le grandi imprese hanno inoltre continuato a segnalare nel complesso un aumento del fatturato, sebbene con una percentuale netta inferiore rispetto al semestre precedente (32 per cento, in calo dal 45 per cento).

Le PMI dell’area dell’euro hanno segnalato un ulteriore lieve calo del rapporto debito/attività (5 per cento, dal 6 per cento dell’indagine precedente). La flessione riflette la perdurante necessità di ridurre l’indebitamento, che ha raggiunto livelli considerevoli, ma anche una minore disponibilità di finanziamenti mediante emissioni di debito. Anche l’indebitamento delle grandi imprese ha continuato a calare (in termini netti ciò è stato segnalato dal 6 per cento delle grandi imprese, contro il 7 per cento della precedente rilevazione), analogamente a quanto riportato dalle PMI.

**Figura A Indicatori della situazione finanziaria delle imprese dell’area dell’euro**

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



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

3) Le percentuali nette si riferiscono alla differenza fra le imprese che segnalano un aumento e quelle che segnalano una diminuzione.

## Il fabbisogno di finanziamento esterno delle PMI dell'area dell'euro è leggermente cresciuto

Rispetto alla precedente indagine, le PMI dell'area dell'euro hanno segnalato un lieve aumento del fabbisogno di prestiti e scoperti bancari (8 e 14 per cento rispettivamente, in rialzo dal 5 e 10 per cento), probabilmente di riflesso ai minori profitti, mentre il fabbisogno di credito al commercio non ha subito variazioni di rilievo (5 per cento, dal 4 per cento dei sei mesi precedenti; cfr. figura B). Sebbene le PMI abbiano indicato nel complesso un maggiore fabbisogno di finanziamenti esterni, ciò non trova riflesso nelle loro esigenze collegate a investimenti fissi o scorte e capitale circolante, rimaste sostanzialmente invariate rispetto ai sei mesi precedenti (11 per cento, contro il 12 per cento per entrambe le voci). Oltre al calo dell'autofinanziamento (nel complesso 7 per cento, dal 6 per cento precedente), il maggiore fabbisogno di finanziamento esterno riportato dalla PMI potrebbe altresì riflettere la domanda di fondi per motivi precauzionali, in particolare dal momento che il periodo ottobre 2011-marzo 2012 coperto dall'indagine è stato in parte contraddistinto da un'elevata incertezza riguardo alle fonti di finanziamento (bancario) disponibili. Considerata la loro notevole dipendenza dai prestiti bancari, questo aspetto potrebbe aver avuto particolare rilevanza per le PMI.

Le imprese di grandi dimensioni hanno parimenti segnalato nel complesso un accresciuto fabbisogno di prestiti bancari (9 per cento, contro il 6 per cento), ma non di scoperti bancari o credito al commercio (5 e 8 per cento rispettivamente, in calo dal 7 e 9 per cento).

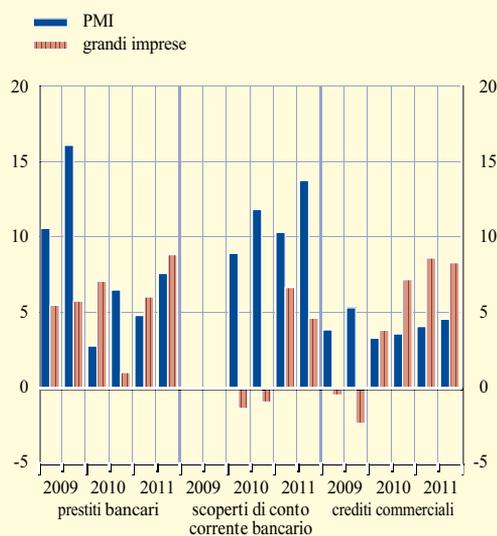
## La disponibilità di finanziamento esterno si è ridotta nel periodo ottobre 2011-marzo 2012

Nel periodo ottobre 2011-marzo 2012 le PMI hanno avvertito un ulteriore deterioramento della disponibilità di prestiti bancari (20 per cento in termini netti, in aumento rispetto al 14 per cento della precedente rilevazione; cfr. figura C). Il peggioramento segnalato è stato tuttavia inferiore a quello del 2009 (30 per cento circa). Per quanto concerne le altre fonti di finanziamento esterno, le PMI hanno riportato un ulteriore deterioramento anche della disponibilità di scoperti bancari e credito al commercio.

Quanto ai termini e alle condizioni dei prestiti bancari, il quadro è risultato disomogeneo. Pur rimanendo elevata (42 per cento), la percentuale netta di PMI segnalanti un aumento dei tassi di interesse è diminuita significativamente rispetto al semestre precedente (54 per cento). Nel contempo, per quando riguarda i termini e le condizioni diversi dal prezzo, per i quali il grado di peggioramento è stato generalmente inferiore, le PMI hanno ad esempio segnalato nel com-

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

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



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

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

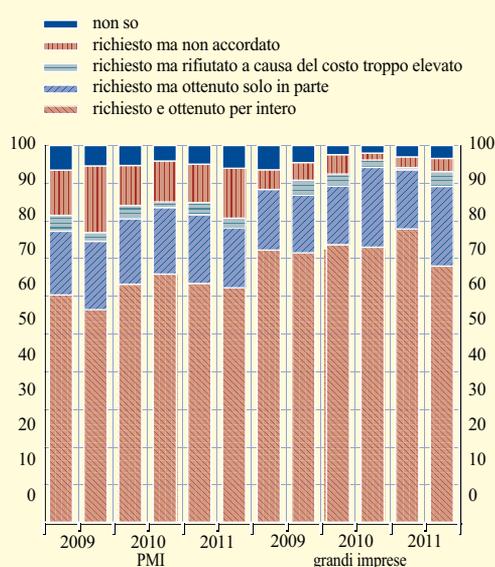
(variazioni sui sei mesi precedenti; saldi percentuali di imprese che hanno richiesto finanziamento esterno)



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

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

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



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

plesso un nuovo, benché modesto, aumento delle richieste di garanzie (36 per cento, contro il 33 per cento precedente).

Il deterioramento nella disponibilità di prestiti bancari è stato molto meno pronunciato per le imprese di grandi dimensioni (4 per cento in termini netti, in calo dal 10 per cento). Ciò riflette probabilmente un calo della rischiosità dei prestiti bancari alle grandi imprese e/o il maggiore potere negoziale di tali società.

### Aumentano i casi di rifiuto delle richieste di prestiti bancari delle PMI

Per quanto riguarda l'esito effettivo delle richieste di prestiti bancari da parte delle PMI nel periodo ottobre 2011-marzo 2012, il 13 per cento delle PMI ha dichiarato di essersi vista rifiutare il credito richiesto (in rialzo dal 10 per cento della precedente rilevazione; cfr. figura D). Si tratta della percentuale più elevata dopo il massimo del 18 per cento registrato nella seconda metà del 2009, e segnala pertanto la presenza di vincoli per quanto riguarda l'accesso delle PMI ai prestiti bancari nel periodo in rassegna. Nel contempo, il 62 per cento (percentuale pressoché invariata rispetto al 63 per cento dell'indagine precedente) delle PMI ha dichiarato di aver ottenuto l'intero importo richiesto (a fronte di una percentuale di appena il 56 per cento nella seconda metà del 2009). Per contro, la percentuale relativa ai prestiti concessi solo in parte è calata al 16 per cento, dal 18 per cento della precedente rilevazione, raggiungendo il valore più basso dall'inizio di questa indagine nel 2009. Ciò potrebbe riflettere la politica assai prudente perseguita dalle banche, specie nel caso

dei prestiti più rischiosi, le quali avrebbero soddisfatto solo parte delle richieste, forse a causa della mancanza di garanzie. Anche relativamente agli scoperti bancari le PMI hanno segnalato un aumento del tasso di rifiuto (al 14 per cento, dal 10 per cento della precedente rilevazione).

Nel caso delle grandi imprese il tasso di rifiuto dei prestiti bancari è rimasto più contenuto (invariato al 3 per cento). Il buon esito delle richieste di prestiti bancari è tuttavia calato significativamente, al 68 per cento (dal 78 per cento), il valore più basso dall'inizio delle rilevazioni nel 2009. Specularmente, è cresciuta (dal 16 al 21 per cento) la percentuale delle richieste di prestiti bancari soddisfatte solo in parte. Anche questo risultato potrebbe confermare la maggiore attenzione da parte delle banche nel selezionare le richieste di prestito.

#### Riquadro 5

### I CONTI INTEGRATI DELL'AREA DELL'EURO PER IL QUARTO TRIMESTRE DEL 2011<sup>1</sup>

I conti integrati dell'area dell'euro, diffusi il 30 aprile 2012, riguardano il periodo fino al quarto trimestre 2011 e forniscono informazioni esaustive su reddito, spesa, finanziamento e scelte di portafoglio dei settori istituzionali dell'area. Nel trimestre in rassegna, il rallentamento economico ha interrotto il progressivo ribilanciamento dei disavanzi/avanzi finanziari che si era osservato nei vari settori durante la fase di ripresa economica: l'aumento graduale dell'indebitamento netto delle società non finanziarie (SNF) si è stabilizzato poiché la riduzione delle scorte ha comportato una riduzione degli investimenti; il saggio di risparmio delle famiglie ha segnato un lieve recupero rispetto ai livelli prossimi ai minimi antecedenti la crisi, deprimendo i consumi; infine, la riduzione dei disavanzi delle amministrazioni pubbliche, che era stata considerevole, ha segnato una battuta d'arresto. Nel contempo, il disavanzo corrente e quello di conto capitale dell'area dell'euro hanno lasciato spazio a un avanzo (dati stagionalizzati). La ricchezza netta delle famiglie è diminuita rispetto al periodo corrispondente dell'anno precedente, e ciò per la prima volta in due anni, mentre le SNF hanno ripreso a ridurre il loro grado di leva finanziaria.

#### Reddito e accreditamento netto/indebitamento netto dell'area dell'euro

La crescita del reddito disponibile lordo nominale nell'area dell'euro, sul periodo corrispondente, si è bruscamente dimezzata all'1,5 per cento nel quarto trimestre del 2011, di riflesso al rallentamento dell'attività economica (cfr. figura A).

**Figura A Reddito disponibile lordo nell'area dell'euro – contributi settoriali**

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



Fonti: Eurostat e BCE.

1) Informazioni dettagliate sono consultabili sul sito Internet della BCE alla pagina <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2019181>.

Poiché il reddito nell'area dell'euro è cresciuto più rapidamente dei consumi totali (che comprendono i consumi collettivi, aumentati di poco), il risparmio lordo ha continuato ad espandersi nel periodo in esame, sebbene a un ritmo più modesto. Le famiglie hanno accresciuto i risparmi, mentre si è ridotto nuovamente, sebbene in misura minore rispetto ai trimestri precedenti, il tasso di risparmio negativo delle amministrazioni pubbliche. Gli utili non distribuiti delle SNF hanno subito un calo marcato nel quarto trimestre (-9,7 per cento sul periodo corrispondente), mentre quelli delle società finanziarie sono aumentati. La crescita degli investimenti fissi è ancora leggermente diminuita, all'1,8 per cento, soprattutto per effetto dei minori investimenti delle imprese (sia finanziarie che non finanziarie), ed è proseguita la contrazione degli investimenti delle amministrazioni pubbliche. In aggiunta, il rallentamento nella ricostituzione delle scorte osservato a partire da metà 2011 si è intensificato nel quarto trimestre, dando luogo a una lieve riduzione delle scorte, le quali nel trimestre in esame hanno fornito un contributo di -0,4 punti percentuali al tasso di crescita sul periodo corrispondente del PIL nominale, contro 0,2 punti percentuali nel terzo trimestre<sup>2)</sup>. Gli investimenti fissi lordi hanno di conseguenza subito una brusca decelerazione, segnando nel quarto trimestre un lieve calo rispetto al periodo corrispondente (-0,2 per cento).

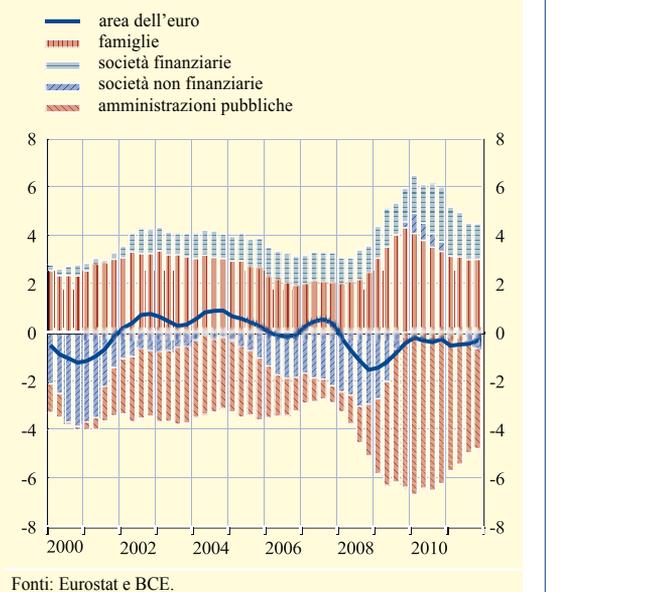
Poiché gli investimenti totali sono cresciuti meno del risparmio totale, l'indebitamento netto/accreditamento netto dell'area dell'euro è ulteriormente migliorato, passando a una posizione di avanzo, di riflesso al passaggio da un valore negativo a uno positivo del saldo del conto corrente nel quarto trimestre 2011 in termini destagionalizzati (mentre in base alla somma di quattro trimestri il saldo è rimasto in disavanzo dello 0,3 del PIL). Questo andamento è riconducibile in ampia misura al miglioramento dell'interscambio netto. Da un punto di vista settoriale, esso riflette per lo più il maggiore accreditamento netto delle famiglie e un calo contenuto del disavanzo delle amministrazioni pubbliche. Le SNF hanno stabilizzato il proprio accreditamento netto, poiché la riduzione degli investimenti fissi è stata compensata dalla diminuzione di risparmio (cfr. figura B). Dal lato dei finanziamenti, le operazioni transfrontaliere hanno ristagnato, con un calo dei depositi interbancari e le cessioni generalizzate, da parte di non residenti, di titoli di debito emessi da residenti dell'area dell'euro, nel contesto di una rinnovata preferenza per le attività emesse sull'interno (*home bias*).

### Le scelte economiche dei settori istituzionali

Nel quarto trimestre del 2011 la crescita del reddito nominale delle famiglie è nuovamente scesa (all'1,8 per cento sul periodo corrispondente), a causa della minore crescita dei compensi per oc-

**Figura B Accredimento netto/  
indebitamento netto nell'area dell'euro**

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



Fonti: Eurostat e BCE.

2) Cfr. il riquadro intitolato "Il processo di costituzione delle scorte: considerazioni teoriche e andamenti recenti" in questo numero del Bollettino mensile.

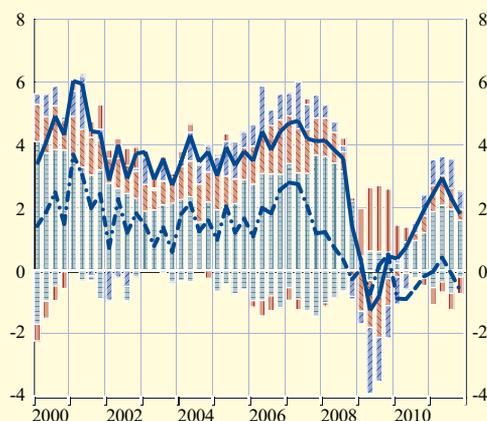
cupato, del margine operativo lordo e del reddito misto, nonché del reddito netto da capitale, e ciò nonostante un ridotto drenaggio fiscale (reddito delle famiglie derivante da flussi di reddito con le amministrazioni pubbliche: trasferimenti sociali netti e pagamento di imposte). Considerata l'elevata inflazione indotta dai rincari delle materie prime, il reddito delle famiglie si è significativamente ridotto in termini reali per il secondo trimestre successivo, -0,6 per cento sul periodo corrispondente (figura C). I consumi privati sono calati in misura ancora maggiore dato che le famiglie hanno accresciuto il risparmio di fronte alla rinnovata incertezza, ai tagli ai conti pubblici, alle prospettive sfavorevoli dell'occupazione in alcuni paesi, al calo dei mercati azionari e alla flessione dei prezzi degli immobili residenziali. Di conseguenza, su base destagionalizzata, il tasso di risparmio delle famiglie ha ripreso lievemente a salire toccando il 13,7 per cento (figura D). Considerata la fiacchezza degli investimenti fissi, le famiglie hanno accresciuto il proprio accreditamento netto, utilizzandolo per rimborsare passività, come evidenziato dal protratto calo del tasso di crescita dei finanziamenti delle famiglie. L'accumulo di attività finanziarie è ulteriormente rallentato: la ricomposizione dei portafogli ha visto il disinvestimento dai prodotti intermediati (depositi, riserve tecniche di assicurazione) e dalle azioni e il concomitante investimento in titoli di debito, specie quelli emessi dalle istituzioni finanziarie in alcuni dei paesi in difficoltà. La ricchezza netta delle famiglie è diminuita sul periodo corrispondente per la prima volta in due anni: le minusvalenze sulle disponibilità di attivi hanno, infatti, superato i risparmi netti, mentre l'indice di indebitamento (ossia il rapporto fra debito e attività) delle famiglie è rimasto su livelli record (14,5 per cento).

Il margine operativo lordo delle SNF ha registrato un nuovo marcato rallentamento nel quarto trimestre del 2011, segnando uno stallo su base annua, poiché il valore aggiunto ha subito una decelerazione più brusca di quella dei salari. Poiché le SNF hanno altresì accresciuto i dividendi

**Figura C Reddito disponibile lordo nominale delle famiglie**

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

- reddito disponibile lordo
- prestazioni sociali nette e contributi
- imposte dirette
- reddito netto da capitale
- risultato lordo di gestione e reddito misto lordo
- reddito da lavoro dipendente
- reddito disponibile lordo reale

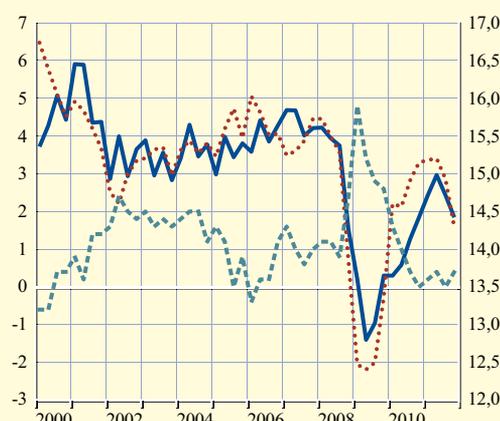


Fonti: Eurostat e BCE.

**Figura D Reddito delle famiglie, consumi e tasso di risparmio**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; in percentuale del reddito disponibile lordo; somma mobile di quattro trimestri)

- crescita del reddito delle famiglie (scala di sinistra)
- crescita nominale dei consumi (scala di sinistra)
- tasso di risparmio, destagionalizzato (scala di destra)



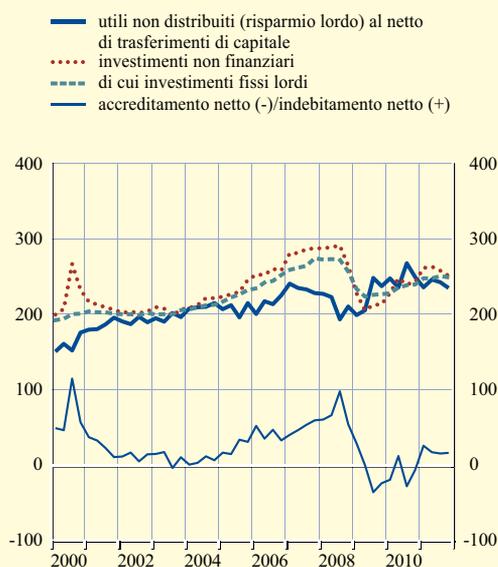
Fonti: Eurostat e BCE.

netti versati e sono aumentate le imposte societarie, i risparmi delle SNF (ossia gli utili non distribuiti) sono sensibilmente diminuiti, del 9,7 per cento, rispetto ai livelli elevati sul periodo corrispondente. Il loro indebitamento netto è tuttavia rimasto sostanzialmente stabile nei trimestri recenti, avendo la spesa per investimenti fissi rallentato anch'essa in misura marcata, sulla scia di una più lenta crescita degli investimenti fissi e il deciso passaggio da una situazione di ricostituzione delle scorte a una di riduzione delle scorte (figura E). Il finanziamento su base consolidata delle SNF ha dato prova di buona tenuta: le fonti di finanziamento di mercato hanno ancora una volta controbilanciato la debolezza del credito bancario, specie a breve termine, nel contesto di riduzione delle scorte. Le SNF hanno continuato ad accrescere le loro già ampie riserve di liquidità (portandole a 2.700 miliardi di euro). Nel contempo, i finanziamenti intrasettoriali (crediti commerciali e prestiti concessi da altre SNF, congiuntamente pari al 40 per cento del debito non consolidato delle SNF) hanno segnato un'accelerazione, offrendo nuovamente uno scudo contro la ricomparsa di vincoli in relazione al finanziamento bancario (figura F). Dopo una breve interruzione, nel quarto trimestre è ripresa la graduale riduzione del grado di leva finanziaria delle SNF osservata a partire dalla metà del 2009.

Nel quarto trimestre del 2011 la riduzione relativamente rapida dei disavanzi delle amministrazioni pubbliche registrata, in termini destagionalizzati, a partire dal primo trimestre del 2010 ha segnato una battuta d'arresto (sebbene, in base alla somma di quattro trimestri, sia comunque diminuita al 4,1 per cento del PIL nel quarto trimestre, dal 4,6 del terzo e da un massimo del 6,7 per cento nel primo trimestre del 2010). Ciò è riconducibile in gran parte al rallentamento delle entrate (IVA, imposte dirette sulle famiglie e le società finanziarie), di riflesso all'impatto degli stabilizzatori automatici in un contesto di indebolimento dell'economia. La crescita, sul periodo corrispondente, della spesa totale è rimasta moderata e prossima all'1 per cento (in ter-

**Figura E Risparmio, investimenti fissi e accreditamento netto/indebitamento netto delle società non finanziarie**

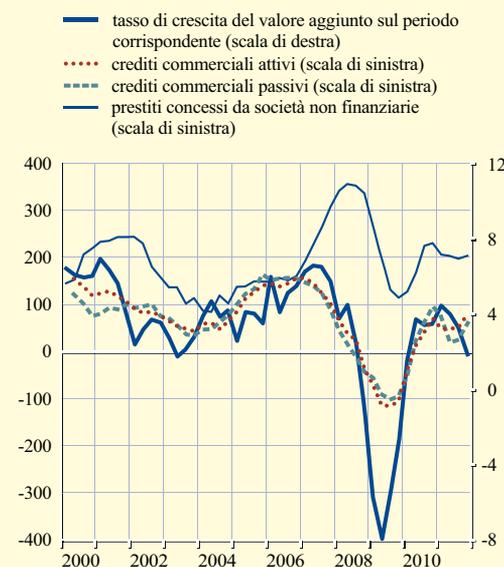
(miliardi di euro, destagionalizzato)



Fonti: Eurostat e BCE  
Nota: destagionalizzazione a cura della BCE.

**Figura F Prestiti concessi da società non finanziarie e loro crediti commerciali attivi e passivi**

(somme mobili di quattro trimestri in miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

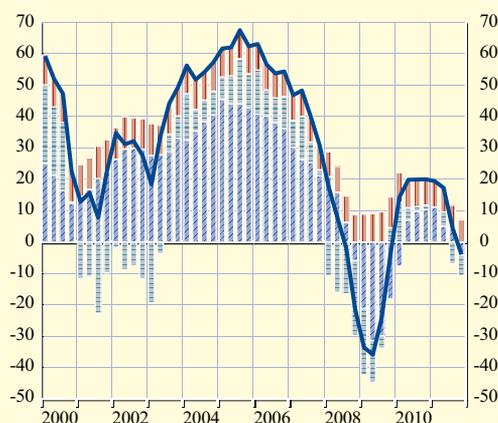


Fonti: Eurostat e BCE  
Nota: destagionalizzazione a cura della BCE.

**Figura G Variazione della ricchezza netta delle famiglie**

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

- variazione della ricchezza netta
- variazione della ricchezza netta dovuta al risparmio netto<sup>1)</sup>
- altri flussi delle attività e passività finanziarie<sup>2)</sup>
- altri flussi delle attività non finanziarie<sup>3)</sup>



Fonti: Eurostat e BCE.

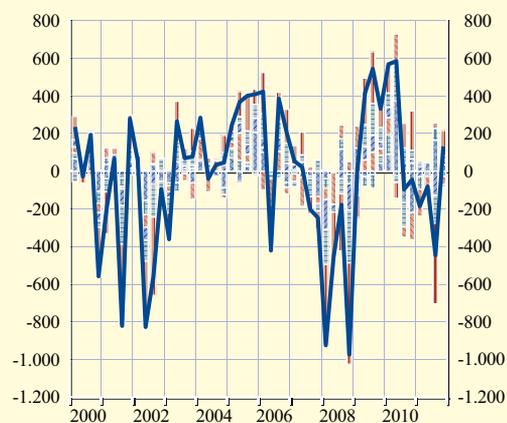
Nota: i dati sulle attività non finanziarie sono stime della BCE.

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

**Figura H Profitti e perdite sulle attività delle società finanziarie**

(flussi trimestrali; miliardi di euro)

- totale
- azioni quotate
- azioni non quotate
- quote di fondi comuni di investimento
- titoli di debito
- prestiti
- altro



Fonti: Eurostat e BCE.

Nota: il totale si riferisce ad "altri flussi economici", relativi principalmente a profitti e perdite (realizzati o non realizzati) comprensivi di cancellazioni di crediti.

mini nominali, al netto dei trasferimenti in linea capitale), riflettendo l'impatto delle protratte e considerevoli misure di risanamento (ad esempio, una crescita annua prossima allo zero dei redditi da lavoro), malgrado l'aumento significativo della spesa per interessi (superiore al 10 per cento sul periodo corrispondente). Le amministrazioni pubbliche hanno continuato ad effettuare emissioni ingenti di titoli di debito e le banche e i non residenti hanno ridotto le proprie posizioni, in parte in relazione al Programma per i mercati dei titoli finanziari dell'Eurosistema mentre, i settori non finanziari e le altre istituzioni finanziarie, sono risultati acquirenti di titoli di debito pubblici.

Il reddito disponibile delle società finanziarie è aumentato a seguito di dividendi netti percepiti e la protratta crescita del valore aggiunto sommato agli interessi netti percepiti. Malgrado i consistenti utili netti trattenuti (passati da 35 a 40 miliardi di euro per trimestre), le emissioni azionarie e il venir meno delle minusvalenze precedentemente incorse sui portafogli azionari, le attività nette al valore di mercato (una misura del coefficiente patrimoniale nei conti dell'area dell'euro) delle società finanziarie sono diminuite, a causa delle perdite subite sui portafogli di titoli di debito e sulle passività (titoli di debito emessi e riserve tecniche di assicurazione, entrambi contabilizzati al valore di mercato). Le attività nette sono rimaste inoltre significativamente al di sopra della valutazione di mercato, molto bassa, del patrimonio delle società finanziarie. Le minusvalenze sui titoli di debito sovrano emessi da paesi in difficoltà sono state in parte compensate dalle plusvalenze su altri titoli di debito e sulle attività denominate in valuta

estera. Nel contesto di pressioni per una riduzione del grado di leva finanziaria, la crescita dei bilanci delle società finanziarie è rimasta modesta su base consolidata, mentre le banche hanno ridimensionato i depositi interbancari nel quarto trimestre 2011.

### Le dinamiche di bilancio

Nel quarto trimestre del 2011 la ricchezza netta delle famiglie è calata sul periodo corrispondente, e ciò per la prima volta in due anni, con una flessione equivalente al 4,0 per cento del reddito (dopo essere aumentata del 4,7 per cento del reddito nel terzo trimestre e del 20,1 per cento nel quarto trimestre del 2010). L'ingresso positivo del risparmio netto (7,2 per cento del reddito) è stato più che compensato dalle perdite sostenute dalle famiglie (11,2 per cento del reddito) non solo sui portafogli di attività finanziarie ma anche, nel trimestre in esame, sulle attività non finanziarie (in gran parte abitazioni) (cfr. figura E).

Le società finanziarie hanno recuperato buona parte delle ingenti perdite sopportate nei trimestri precedenti, soprattutto sui portafogli azionari (azioni quotate, azioni non quotate e quote di fondi comuni di investimento, in particolare azionari). Le plusvalenze (e altri effetti, come le ri-classificazioni) derivanti principalmente dall'apprezzamento delle attività denominate in valuta estera (depositi, prestiti e disponibilità di titoli di debito) sono state sostanzialmente bilanciate dalle minusvalenze sui titoli di debito (tutti contabilizzati al valore di mercato nei conti dell'area dell'euro) dovute al forte aumento dei rendimenti dei titoli di Stato.

## 3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione misurata sullo IAPC si è collocata in aprile al 2,6 per cento, dal 2,7 nei quattro mesi precedenti. È probabile che l'inflazione si mantenga al di sopra del 2 per cento nel 2012, soprattutto per effetto dei rincari dei beni energetici, nonché degli aumenti delle imposte indirette. Sulla base dei prezzi correnti dei contratti future per le materie prime, l'inflazione tornerebbe al di sotto del 2 per cento agli inizi del 2013. In tale contesto, particolare attenzione verrà posta a eventuali segnali di trasmissione dei rincari dei beni energetici ai salari, ai profitti e alla formazione dei prezzi in generale. In prospettiva, tuttavia, a fronte di una crescita debole nell'area dell'euro e di aspettative di inflazione a lungo termine saldamente ancorate, le pressioni di fondo sui prezzi dovrebbero rimanere contenute. I rischi per le prospettive relative all'inflazione armonizzata nei prossimi anni rimangono sostanzialmente bilanciati.

### 3.1 I PREZZI AL CONSUMO

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione misurata sullo IAPC si è collocata in aprile al 2,6 per cento, dal 2,7 nei quattro mesi precedenti (cfr. tavola 5). Gli aumenti delle quotazioni petrolifere e delle accise sui carburanti in alcuni paesi, nonché gli effetti del passato deprezzamento dell'euro, continuano a spingere verso l'alto i prezzi dei beni energetici, compensando largamente gli effetti base negativi della componente energetica.

In marzo, l'ultimo mese per cui è disponibile una scomposizione ufficiale, l'inflazione complessiva è rimasta invariata perché il rallentamento dei prezzi di beni energetici e alimentari trasformati è stato compensato da un'accelerazione dei prezzi dei beni industriali non energetici. Il tasso d'incremento delle componenti degli alimentari freschi e dei servizi non ha subito variazioni.

Analizzando più in dettaglio le componenti principali dello IAPC, l'inflazione dei beni energetici è scesa dal 9,5 all'8,5 per cento tra febbraio e marzo. Questo calo è stato determinato da un forte effetto base al ribasso, che ha più che compensato l'aumento dell'1,6 per cento sul mese precedente.

**Tavola 5 Andamenti dei prezzi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2010	2011	2011 nov.	2011 dic.	2012 gen.	2012 feb.	2012 mar.	2012 apr.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti</b>								
Indice complessivo <sup>1)</sup>	1,6	2,7	3,0	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6
Beni energetici	7,4	11,9	12,3	9,7	9,2	9,5	8,5	.
Alimentari non trasformati	1,3	1,8	1,9	1,6	1,6	2,2	2,2	.
Alimentari trasformati	0,9	3,3	4,3	4,1	4,1	4,1	3,9	.
Beni industriali non energetici	0,5	0,8	1,3	1,2	0,9	1,0	1,4	.
Servizi	1,4	1,8	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	.
<b>Altri indicatori di prezzi</b>								
Prezzi alla produzione nell'industria	2,9	5,9	5,4	4,3	3,8	3,6	.	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	60,7	79,7	81,4	81,7	86,2	89,7	94,2	91,4
Prezzi delle materie prime non energetiche	44,6	12,2	-1,9	-6,7	-4,6	-7,5	-5,4	-3,9

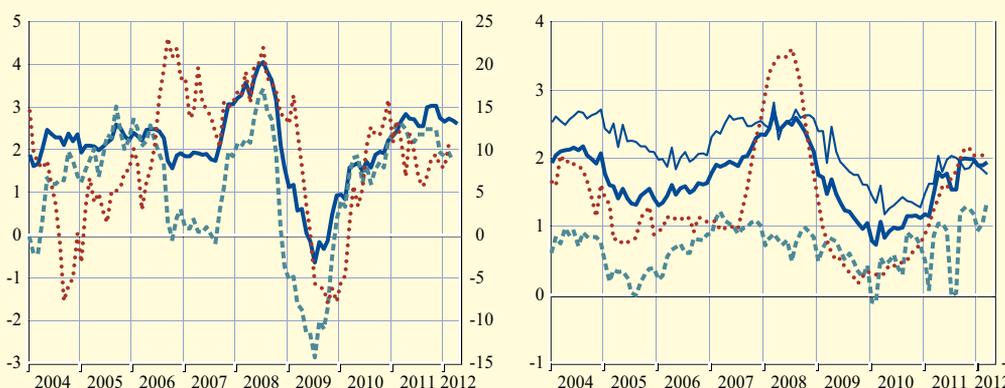
Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Reuters.  
1) Il dato sullo IAPC di aprile 2012 si riferisce alla stima preliminare dell'Eurostat.

Figura 22 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)

— IAPC complessivo (scala di sinistra)  
 ..... alimentari non trasformati (scala di sinistra)  
 - - - - beni energetici (scala di destra)

— IAPC complessivo esclusi beni energetici  
 e alimentari non trasformati (scala di sinistra)  
 ..... alimentari trasformati (scala di destra)  
 - - - - beni industriali non energetici (scala di sinistra)  
 — servizi (scala di sinistra)



Fonte: Eurostat.

In particolare, in marzo la dinamica dei prezzi di combustibili liquidi e di carburanti e lubrificanti per il trasporto di persone è diminuita, mentre quella dei prezzi di gas ed elettricità è rimasta sostanzialmente invariata.

La crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari freschi si è collocata in marzo al 2,2 per cento, invariata rispetto al mese precedente, mentre quella dei prezzi degli alimentari trasformati è diminuita al 3,9 per cento, dal 4,1 nei tre mesi precedenti. Questa flessione ha rispecchiato in particolare il rallentamento dei prezzi di pane e cereali, nonché di latte, formaggio e uova, mentre i prezzi dei tabacchi sono aumentati a un tasso più elevato.

Al netto delle componenti alimentare ed energetica, che costituiscono circa il 30 per cento del paniere dello IAPC, l'inflazione sui dodici mesi è aumentata lievemente in marzo, all'1,6 per cento. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto di alimentari ed energia è determinata prevalentemente da fattori interni, come la dinamica salariale, i margini di profitto e le imposte indirette, ed è costituita da due voci principali, i beni industriali non energetici e i servizi.

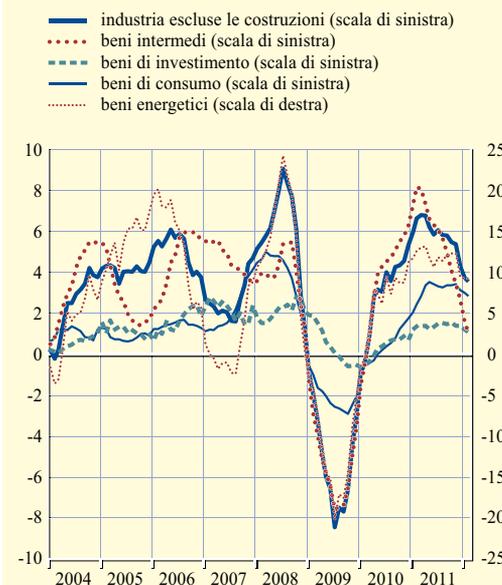
Tra febbraio e marzo la crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni industriali non energetici è salita dall'1,0 all'1,4 per cento, sospinta principalmente da un'accelerazione dei prezzi del vestiario, a seguito della conclusione dei saldi invernali. Tuttavia, l'inflazione dei servizi è rimasta stabile all'1,8 per cento, dato che il rallentamento dei prezzi dei servizi ricreativi, personali e vari è stato compensato dall'accelerazione di quelli dei servizi di comunicazione e trasporto.

### 3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

Dalla pubblicazione del numero di aprile di questo Bollettino non si sono resi disponibili nuovi dati sui prezzi alla produzione nell'industria nell'area dell'euro. I dati nazionali disponibili

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

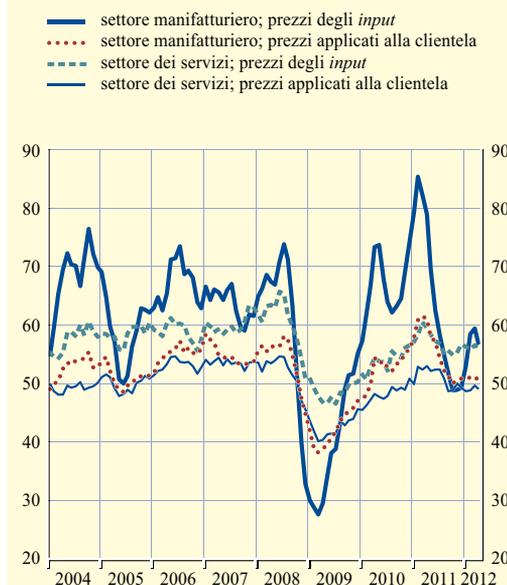
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**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.

suggeriscono che i prezzi alla produzione (al netto delle costruzioni) sono diminuiti ancora in marzo. L'inflazione alla produzione nell'industria è calata al 3,6 per cento in febbraio, dal 3,8 di gennaio. Nello stesso periodo la dinamica tendenziale dei prezzi alla produzione al netto delle costruzioni e dell'energia è scesa dal 2,0 all'1,7 per cento. Agli stadi successivi della filiera produttiva la variazione tendenziale dei prezzi al consumo degli alimentari è diminuita al 3,7 per cento in febbraio, dal 3,9 del mese precedente. Anche il tasso di variazione annuale della componente non alimentare, che anticipa l'andamento della componente dei beni industriali non energetici dello IAPC, è sceso in febbraio all'1,3 per cento, dai livelli storicamente elevati registrati alla fine del 2011. Questo calo, insieme a quello dell'inflazione all'importazione, segnala una moderazione delle pressioni di breve periodo all'origine sulle componenti di fondo dell'inflazione al consumo.

Quanto all'indice dei responsabili degli acquisti, i prezzi degli *input* e dell'*output* sono diminuiti lievemente in aprile a causa della debolezza della domanda. Nel settore manifatturiero, nonostante i recenti rincari delle materie prime, l'indice dei prezzi degli *input* è sceso da 57,5 in marzo a 56,2 in aprile, registrando il primo calo dall'ottobre 2011. Nello stesso periodo l'indice dei prezzi dell'*output* è diminuito ulteriormente da 50,1 a 49,5. Sia i prezzi degli *input* sia quelli dell'*output* sono ora marginalmente al di sotto delle rispettive medie di lungo periodo. Con riferimento alle aspettative sui prezzi di vendita, anche l'indice generale dell'industria nell'indagine della Commissione europea è diminuito leggermente. Questi dati confermano che le pressioni sui prezzi, pur diminuendo nella fase finale della catena produttiva, stanno riemergendo negli stadi iniziali della filiera, alimentate in particolare dai recenti rincari del petrolio.

Tavola 6 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

### 3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

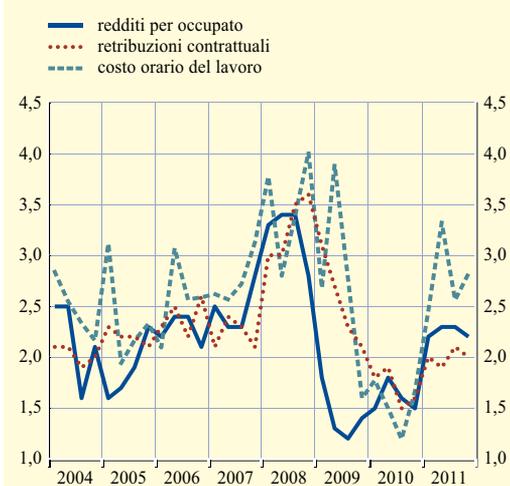
Gli indicatori del costo del lavoro nell'area dell'euro hanno registrato un graduale aumento fino all'estate del 2011, in linea con il concomitante miglioramento delle condizioni nel mercato del lavoro (cfr. tavola 6 e figura 25). Nel prosieguo dell'anno la dinamica della crescita salariale ha mostrato segni di stabilizzazione.

Le informazioni preliminari sulle retribuzioni contrattuali in febbraio confermano la valutazione secondo cui la dinamica salariale nell'area dell'euro dovrebbe essere più moderata nel 2012 rispetto al 2011. Nel quarto trimestre del 2011 il costo orario del lavoro è aumentato lievemente, soprattutto per effetto degli andamenti nel comparto industriale e in quello delle costruzioni. I costi non salariali hanno continuato a crescere ad un ritmo più sostenuto rispetto alla componente salariale dei costi orari del lavoro nell'area dell'euro.

Altri indicatori salariali, come il tasso di crescita dei redditi per addetto, si sono stabilizzati verso la fine del 2011 su un livello lievemente più elevato rispetto al 2010. In linea con tali andamenti, il tasso di crescita del costo unitario del lavoro è tornato in territorio positivo nel 2011, soprattutto perché la dinamica della produttività del lavoro è aumentata a un ritmo sensibilmente più moderato rispetto a quella dei redditi per occupato. In prospettiva, i risultati delle ultime indagini indicano un ulteriore rallentamento della produttività nei prossimi trimestri, che potrebbe far aumentare ancora il costo del lavoro per unità di prodotto. 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.

Figura 25 Indicatori del costo del lavoro

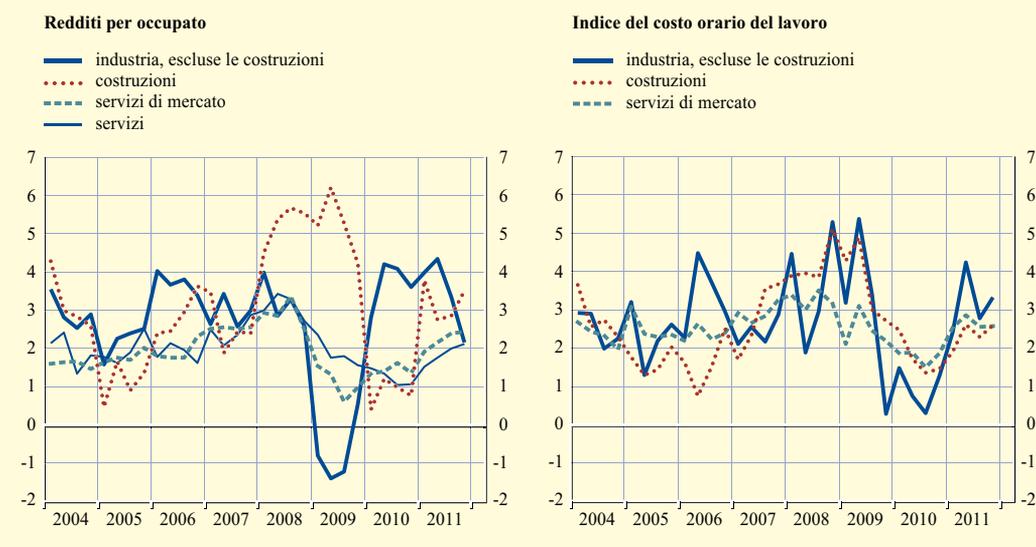
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



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 I PREZZI DEGLI IMMOBILI RESIDENZIALI NELL'AREA DELL'EURO

Nel quarto trimestre del 2011 i prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro sono diminuiti dello 0,2 per cento sul periodo corrispondente, dopo essere aumentati di circa l'1 per cento nel secondo e terzo trimestre. Un'analisi più dettagliata degli andamenti recenti dei prezzi delle abitazioni è presentata nel riquadro 6.

#### Riquadro 6

#### ANDAMENTI RECENTI DEI PREZZI DELLE ABITAZIONI NELL'AREA DELL'EURO

Nel quarto trimestre del 2011 i prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro sono diminuiti dello 0,2 per cento sul periodo corrispondente, dopo essere aumentati di circa l'1 per cento nel secondo e terzo trimestre (cfr. la figura)<sup>1)</sup>. I dati più recenti confermano che la crescita delle quotazioni immobiliari ha mantenuto un andamento debole, dopo aver mostrato una ripresa tra il terzo trimestre del 2009 e il primo trimestre del 2011. Nel 2011 i prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro sono aumentati in media dell'1,0 per cento, in leggero calo rispetto all'1,1 per cento del 2010.

Il sostanziale disallineamento delle quotazioni immobiliari rispetto ai fondamentali, determinatosi in diversi paesi prima della crisi, continua a esercitare pressioni al ribasso sui prezzi delle abitazioni. Il nuovo rallentamento dei prezzi delle case nell'area dell'euro riflette altresì la con-

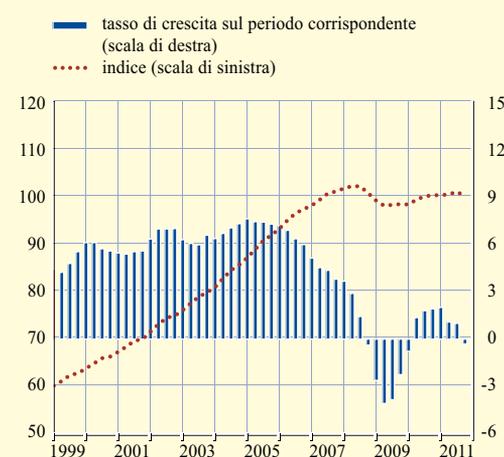
1) Dal 2010 la BCE compila l'indicatore dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro con cadenza trimestrale. Nel caso dell'Italia, i dati trimestrali sono calcolati sulla base di rilevazioni effettuate con frequenza semestrale (impiegando fra l'altro indicatori trimestrali). Per informazioni più dettagliate, cfr. il riquadro *Andamenti recenti del mercato immobiliare nell'area dell'euro* nel numero di dicembre 2010 di questo Bollettino.

mitanza di differenti fattori che influiscono più in generale sui mercati immobiliari. Benché i tassi sui prestiti bancari siano su livelli contenuti, i criteri di erogazione del credito si sono inaspriti nella seconda metà del 2011. Inoltre, la disoccupazione, e quindi l'incertezza sulle prospettive di reddito delle famiglie e sull'accessibilità finanziaria delle case, sono aumentate ancora verso la fine del 2011. Al contempo, le tensioni in alcuni segmenti dei mercati finanziari nell'area dell'euro potrebbero aver sostenuto la domanda di attività reali in alcune regioni dell'area dell'euro, rispecchiando l'incertezza che caratterizza le prospettive di rendimento delle attività finanziarie.

La recente evoluzione dei prezzi degli alloggi nell'area dell'euro continua a celare andamenti molto differenti tra i paesi (cfr. la tavola). Ad esempio, nel 2011 la dinamica delle quotazioni immobiliari è diminuita notevolmente in Fran-

**Prezzi nominali degli immobili residenziali nell'area dell'euro**

(indice: 2007 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: dati nazionali ed elaborazioni della BCE.  
Nota: cfr. la nota 1 del riquadro per la costruzione dell'indice nominale.

**Prezzi nominali degli immobili residenziali nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	Pesi %	2010		2011		2010				2011					
		2010	2011	prima metà	seconda metà	prima metà	seconda metà	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
Belgio <sup>1)</sup>	3,8	5,4	3,1	4,9	5,9	3,3	-	3,8	5,9	5,9	5,9	3,1	3,5	3,9	2,1
Germania <sup>2)</sup>	26,7	0,5	2,6	-0,4	1,5	2,7	2,5	-1,5	0,7	1,4	1,5	3,1	2,3	2,7	2,3
Estonia <sup>3)</sup>	0,2	0,1	9,9	-4,5	5,1	6,4	13,4	-8,1	-0,6	6,2	4,0	2,2	10,7	14,4	12,4
Irlanda <sup>2)</sup>	1,8	-13,1	-13,2	-14,9	-11,2	-11,8	-14,7	-16,6	-13,0	-11,3	-11,0	-11,1	-12,4	-13,5	-15,8
Grecia <sup>3)</sup>	2,6	-4,7	-5,1	-3,2	-6,1	-5,1	-5,1	-1,8	-4,7	-5,2	-7,0	-5,4	-4,9	-4,3	-5,9
Spagna <sup>2)</sup>	11,7	-2,0	-7,4	-1,9	-2,0	-5,5	-9,3	-2,9	-0,9	-2,2	-1,9	-4,1	-6,8	-7,4	-11,2
Francia <sup>1)</sup>	21,3	5,1	6,0	3,2	7,0	7,0	5,0	1,2	5,3	6,5	7,6	7,0	7,1	6,2	3,9
Italia <sup>2)</sup>	17,0	0,1	0,7	-0,2	0,4	0,9	0,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Cipro <sup>2)</sup>	0,2	-2,5	-	-0,5	-4,3	-4,9	-	0,0	-1,1	-2,5	-6,2	-5,0	-4,8	-5,5	-
Lussemburgo <sup>3)</sup>	0,4	4,5	-	3,5	5,4	4,0	-	2,6	4,4	5,7	5,1	2,4	5,7	1,9	-
Malta <sup>2)</sup>	0,1	1,1	1,3	2,4	-0,2	-1,3	-	4,5	0,5	1,5	-2,0	-2,6	0,0	1,8	6,2
Paesi Bassi <sup>1)</sup>	6,4	-2,0	-2,3	-3,2	-0,8	-1,6	-3,0	-4,3	-2,0	-0,6	-1,0	-1,2	-1,9	-2,7	-3,4
Austria <sup>2)</sup>	3,1	5,7	4,1	5,5	5,9	2,6	5,6	5,7	5,3	5,0	6,8	3,9	1,4	5,7	5,5
Portogallo <sup>2)</sup>	1,9	1,8	-0,2	1,4	2,2	0,4	-0,8	1,3	1,6	2,9	1,6	0,6	0,2	-0,8	-0,8
Slovenia <sup>2)</sup>	0,4	0,1	2,7	-0,3	0,6	3,7	1,7	-1,6	1,0	1,4	-0,2	4,1	3,2	2,1	1,4
Slovacchia <sup>1)</sup>	0,7	-3,9	-3,1	-6,0	-1,7	-2,7	-3,5	-8,3	-3,7	-1,3	-2,1	-2,5	-2,8	-4,3	-2,7
Finlandia <sup>1)</sup>	1,9	8,7	2,8	10,9	6,6	3,6	1,9	11,4	10,3	8,0	5,2	4,1	3,2	2,7	1,0
<b>Area dell'euro</b>	<b>100</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,3</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,2</b>

Nota: i pesi sono basati sul PIL nominale nel 2009, i dati trimestrali relativi all'aggregato dell'area dell'euro comprendono quelli stimati per l'Italia, ottenuti utilizzando informazioni supplementari.

1) Abitazioni esistenti (case e appartamenti); intero paese.

2) Tutte le abitazioni (case e appartamenti nuovi ed esistenti); intero paese.

3) Tutti gli appartamenti; intero paese.

cia, dal 7,0 al 3,9 per cento tra il primo e il quarto trimestre, e in Finlandia, dove si è collocata all'1,0 per cento nell'ultimo trimestre. In alcuni paesi, come Irlanda, Spagna e Paesi Bassi, i tassi di crescita sul periodo corrispondente erano negativi all'inizio del 2011 e sono divenuti ancor più negativi a fine anno. Nel quarto trimestre del 2011 il tasso di crescita negativo ha raggiunto le due cifre in Irlanda e Spagna, mentre nei Paesi Bassi si è collocato al 3,4 per cento. In altri paesi la crescita dei prezzi delle abitazioni nel 2011 è stata più volatile, come nel caso dell'Estonia, dove ha acquisito slancio prima di moderarsi lievemente a fine anno. In Germania la dinamica delle quotazioni immobiliari ha oscillato intorno al 3,1 per cento a inizio anno e al 2,3 a fine anno, ma nel complesso è stata chiaramente superiore a quella registrata nel 2010.

Nell'insieme, alla luce della persistente esigenza di aggiustamento dei prezzi in alcuni paesi, gli andamenti dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro dovrebbero mantenersi su livelli contenuti ancora per qualche tempo.

### 3.5 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

È probabile che l'inflazione si mantenga al di sopra del 2 per cento nel 2012, soprattutto per effetto dei rincari dei beni energetici, nonché degli aumenti delle imposte indirette. Sulla base dei prezzi correnti dei contratti *future* per le materie prime, l'inflazione si dovrebbe riportare al di sotto del 2 per cento agli inizi del 2013. A fronte di una crescita debole nell'area dell'euro e di aspettative di inflazione a lungo termine saldamente ancorate, le pressioni di fondo sui prezzi dovrebbero rimanere contenute.

I risultati dell'ultima *Survey of Professional Forecasters* (cfr. riquadro 7) mostrano che, rispetto alla precedente indagine, le prospettive di inflazione degli interpellati per il 2012 e il 2013 sono state riviste al rialzo, con le aspettative medie di inflazione poste al 2,3 per cento per il 2012 e all'1,8 per cento per il 2013. Tali valori rientrano ampiamente negli intervalli riportati nelle proiezioni macroeconomiche formulate in marzo dagli esperti della BCE. Le aspettative di inflazione a più lungo termine (per il 2016) sono rimaste invariate al 2,0 per cento.

Lo scenario per l'inflazione al consumo appare ancora soggetto a rischi sostanzialmente bilanciati nei prossimi anni. I rischi al rialzo sono connessi ad aumenti dei prezzi delle materie prime e delle imposte indirette superiori alle attese, mentre i rischi al ribasso sono associati a un andamento dell'attività economica più debole del previsto.

#### Riquadro 7

##### RISULTATI DELLA *SURVEY OF PROFESSIONAL FORECASTERS* DELLA BCE PER IL SECONDO TRIMESTRE DEL 2012

Questo riquadro presenta i risultati della *Survey of Professional Forecasters* (SPF) per il secondo trimestre del 2012, condotta dalla BCE tra il 17 e il 19 aprile 2012 sulla base delle risposte di 56 previsori<sup>1)</sup>. I risultati implicano una revisione al rialzo delle aspettative di inflazione per

1) La SPF raccoglie le aspettative su inflazione, crescita del PIL in termini reali e tasso di disoccupazione nell'area dell'euro formulate da esperti di istituzioni finanziarie e non finanziarie con sede nell'UE. I dati sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo [www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html)

**Risultati della *Survey of Professional Forecasters*, delle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE, di *Consensus Economics* e dell'*Euro Zone Barometer***

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

IAPC complessivo	Orizzonte di previsione		
	2012	2013	a più lungo termine <sup>3)</sup>
SPF, 2° trim. 2012	2,3	1,8	2,0
<i>Precedente SPF, 1° trim. 2012</i>	1,9	1,7	2,0
Proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE (marzo 2012)	2,1-2,7	0,9-2,3	-
<i>Consensus Economics</i> (aprile 2012)	2,3	1,7	2,0
<i>Euro Zone Barometer</i> (aprile 2012)	2,3	1,8	2,1
<b>Crescita del PIL in termini reali</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>a più lungo termine<sup>3)</sup></b>
SPF, 2° trim. 2012	-0,2	1,0	1,8
<i>Precedente SPF, 1° trim. 2012</i>	-0,1	1,1	1,8
Proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE (marzo 2012)	-0,5-0,3	0,0-2,2	-
<i>Consensus Economics</i> (aprile 2012)	-0,4	0,9	1,7
<i>Euro Zone Barometer</i> (aprile 2012)	-0,3	0,9	1,8
<b>Tasso di disoccupazione<sup>1)</sup></b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>a più lungo termine<sup>3)</sup></b>
SPF, 2° trim. 2012	11,0	10,9	8,9
<i>Precedente SPF, 1° trim. 2012</i>	10,6	10,6	8,8
<i>Consensus Economics</i> (aprile 2012)	10,9	11,0	-
<i>Euro Zone Barometer</i> (aprile 2012)	10,9	11,0	9,9

1) In percentuale delle forze di lavoro.

2) Le aspettative di inflazione a più lungo termine si riferiscono al 2016 nella SPF, in *Consensus Economics* e nell'*Euro Zone Barometer*.

il 2012 e il 2013 rispetto alla precedente rilevazione, mentre le attese sulla crescita del PIL sono state riviste lievemente al ribasso per entrambi gli anni. Per quanto riguarda le aspettative di inflazione a più lungo termine (per il 2016), la previsione puntuale media è rimasta immutata al 2,0 per cento.

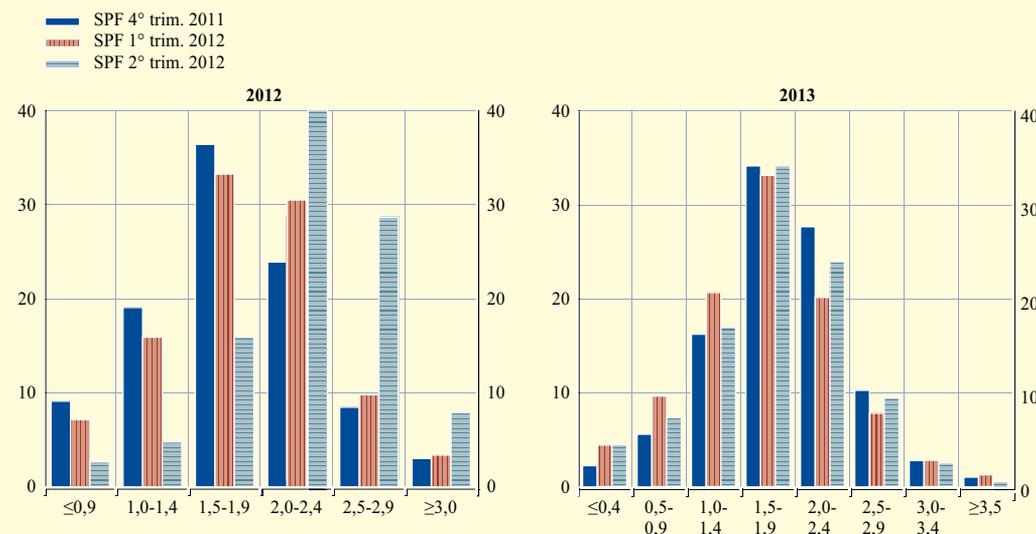
**Aspettative di inflazione a breve termine riviste al rialzo per il 2012 e il 2013**

Le aspettative di inflazione della SPF per il 2012 e il 2013 si collocano rispettivamente al 2,3 e all'1,8 per cento (cfr. tavola). Tali livelli implicano una revisione al rialzo di 0,4 punti percentuali per il 2012 e di 0,1 punti percentuali per il 2013. I partecipanti hanno attribuito la revisione soprattutto a variazioni al rialzo dei corsi energetici rispetto alla precedente indagine, ma anche ad aumenti di imposte indirette e prezzi amministrati superiori alle attese in alcuni paesi.

Le aspettative di inflazione della SPF per il 2012 e il 2013 rientrano ampiamente negli intervalli di valori riportati nelle proiezioni macroeconomiche formulate nel marzo 2012 dagli esperti della BCE e sono in linea con quelle pubblicate nelle edizioni di aprile di *Euro Zone Barometer* e *Consensus Economics*. Rispetto all'indagine precedente, la distribuzione di probabilità aggregata si è spostata verso livelli di inflazione più elevati (cfr. figura A). Per il 2012 la maggiore probabilità (40 per cento) viene assegnata a un tasso di inflazione tra il 2,0 e il 2,4 per cento, mentre viene attribuita una probabilità del 29 per cento all'intervallo tra il 2,5 e il 2,9 per cento. Per il 2013 la maggiore probabilità (34 per cento) è assegnata ancora all'intervallo tra l'1,5 e l'1,9 per cento, mentre il secondo valore più elevato di probabilità (24 per cento) corrisponde ora ai tassi tra il 2,0 e il 2,4 per cento. Nell'insieme, la probabilità che l'inflazione sia pari o superiore al 2 per cento è aumentata dal 44 al 77 per cento per il 2012 e dal 32 al 37 per cento per il 2013.

**Figura A Distribuzione di probabilità aggregata delle aspettative relative al tasso medio di inflazione sui dodici mesi nel 2012 e nel 2013 (Survey of Professional Forecasters, ultime inchieste <sup>1)</sup>)**

(probabilità in percentuale)



Fonte: BCE.

1) Risulta dalla media delle singole distribuzioni di probabilità fornite dai previsori dell'SPF.

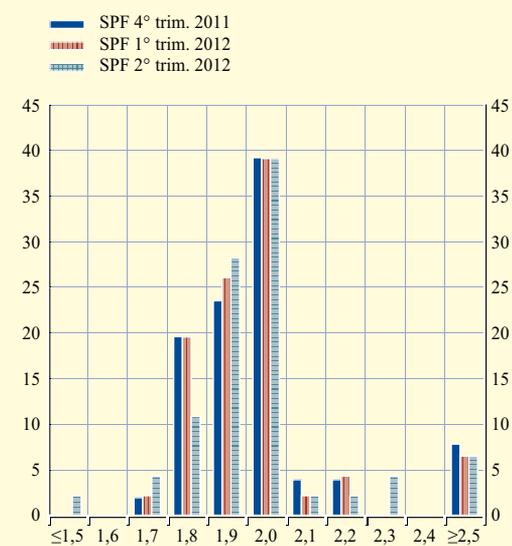
Alcuni interpellati hanno menzionato i rincari di energia e materie prime, nonché ulteriori aumenti di imposte indirette e prezzi amministrati, quali rischi al rialzo nello scenario di base di previsione per l'inflazione. Secondo i commenti qualitativi dei partecipanti, i principali rischi al ribasso delle previsioni di inflazione sono riconducibili a prospettive economiche inferiori alle attese.

### Aspettative di inflazione a più lungo termine invariate al 2,0 per cento

La previsione media puntuale per l'inflazione a più lungo termine rimane al 2,0 per cento per il 2016. Con un arrotondamento a due decimali, le aspettative si collocano in media all'1,99 per cento, dall'1,98 dell'indagine precedente. Anche la mediana e il valore modale delle stime puntuali si mantengono al 2,0 per cento e la percentuale di interpellati che ha fornito una previsione puntuale del 2,0 per cento è stabile al 39 per cento (cfr. figura B). Le aspettative di inflazione a più lungo termine sono sostanzialmente in linea con le previsioni a più lungo termine pubblicate nelle edizioni di aprile di *Consensus*

**Figura B Distribuzione *cross-section* delle previsioni puntuali di inflazione a lungo termine (a cinque anni)**

(percentuali di intervistati)



Fonte: BCE.

*Economics* ed *Euro Zone Barometer* (entrambe per il 2016).

La distribuzione di probabilità aggregata si è spostata lievemente verso tassi più elevati rispetto alla precedente rilevazione, con la probabilità che l'inflazione si collochi su un livello pari o superiore al 2,0 per cento in aumento al 49 dal 46 per cento.

Il disaccordo fra i previsori riguardo le aspettative di inflazione a più lungo termine, misurato come deviazione standard delle previsioni puntuali, è aumentato a 0,3 punti percentuali (da 0,2 punti percentuali). L'incertezza aggregata che caratterizza tali aspettative, misurata dalla deviazione standard della distribuzione di probabilità aggregata, è aumentata ancora lievemente, raggiungendo il livello più elevato mai registrato (cfr. figura C)<sup>2)</sup>.

### Aspettative di crescita del PIL riviste marginalmente al ribasso per il 2012 e il 2013

Le aspettative di crescita del PIL in termini reali sono state riviste lievemente al ribasso (di 0,1 punti percentuali sui due orizzonti) e ora si collocano al -0,2 per cento per il 2012 e all'1,0 per cento per il 2013. Tali aspettative rientrano negli intervalli di valori riportati nelle proiezioni macroeconomiche formulate in marzo dagli esperti della BCE e sono lievemente superiori alle previsioni pubblicate nelle edizioni di aprile di 2012 di *Consensus Economics* ed *Euro Zone Barometer*.

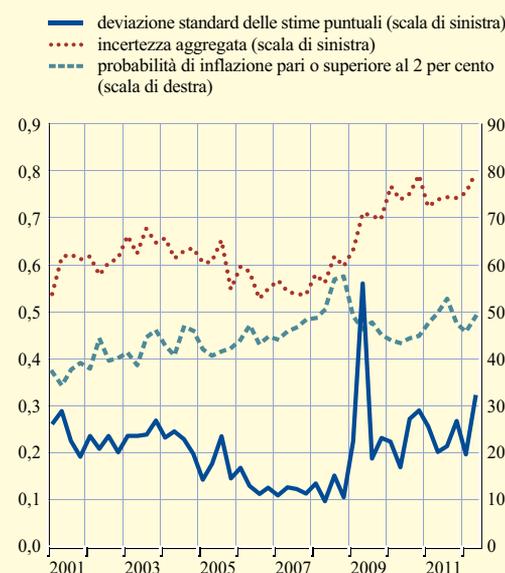
Secondo gli interpellati l'ulteriore lieve revisione al ribasso è ascrivibile soprattutto all'attuazione di misure aggiuntive di risanamento dei conti pubblici in alcuni paesi dell'area dell'euro. Alcuni partecipanti al sondaggio hanno menzionato anche il processo di riduzione del grado di leva nel settore privato e un tasso di disoccupazione più elevato delle attese. Tali fattori sono stati in parte compensati dalle migliorate prospettive dell'economia mondiale, che dovrebbero avere un effetto positivo sulle esportazioni dell'area.

Le distribuzioni di probabilità aggregata per il 2012 e il 2013 si sono spostate verso risultati più bassi, in particolare per il 2012. Gli interpellati assegnano ora la maggiore probabilità (37 per cento) all'intervallo tra -0,5 e -0,1 per cento, contro il 29 per cento nella precedente indagine.

I rischi per le prospettive di crescita nel 2012 e nel 2013 sono tuttora sbilanciati verso il basso. I principali rischi al ribasso sono considerati l'inasprirsi della crisi del debito sovrano e possibili

**Figura C Discordanza e incertezza nelle aspettative di inflazione a più lungo termine**

(punti percentuali e valori percentuali)



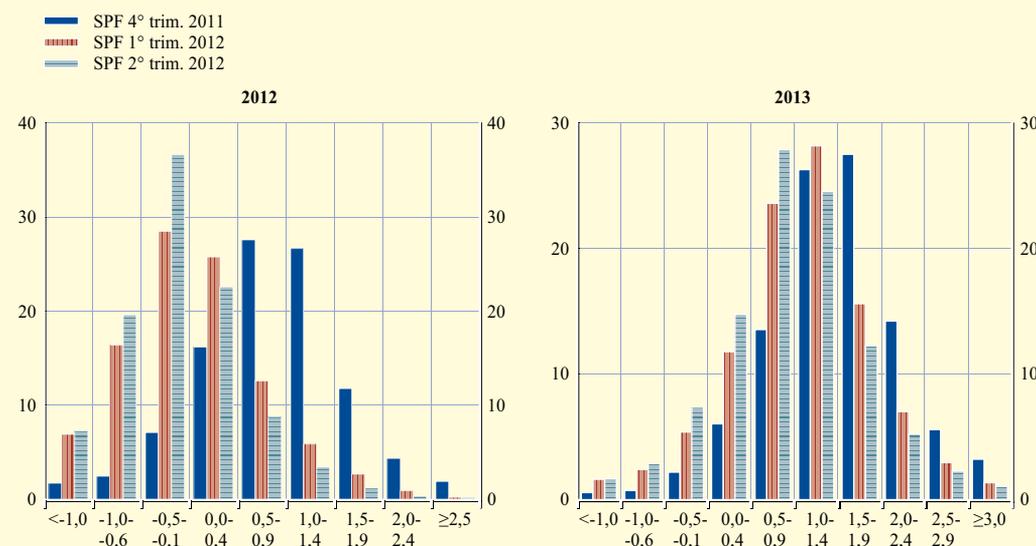
Fonte: BCE.

Nota: l'incertezza aggregata è definita come la deviazione standard della distribuzione di probabilità aggregata (considerando una funzione di densità di probabilità discreta in cui la massa di probabilità è concentrata al centro dell'intervallo).

2) Per una trattazione delle misure di incertezza, cfr. il riquadro *La misurazione dell'incertezza macroeconomica percepita* nel numero di gennaio 2010 di questo Bollettino.

**Figura D Distribuzione di probabilità aggregata delle aspettative relative alla crescita del PIL nel 2012 e nel 2013 (Survey of Professional Forecasters, ultime inchieste)**

(probabilità in percentuale)



Fonte: BCE.

1) Risulta dalla media delle singole distribuzioni di probabilità fornite dai previsori dell'SPF.

interazioni negative tra risanamento dei conti pubblici ed espansione, insieme a ulteriori rincari petroliferi e a una minore crescita nelle economie emergenti.

Le aspettative di crescita a più lungo termine (per il 2016) si collocano all'1,8 per cento, invariate rispetto alla precedente inchiesta. La distribuzione della probabilità aggregata si è spostata lievemente verso l'alto rispetto alla precedente indagine, con la probabilità più elevata (27 per cento) assegnata ancora a risultati nell'intervallo tra l'1,5 e l'1,9 per cento.

### Aspettative per il tasso di disoccupazione riviste al rialzo per il 2012 e il 2013

Le aspettative per il tasso di disoccupazione si collocano all'11,0 per cento per il 2012 e al 10,9 per cento per il 2013, dopo una revisione al rialzo di 0,4 punti percentuali per il 2012 e di 0,3 punti percentuali per il 2013. Tale revisione rispecchierebbe in parte il fatto che gli ultimi dati sulla disoccupazione disponibili al momento della precedente rilevazione (novembre 2011) sono stati nel frattempo corretti al rialzo di 0,2 punti percentuali. Gli interpellati hanno attribuito la correzione verso l'alto delle aspettative sul tasso di disoccupazione principalmente al rallentamento dell'attività economica. Le aspettative per il 2012 e il 2013 sono sostanzialmente in linea con le più recenti previsioni di *Consensus Economics* ed *Euro Zone Barometer*.

Quanto alla valutazione dei rischi relativi alle aspettative, per gli interpellati il principale rischio al rialzo in tale scenario sarebbe la persistenza della crisi, specie nell'Europa meridionale, mentre i rischi al ribasso sembrano essere associati prevalentemente all'ulteriore attuazione e al successo di riforme strutturali già adottate in diversi paesi. Le aspettative sul tasso di inflazione a più lungo termine (per il 2016) sono aumentate all'8,9 per cento.

### Altre variabili e ipotesi determinanti

Secondo le altre informazioni fornite dagli interpellati, le ipotesi per le quotazioni petrolifere, il tasso di cambio euro/dollaro e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali della BCE sono state riviste al rialzo. I corsi petroliferi sono ora attesi collocarsi intorno a 119 dollari al barile nel 2012 e in lieve calo nel 2013. Il tasso di cambio euro/dollaro dovrebbe situarsi intorno a 1,30 nel 2012, registrando un lieve apprezzamento a fine dell'anno. Il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali della BCE si collocherebbe in media allo 0,9 per cento nel 2012 e all'1,0 per cento nel 2013. Infine, le ipotesi sulla crescita media annua dei redditi per occupato sono rimaste invariate a circa il 2,1 per cento per il 2012 e per il 2013.

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

Nel quarto trimestre del 2011 il PIL dell'area dell'euro è diminuito in termini reali dello 0,3 per cento sul periodo precedente. Gli indicatori disponibili per il primo trimestre del 2012 restano coerenti con lo stabilizzarsi dell'attività economica su un livello modesto. I segnali provenienti dalle ultime indagini congiunturali per l'area dell'euro mettono in luce la presenza di incertezza. Al tempo stesso, vi sono indicazioni del procedere della ripresa mondiale. Su un orizzonte temporale più lungo, in corso d'anno, l'economia dell'area dell'euro dovrebbe comunque registrare una graduale ripresa, favorita dalla domanda estera, dai tassi di interesse a breve termine molto contenuti e da tutte le misure adottate per promuovere il buon funzionamento dell'economia dell'area. Vi è nondimeno l'aspettativa che la dinamica di fondo della crescita continui a essere frenata dalle tensioni residue in alcuni mercati del debito sovrano dell'area dell'euro e dal loro impatto sulle condizioni di credito, nonché dal processo di aggiustamento dei bilanci nei settori finanziario e non finanziario e dall'elevata disoccupazione. Le prospettive economiche seguitano a essere soggette a rischi al ribasso.

### 4.1 LE COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

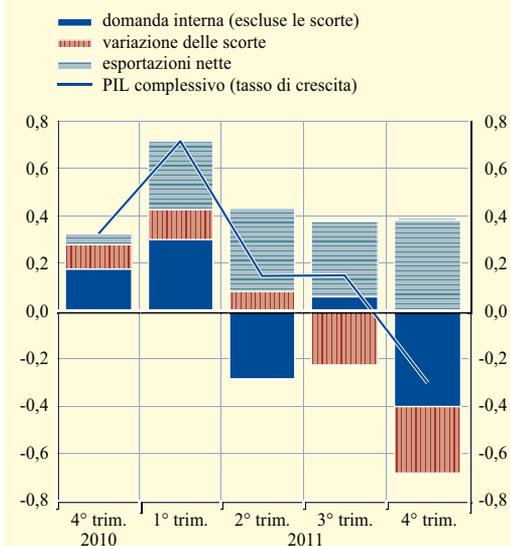
Nel quarto trimestre del 2011 il PIL dell'area dell'euro è diminuito in termini reali dello 0,3 per cento sul periodo precedente, dopo aver registrato una crescita dello 0,1 nei due trimestri precedenti (cfr. figura 27). I contributi negativi della domanda interna e le variazioni delle scorte hanno più che controbilanciato gli andamenti dell'interscambio netto, che ha continuato a fornire un contributo positivo alla crescita del prodotto dell'area dell'euro. Il riquadro 8 esamina le dinamiche più recenti delle scorte e il loro impatto sull'evoluzione del ciclo economico.

Dopo un incremento dello 0,2 per cento nel terzo trimestre, la crescita dei consumi privati è diventata nuovamente negativa nel quarto, contraendosi dello 0,5 per cento. Tale flessione sembra riconducibile ai consumi al dettaglio di beni e servizi. Per contro, le immatricolazioni di autovetture sono aumentate tra il terzo e il quarto trimestre, indicando pertanto un contributo positivo degli acquisti di automobili sulla spesa per consumi.

Per quanto riguarda il primo trimestre del 2012, le informazioni sui consumi privati rivelano una tendenza persistentemente moderata della spesa delle famiglie. Il volume delle vendite al dettaglio ha registrato un andamento piatto in febbraio, mentre nei primi due mesi del primo trimestre si è situato su un livello superiore dello 0,2 per cento circa rispetto al valore medio dell'ultimo trimestre del 2011. Ciò rappresenterebbe un miglioramento rispetto al precedente trimestre, in cui le vendite al dettaglio si sono ridotte dell'1,1 per cento. Nel contempo, sebbene le immatricolazioni di nuove autovetture siano aumentate sia in febbraio sia in marzo, nel primo trimestre sono comunque diminuite nettamente del 7,9 per cento in termini congiunturali. Ciò si contrappone con quanto osservato nell'ultimo trimestre del 2011, quando le immatricola-

Figura 27 Crescita del PIL in termini reali e contributi

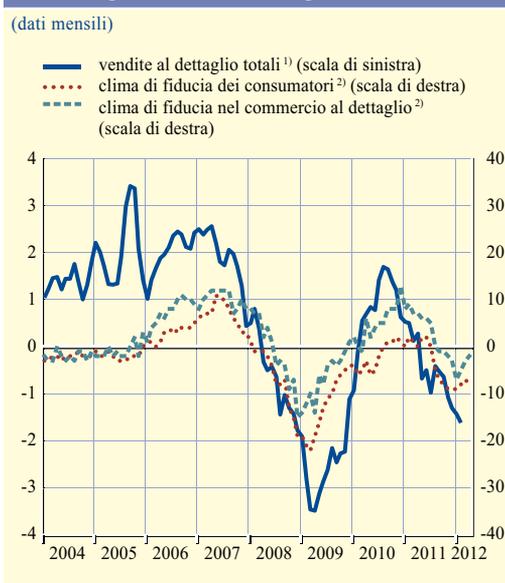
(tasso di crescita sul trimestre precedente e contributi trimestrali in punti percentuali; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

zioni erano aumentate dell'1,3 per cento. I dati sulle indagini nel settore del commercio al dettaglio indicano altresì una perdurante debolezza dei consumi di beni al dettaglio sia nel primo trimestre che in aprile (cfr. figura 28). L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore del commercio al dettaglio è rimasto invariato a quota 46,7 nel primo trimestre del 2012, mantenendosi al di sotto del valore soglia teorico tra espansione e contrazione fissato a 50 e indicando una perdurante debolezza delle vendite. In aprile l'indice è sceso a 41,3, segnando il valore più basso dalla fine del 2008. Inoltre, dopo tre mesi di miglioramento, la fiducia dei consumatori dell'area dell'euro è diminuita in aprile. Tale indice, che sembra essersi sostanzialmente stabilizzato dopo la brusca diminuzione registrata nello scorcio del 2011, è ancora al di sotto della sua media di lungo periodo, segnalando pertanto ulteriori deboli dinamiche della spesa per consumi. Analogamente, anche l'indicatore degli acquisti di importo rilevante resta su livelli inferiori alla sua media di lungo periodo.

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

**Riquadro 8**

**L'ACCUMULAZIONE DELLE SCORTE: CONSIDERAZIONI TEORICHE E ANDAMENTI RECENTI**

Le scorte sono un fattore importante nelle oscillazioni del ciclo economico e hanno svolto un ruolo fondamentale durante la crisi finanziaria dopo il fallimento di Lehman Brothers nel 2008<sup>1)</sup>. Il presente riquadro passa in rassegna i meccanismi con cui le scorte esercitano un impatto sull'attività economica, illustra i recenti andamenti di questa variabile e considera le implicazioni per l'attuale situazione economica.

**Le scorte e il ciclo economico**

Le correzioni delle scorte costituiscono uno strumento per assicurare una produzione stabile a fronte di una domanda volatile. Ci si attenderebbe, pertanto, che le scorte aumentino quando la domanda è debole e viceversa. Tuttavia, secondo le evidenze empiriche macroeconomiche, le correzioni delle scorte accentuerebbero sia i rallentamenti economici sia le successive riprese. All'inizio di un rallentamento si verifica un'accumulazione involontaria di scorte, come prevedibile, poiché la domanda si contrae più rapidamente di quanto non possa adeguarsi la produzione. A questa fase segue, però, un processo di decumulo delle scorte, poiché le imprese cercano di ridimensionare i livelli delle stesse attraverso una riduzione della produzione, fenomeno che deprime ulteriormente l'economia durante la recessione. Quando il ritmo di decumulo si riduce,

1) Cfr. il riquadro *Andamento recente dell'accumulazione delle scorte* nel numero di maggio 2009 di questo Bollettino.

le scorte apportano un contributo positivo alla crescita del PIL, sostenendo così la ripresa economica complessiva.

È importante osservare che non è la variazione trimestrale delle scorte ad avere un impatto sulla crescita trimestrale del PIL, bensì il cambiamento del ritmo di variazione (che si tratti di un'accelerazione o di una decelerazione). Infatti, è la variazione delle giacenze di magazzino una delle variabili che incide sul livello del PIL secondo l'identità contabile, per cui la produzione che non è venduta nello stesso periodo di bilancio incrementa le scorte. Perché le scorte forniscano un contributo positivo alla crescita, quindi, non occorre che abbia luogo una loro effettiva accumulazione, ma può essere sufficiente che si riduca semplicemente il ritmo del loro ridimensionamento. Spesso accade così durante una ripresa dell'economia subito dopo il picco minimo, quando il ritmo di decumulo raggiunge in genere il suo livello più elevato.

### **Problematiche connesse ai dati**

È difficile seguire e misurare le scorte e i dati quantitativi al riguardo sono soggetti a revisioni. Nell'UE la loro rilevazione è particolarmente complessa perché non esiste un equivalente degli importanti indicatori mensili sulle vendite e sulle scorte pubblicati dal Department of Commerce statunitense, ampiamente commentati ed essenziali per le analisi dell'evoluzione delle giacenze di magazzino negli Stati Uniti. Nell'UE, invece, si utilizzano i dati di contabilità nazionale per esaminare le scorte. Essi presentano il vantaggio di assicurare una copertura, in linea di principio, completa ma le variazioni delle scorte su tale base vanno interpretate con cautela, perché rappresentano la componente meno attendibile della scomposizione della spesa del PIL. Data la frequente carenza al riguardo di dati effettivi o provenienti da fonti attendibili con cadenza trimestrale, le variazioni delle scorte spesso svolgono un ruolo preminente nel processo di bilanciamento della contabilità nazionale e contengono quindi un ampio elemento residuale. Inoltre, i dati sull'andamento delle scorte subiscono spesso revisioni sostanziali<sup>2)</sup>. Un'ulteriore difficoltà discende dal fatto che l'Eurostat non pubblica dati sulle variazioni delle scorte in termini di volume (in base a misure concatenate), ma soltanto i contributi delle scorte alla crescita (o variazioni delle scorte in termini di valore)<sup>3)</sup>. Per questi motivi, la valutazione nel breve periodo dell'andamento delle scorte poggia in ampia misura sulle informazioni desunte dalle indagini qualitative.

### **Indicatori congiunturali dell'evoluzione delle scorte**

I dati delle indagini possono essere utilizzati per analizzare le oscillazioni cicliche delle scorte. Ad esempio, la figura A mostra la variazione delle scorte secondo l'indice dei responsabili degli acquisti (*Purchasing Managers' Index*, PMI). Gli indici sono costruiti in modo tale che, in linea di principio, un valore superiore a 50 indica un accumulo di scorte mentre un valore inferiore a 50 corrisponde a un decumulo.

2) Cfr. il riquadro *L'affidabilità delle stime della crescita del PIL dell'area dell'euro e delle sue componenti* nel numero di giugno 2006 di questo Bollettino.

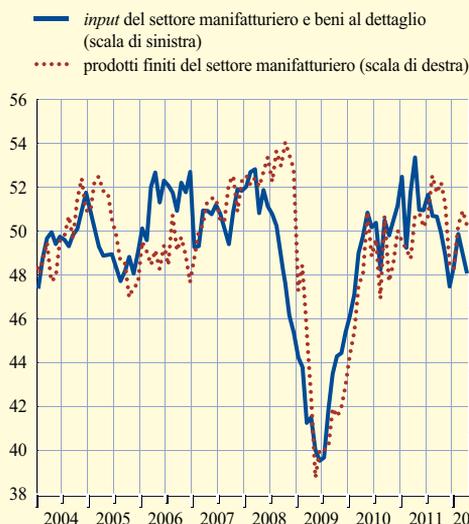
3) È importante osservare che la variazione delle scorte in termini di valore non tiene conto delle plus/minusvalenze sulle scorte. È pertanto diversa dalla variazione del valore delle scorte, che invece comprende tale componente. Mentre l'identità contabile che mette in relazione il PIL e le sue componenti dal lato della domanda è valida in termini di valore nonché in termini di volume a prezzi costanti, non lo è in termini di volume concatenato (mentre vale per i contributi alla crescita in base a misure concatenate). Pertanto, se l'ufficio statistico non diffonde una stima (come in Stati Uniti, Giappone e Regno Unito), è difficile, se non impossibile, riportare le variazioni concatenate delle scorte.

Come si può riscontrare nella figura A, gli indici PMI segnalano differenze significative tra l'evoluzione delle scorte di prodotti finiti nel settore manifatturiero (che si adeguano più tardi) e quella delle scorte di *input* e di beni destinati alla vendita al dettaglio (che si adeguano prima). Le imprese possono correggere più facilmente le scorte di *input*, ad esempio ritardando o annullando ordini/consegne, mentre l'aggiustamento delle scorte di prodotti finiti comporta un adattamento della produzione, che è di gran lunga più oneroso e richiede più tempo. Al momento del fallimento di Lehman Brothers, ad esempio, il decumulo degli *input* del settore manifatturiero e delle scorte di beni al dettaglio è iniziato già nel settembre 2008 e in seguito si è accentuato. Per contro, l'accumulo di scorte di prodotti finiti sarebbe continuato (evidenziando addirittura una lieve accelerazione) fino a metà dicembre 2008. Ciò suggerisce che il decumulo volontario degli *input* nell'industria manifatturiera e delle scorte di beni al dettaglio ha contribuito a un aumento involontario delle scorte di prodotti finiti, poiché i produttori non sarebbero riusciti a ridurre la produzione con una rapidità sufficiente a impedire che il rapporto tra le scorte di prodotti finiti nel settore manifatturiero e le vendite salisse oltre i livelli auspicati. Uno "shock delle scorte" determina quindi in primo luogo una variazione della composizione delle scorte, per influire in seguito sul loro livello complessivo.

Altre indagini forniscono informazioni sul livello delle scorte anziché sulla loro variazione. È questo il caso delle indagini presso le imprese della Commissione europea. La figura B mostra che, secondo tali indagini, si è valutato che i livelli delle scorte di prodotti finiti nel settore manifatturiero fossero aumentati bruscamente rispetto "alla norma" nel corso del 2008, il che è coerente con l'evidenza desunta dal PMI di un'accumulazione di tali scorte nel 2008. Vi si evidenzia anche il carattere involontario di tale processo, poiché la valutazione del livello è stata superiore alla media. Per contro, le consistenze hanno continuato a essere ritenute persistentemente supe-

**Figura A** Variazioni delle scorte in base al PMI dell'area dell'euro

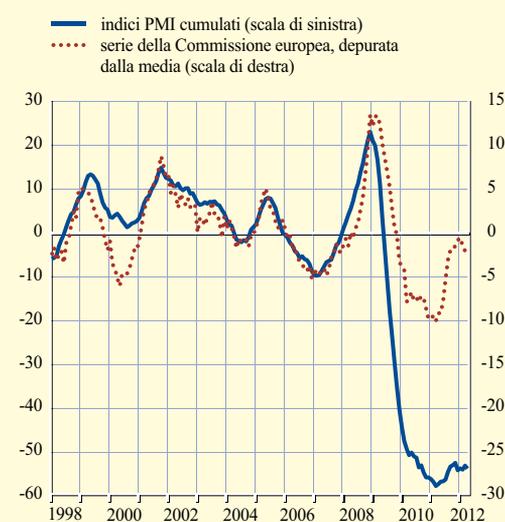
(indici di diffusione; dati mensili)



Fonti: Markit ed elaborazioni della BCE.  
Nota: media semplice delle scorte di *input* per la produzione manifatturiera e delle scorte di beni al dettaglio.

**Figura B** Livello delle scorte di prodotti finiti nel settore manifatturiero dell'area dell'euro

(saldi netti desunti dalle indagini; dati mensili)



Fonti: Markit, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.  
Note: dati basati sulla serie della Commissione europea, depurata dalla media, per il periodo 1997-2008 e sugli indici PMI cumulati relativi all'area dell'euro, depurati dalla media e, in seguito, dal trend, nonché abbinati alla suddetta serie della Commissione europea.

riori “alla norma” agli inizi del 2009, circostanza che potrebbe sembrare in contraddizione con il pronunciato decumulo riscontrato dal PMI. Tuttavia, l’evidente differenza tra le due serie può in realtà indicare che il decumulo volontario di prodotti finiti rilevato dal PMI sia stato semplicemente considerato insufficiente: le imprese si sarebbero poste obiettivi di più bassi livelli delle scorte, parallelamente alla loro effettiva riduzione.

Le proprietà anticipatrici di alcuni di questi indicatori congiunturali per gli andamenti dei dati trimestrali di contabilità nazionale relativi alle scorte sono illustrate nelle figure C e D. La figura C mette in relazione le variazioni trimestrali, destagionalizzate, delle scorte nell’area dell’euro secondo i dati di contabilità nazionale (in termini di valore) con il PMI complessivo. La figura D mostra il contributo delle scorte alla crescita del PIL, in base a misure di volume concatenate, a fronte della variazione del PMI. Le figure suggeriscono che le variazioni delle scorte misurate in base ai dati di contabilità nazionale e ai dati desunti dall’indagine PMI sono sostanzialmente coerenti.

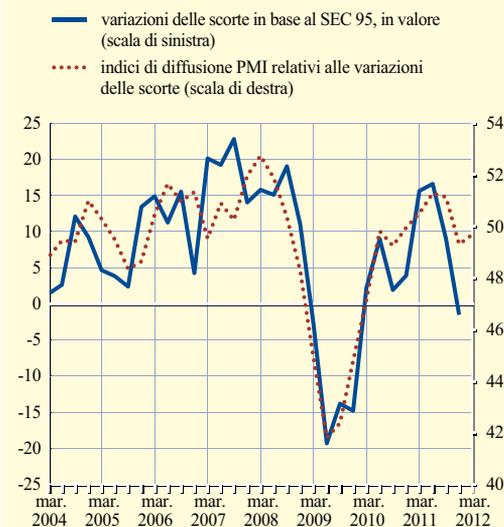
Le indagini relative alle scorte sono quindi utili ai fini dell’analisi degli andamenti economici, soprattutto per la loro tempestività e attendibilità rispetto ai dati di contabilità nazionale. La scomposizione della spesa del PIL è disponibile solamente dopo 60 giorni e, a differenza dei dati delle indagini, quelli sui contributi delle scorte all’espansione del PIL sono soggetti a significative revisioni .

### Analisi preliminare della dinamica delle scorte nel periodo 2011-2012

In base alle recenti evidenze sulle variazioni delle scorte, dopo una fase di ricostituzione delle stesse, il peggioramento delle prospettive e l’inasprimento delle condizioni di finanziamento

**Figura C Variazioni delle scorte nell’area dell’euro, desunte dai conti nazionali e dal PMI**

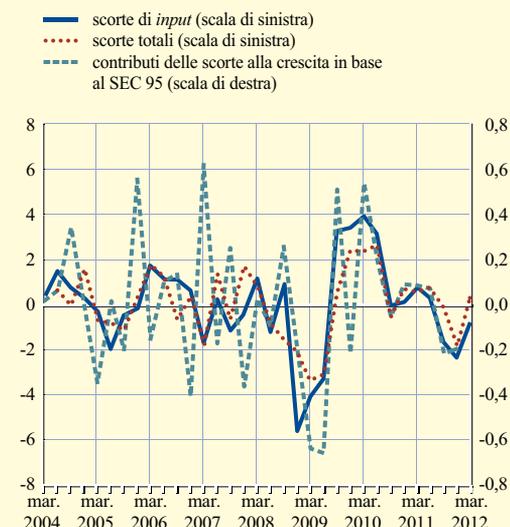
(indici di diffusione; miliardi di euro)



Fonti: Markit, Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
 Nota: per i conti nazionali sono considerate le variazioni delle scorte, in valore, mentre per il PMI è riportata la media delle scorte degli *input* e dei prodotti finiti nel settore manifatturiero e delle scorte di beni al dettaglio.

**Figura D Contributi delle scorte alla crescita dell’area dell’euro, desunti dai conti nazionali e dal PMI**

(variazioni degli indici di diffusione in punti; percentuale del PIL)



Fonti: Markit, Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
 Note: per i conti nazionali i contributi sono calcolati in volumi concatenate. Quanto al PMI, si riportano le variazioni degli indici (in punti). Cfr. figura C.

hanno innescato, a metà 2011, un'inversione del ciclo delle scorte, per cui le loro variazioni hanno fornito contributi negativi alla crescita del PIL in termini reali nel terzo e quarto trimestre. Questa dinamica è stata analoga a quella osservata a fine 2008. Tuttavia, in un contesto di livelli piuttosto bassi delle giacenze di magazzino (cfr. figura B) e di un moderato decumulo segnalato dai conti nazionali nell'ultimo trimestre del 2011 (cfr. figura C), la probabilità di una pronunciata riduzione delle scorte che gravi sull'espansione del PIL agli inizi del 2012, come era stato osservato agli inizi del 2009, sembra molto limitata. Inoltre, da gennaio 2012 le indagini hanno indicato un decumulo meno rapido e, quindi, contributi delle scorte potenzialmente meno negativi o più positivi alla crescita di quanto atteso in precedenza (cfr. figura D).

Nell'ultimo trimestre del 2011 gli investimenti fissi lordi si sono ridotti dello 0,5 per cento in termini congiunturali, dopo essere calati dello 0,2 nei due trimestri precedenti. Per quanto riguarda la scomposizione degli investimenti nel quarto trimestre, gli investimenti in costruzioni si sono contratti dello 0,4 per cento rispetto al trimestre precedente, mentre quelli in beni diversi dalle costruzioni sono diminuiti dello 0,5 per cento. In prospettiva, la produzione industriale di beni di investimento, un indicatore degli investimenti futuri in beni diversi dalle costruzioni, è aumentata dello 0,7 per cento in febbraio, dopo una flessione dello 0,4 in gennaio. Ciò nondimeno, in questi due mesi il livello medio della produzione di beni di investimento si è collocato su un livello inferiore dello 0,7 per cento rispetto a quello del quarto trimestre, in cui si era registrato un calo dell'1,5 sul periodo precedente. I risultati delle indagini sul settore industriale al netto delle costruzioni (sia l'indice dei responsabili degli acquisti sia l'indicatore della Commissione europea) segnalano, complessivamente, un modesto miglioramento dell'attività d'investimento nel primo trimestre del 2012 rispetto all'ultimo del 2011. Nel contempo, l'indagine della Commissione indica che il grado di utilizzo della capacità produttiva è rimasto sostanzialmente stabile nei tre mesi fino ad aprile 2012, su un livello inferiore alla sua media di lungo periodo.

Gli investimenti in costruzioni sono probabilmente rimasti anch'essi deboli nel primo trimestre. In febbraio la produzione nel settore edile dell'area dell'euro è diminuita del 7,0 per cento sul mese precedente. Tale andamento è stato fortemente influenzato dalle condizioni meteorologiche avverse in vari paesi dell'area. La contrazione è risultata in linea con il PMI per il settore delle costruzioni, che aveva già segnalato un brusco calo. Non ci sono ancora segni di ripresa, poiché i vincoli di finanziamento e le perduranti correzioni del mercato degli immobili residenziali in diversi paesi dell'area dell'euro continuano a pesare sugli investimenti in costruzioni. Gli indicatori delle indagini confermano il quadro di perdurante debolezza di tali investimenti. Ad esempio, l'indicatore della fiducia nel settore delle costruzioni pubblicato dalla Commissione europea rimane su livelli al di sotto della sua media storica (dati disponibili sino ad aprile 2012). Nel contempo, sebbene il PMI per le costruzioni nell'area dell'euro si sia ripreso in marzo, è comunque rimasto inferiore a 50, suggerendo ulteriori andamenti negativi nel primo trimestre di quest'anno.

Per quanto riguarda i flussi commerciali, le importazioni e le esportazioni sono calate rispettivamente dell'1,4 e dello 0,4 per cento nel quarto trimestre del 2011, rispecchiando principalmente la diminuzione della crescita economica nell'area dell'euro e nell'economia mondiale in tale periodo. Nei primi due mesi del 2012, tuttavia, le esportazioni di beni hanno acquisito slancio in un contesto di rafforzamento della domanda estera. Anche le importazioni di beni sono cresciute in tale periodo in termini di valore, sebbene le evidenze disponibili suggeriscano che ciò è parzialmente ascrivibile agli aumenti dei prezzi all'importazione. I dati delle indagini relative alle esportazioni dell'area dell'euro sono altresì migliorati leggermente all'inizio dell'anno, tra crescenti segni di stabilizzazione della domanda estera. Nel primo trimestre del 2012 il livello medio del PMI per i nuovi ordini di esportazioni nel settore manifatturiero dell'area dell'euro è stato decisamente superiore alla media

del trimestre precedente, seppur mantenendosi al di sotto del valore soglia teorico tra espansione e contrazione fissato a 50. Recentemente, tuttavia, il PMI per i nuovi ordini di esportazioni ha mostrato una diminuzione su base mensile in aprile, indicando rischi al ribasso per la crescita delle esportazioni nel breve termine. Le prospettive a breve delle importazioni restano piuttosto moderate, sostanzialmente in linea con quelle dell'attività economica dell'area dell'euro.

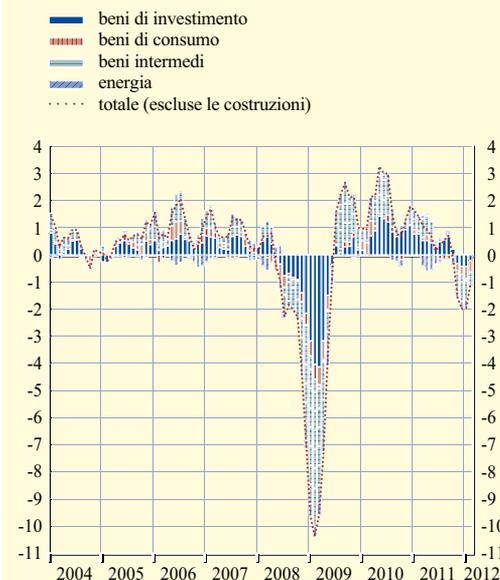
#### 4.2 PRODOTTO PER SETTORE

Nel quarto trimestre del 2011 il valore aggiunto in termini reali è diminuito dello 0,2 per cento sul periodo precedente. L'attività è calata dell'1,7 per cento nel settore industriale (al netto delle costruzioni), mentre il valore aggiunto nei servizi e nelle costruzioni è aumentato rispettivamente dello 0,1 e dello 0,3 per cento.

Quanto all'evoluzione nel settore industriale nel corso del primo trimestre del 2012, in febbraio la produzione (al netto delle costruzioni) è aumentata dello 0,4 per cento, dopo un andamento piatto nel mese precedente. In gennaio e febbraio la produzione è stata in media inferiore dello 0,6 per cento rispetto al valore registrato nel quarto trimestre. Ciò rappresenta un miglioramento rispetto al quarto trimestre, in cui la produzione si è contratta del 2,0 per cento sul trimestre precedente (cfr. figura 29). Contestualmente, i nuovi ordini industriali nell'area dell'euro (al netto dei mezzi di trasporto pesante) sono diminuiti ulteriormente in febbraio, dello 0,8 per cento sul mese precedente, dopo un calo del 2,5

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

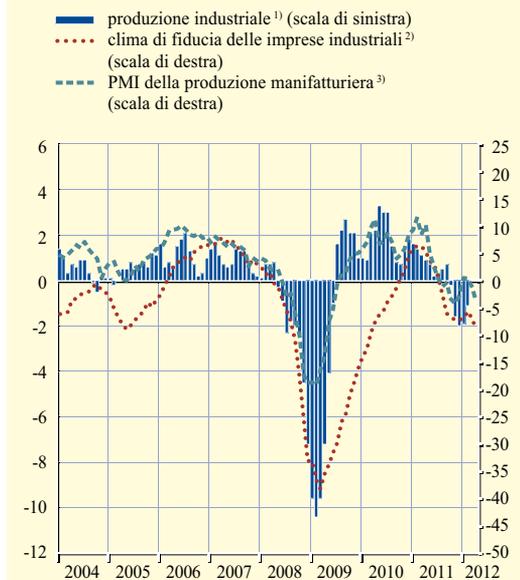
(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati mensili destagionalizzati)



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

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

(dati mensili; destagionalizzati)



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

in gennaio. Sebbene i più recenti risultati delle indagini confermino un quadro di perdurante debolezza, indicano anche una lieve stabilizzazione nel primo trimestre del 2012 rispetto all'ultimo del 2011. Ad esempio, sebbene il PMI relativo alla produzione manifatturiera sia diminuito nel periodo di tre mesi fino ad aprile, la sua media nel primo trimestre è stata comunque superiore all'ultimo trimestre del 2011 (cfr. figura 30). Nel contempo, i dati dell'indagine della Commissione europea indicano che la domanda più debole e il peggioramento delle condizioni finanziarie hanno avuto un impatto negativo sulla produzione nei tre mesi fino ad aprile 2012. Il PMI relativo all'attività nei servizi è altresì migliorato nel primo trimestre del 2012 prima di diminuire in aprile. Altre indagini congiunturali presso le imprese, come quelle condotte dalla Commissione europea, sono risultate sostanzialmente in linea con l'andamento del PMI. Il riquadro 9 presenta un approccio che mira a identificare i segnali ciclici dagli indicatori economici. La principale conclusione è che gli incrementi degli indicatori economici osservati nell'area dell'euro nel primo trimestre hanno rispecchiato un reale miglioramento ciclico. Tuttavia, le evidenze relative al secondo trimestre sono troppo limitate per trarre conclusioni. Sebbene per la maggior parte i dati delle indagini per l'area dell'euro segnalino un deterioramento in aprile, alcuni risultati di indagini nazionali offrono un quadro in certa misura contrastante.

#### Riquadro 9

### L'INDIVIDUAZIONE DEI SEGNALI CONGIUNTURALI PROVENIENTI DAGLI INDICATORI ECONOMICI DELL'AREA DELL'EURO

Per l'analisi del ciclo economico in generale e la valutazione della situazione economica corrente nell'area dell'euro in particolare, può rivelarsi molto utile cercare di stabilire se l'inversione in uno degli indicatori economici mensili tenuti regolarmente sotto osservazione rappresenti un vero e proprio punto di svolta della congiuntura oppure sia un semplice "fenomeno di disturbo". Per distinguere i movimenti ciclici da quelli irregolari delle serie temporali si possono impiegare tecniche di filtraggio. I risultati di tale approccio sono però meno attendibili alla fine del campione, cioè per la parte della serie temporale che riveste maggiore importanza ai fini di una valutazione della situazione economica corrente. Un modo alternativo per affrontare tale questione, che elude il problema di fine campione, consiste nel basare la distinzione tra un'autentica dinamica congiunturale e la volatilità dei dati sull'esperienza passata riguardante la serie. Ciò è possibile applicando la misura dei "mesi per la dominanza del ciclo economico" (*Months for Cyclical Dominance*), che si fonda su un confronto tra l'entità media delle variazioni delle componenti irregolari e cicliche di una serie in archi temporali diversi nel passato<sup>1)</sup>. Sulla base di questa statistica si può ricavare un'indicazione del lasso temporale in cui occorre osservare l'andamento di una serie per asserire con relativa sicurezza che questo rifletta una variazione ciclica e non si tratti solamente di una variazione di breve periodo. Il presente riquadro presenta la misura dei mesi per la dominanza del ciclo economico e la applica a una serie di indicatori regolarmente utilizzati nel monitoraggio dell'attività economica nell'area dell'euro.

#### L'approccio dei mesi per la dominanza del ciclo economico

Per ottenere i mesi per la dominanza del ciclo economico in relazione a un indicatore economico, la serie destagionalizzata deve prima essere scomposta nelle stime della sua componente irrego-

1) La misura dei mesi per la dominanza del ciclo economico risale a Shiskin, J. (1957), *Electronic Computers and Business Indicators*, Occasional Paper del National Bureau of Economic Research, n. 57. Cfr. ad esempio anche Shiskin, J., "How accurate?", *The American Statistician*, vol. 14, n. 4, ottobre 1960, pp. 15-17.

lare, ciclica e, se del caso, tendenziale. Questo è possibile utilizzando tecniche di filtraggio tradizionali. Se le variazioni della componente tendenziale sono prossime allo zero negli orizzonti più brevi, le variazioni nel breve termine della serie temporale sono ampiamente attribuibili alla dinamica della componente irregolare e di quella ciclica. In una seconda fase si calcola il rapporto rumore-segnale (*noise-to-signal ratio*). Questo confronta l'entità media della variazione a breve termine di ciascuna di queste due componenti su diversi periodi temporali. Poiché l'entità della variazione nella componente ciclica tende ad aumentare insieme all'arco temporale mentre la variazione della componente irregolare rimane pressoché la stessa indipendentemente dal lasso temporale, il rapporto diminuisce con l'allungamento del periodo considerato. Quando la variabilità della componente ciclica supera quella della componente irregolare, il rapporto scende al di sotto di 1. La durata del periodo in quel momento corrisponde al numero di mesi necessari, in media, perché la componente ciclica diventi dominante su quella irregolare per la serie in questione, cioè i mesi per la dominanza del ciclo economico. Quest'ultima misura indica, quindi, l'arco temporale minimo durante il quale la variazione di una data serie deve essere osservata per essere considerata ciclica. In genere, quanto maggiore è la variabilità di breve periodo della serie, tanto più lungo è l'arco temporale.

Ciò detto, sebbene in presenza di un valore dell'indice inferiore a 1 una variazione osservata nella serie in tale arco temporale rifletta con maggiore probabilità un andamento ciclico rispetto a un fenomeno di breve periodo, per asserire con relativa sicurezza che sia questo effettivamente il caso si potrebbe considerare anche di scegliere un arco temporale che corrisponde a un rapporto rumore-segnale in qualche misura ancora minore. A un valore di 0,95, ad esempio, le variazioni della componente irregolare su tale orizzonte sono state mediamente inferiori solo del 5 per cento rispetto a quelle della componente ciclica. D'altra parte, il valore del rapporto non dovrebbe essere troppo basso, in quanto si ritarderebbe l'individuazione delle variazioni cicliche.

### **Risultati empirici per gli indicatori economici relativi all'area dell'euro**

L'approccio dei mesi per la dominanza del ciclo economico è stato applicato a una gamma di indicatori congiunturali dell'attività economica nell'area dell'euro. Gli indicatori considerati comprendevano dati quantitativi (*hard*) sulla produzione nel settore industriale, e suoi sottocomparti, e in quello delle costruzioni. Sono stati altresì presi in considerazione i dati desunti dalle indagini della Commissione europea e dell'indice dei responsabili degli acquisti sulla dinamica dell'attività nei settori industriale, delle costruzioni e dei servizi nonché nel complesso dell'economia. La tavola riporta il rapporto rumore-segnale per gli indicatori in archi temporali compresi tra uno e sei mesi<sup>2)</sup>. Si fornisce altresì un'indicazione del periodo minimo durante il quale una variazione deve essere osservata in relazione ai vari indicatori per essere classificata come ciclica con relativa certezza. Per consentire un margine di sicurezza nella scelta dell'orizzonte e ridurre la probabilità che sia fornito un segnale erroneo di variazione ciclica, la soglia per il rapporto rumore-segnale è stata fissata a un valore inferiore a 0,8.

La tavola mette in evidenza il fatto che sussistono notevoli differenze nei rapporti rumore-segnale degli indicatori considerati e, quindi, nel numero di mesi durante i quali una variazione deve essere osservata per essere considerata ciclica con relativa sicurezza. Per la grande maggioranza delle serie dei dati quantitativi sulla produzione la componente irregolare domina

2) I risultati empirici sono stati ottenuti applicando il filtro *band pass* di Baxter-King.

**Rapporto rumore-segnale e numero di mesi scelto per gli indicatori dell'attività economica**

Indicatore mensile	Rapporto rumore-segnale (numero di mesi)						Numero di mesi scelto
	1	2	3	4	5	6	
Produzione industriale (al netto delle costruzioni)	3,0	1,6	1,0	0,9	0,7	0,5	5
Produzione di beni intermedi	2,0	1,2	0,8	0,6	0,5	0,4	4
Produzione di beni di investimento	2,8	1,5	1,0	0,8	0,7	0,5	5
Produzione di beni di consumo durevoli	3,6	1,8	1,3	1,0	0,8	0,6	6
Produzione di beni di consumo non durevoli	4,8	2,5	1,8	1,5	1,2	0,9	>6
Produzione di beni di consumo	3,0	1,8	1,4	1,1	0,9	0,7	6
Produzione di beni energetici	6,0	3,6	2,4	1,9	1,6	1,3	>6
Produzione manifatturiera	2,2	1,2	0,8	0,7	0,5	0,4	4
Produzione nel settore delle costruzioni	4,4	2,5	1,7	1,4	1,2	1,0	>6
CE: clima di fiducia nell'industria	0,8	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	2
CE: clima di fiducia nel settore dei servizi	1,9	1,1	0,8	0,7	0,5	0,4	4
CE: clima di fiducia nel settore delle costruzioni	2,6	1,6	1,0	0,7	0,6	0,4	4
CE: indice del clima economico	0,9	0,6	0,4	0,3	0,3	0,2	2
PMI: indice complessivo per il settore manifatturiero	1,0	0,8	0,6	0,5	0,4	0,3	3
PMI: indice del prodotto del settore manifatturiero	1,3	0,9	0,7	0,5	0,4	0,4	3
PMI: indice dei nuovi ordinativi nel settore manifatturiero	1,3	1,0	0,7	0,6	0,4	0,4	3
PMI: indice dell'attività nel settore dei servizi	1,6	1,1	0,9	0,6	0,5	0,4	4
PMI: indice dei nuovi ordinativi nel settore dei servizi	1,7	1,3	1,0	0,7	0,6	0,5	4
PMI: indice del prodotto del settore delle costruzioni	2,1	1,4	1,1	0,8	0,7	0,5	5
PMI: indice dei nuovi ordinativi nel settore delle costruzioni	1,9	1,2	1,0	0,7	0,6	0,5	4
PMI: indice composito relativo al prodotto	1,3	1,0	0,8	0,6	0,5	0,4	4
PMI: indice composito relativo ai nuovi ordinativi	1,4	1,1	0,8	0,7	0,5	0,4	4

Fonti: Eurostat, Commissione europea, Markit ed elaborazioni della BCE.  
Nota: CE sta per Commissione europea e PMI per *Purchasing Managers' Index*.

sulla dinamica della componente ciclica anche quando sono prese in considerazione variazioni su tre mesi o più. Anche per la serie complessiva della produzione industriale (al netto delle costruzioni) la dinamica deve essere osservata per almeno cinque mesi prima che si possa identificare con relativa sicurezza la predominanza della componente ciclica. L'andamento di serie quali la produzione del settore delle costruzioni e dell'energia deve essere osservato su un arco temporale addirittura più lungo. L'indicatore che riporta i migliori risultati tra i dati relativi alla produzione sarebbe quello riguardante la produzione di beni intermedi, ma anche in questo caso una variazione deve essere osservata per quattro mesi prima di trarre conclusioni. Inoltre, considerando gli sfasamenti temporali per la diffusione dei dati relativi alla produzione (pari circa a un mese e mezzo dopo il mese di riferimento), anche per la serie sulla produzione di beni intermedi si può soltanto individuare un segnale ciclico con relativa sicurezza quasi mezzo anno dopo il mese di riferimento, ossia troppo tardi per rivelarsi utile per l'analisi della situazione economica corrente.

Gli indicatori ricavati dalle indagini mostrano un comportamento migliore rispetto ai dati quantitativi, ma anche in questo caso emergono differenze notevoli. I risultati migliori si ottengono per l'indicatore del clima di fiducia nell'industria elaborato dalla Commissione europea, seguito da vicino dall'indicatore del clima economico della stessa istituzione. Per questi indicatori, anche variazioni osservate per due mesi hanno una probabilità relativamente elevata di essere determinate dal ciclo economico. Per il clima di fiducia nell'industria le oscillazioni irregolari nell'arco di due mesi sono già in media inferiori del 50 per cento circa rispetto a quelle cicliche.

Tra le indagini dell'indice dei responsabili degli acquisti, i migliori risultati sono registrati dai PMI relativi al settore manifatturiero, con indici di sensibilità pari a 0,6-0,7 per le variazioni su tre mesi. La migliore *performance* delle indagini in termini di mesi per la dominanza del ciclo economico unitamente alla loro maggiore tempestività (poiché sono divulgate verso la fine del mese di riferimento o all'inizio del mese successivo) rendono questi dati i più utili in termini di informazioni tempestive sugli andamenti ciclici (nella misura in cui questi sono colti dai dati delle indagini).

### Segnali circa la situazione del ciclo nell'area dell'euro

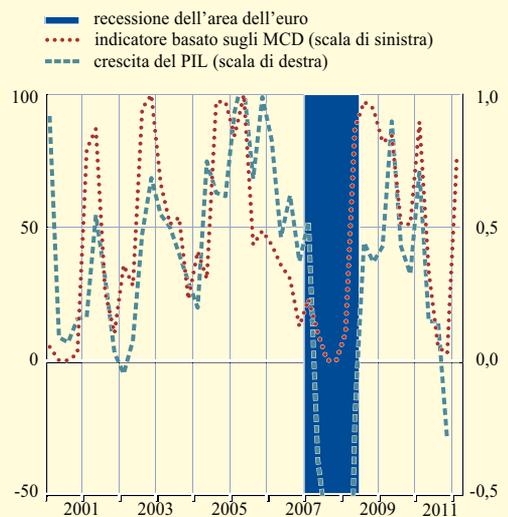
Un modo pratico per sintetizzare i segnali relativi al ciclo economico desunti dagli indicatori congiunturali sulla base dei relativi mesi per la dominanza del ciclo economico consiste nel calcolare la frazione degli indicatori che segnalano un miglioramento del ciclo, ossia la frazione degli indicatori che sono migliorati almeno per un periodo di tempo considerato attendibile sulla base dei mesi per la dominanza del ciclo economico. Questo approccio è illustrato nella figura utilizzando i segnali provenienti dalla serie di indagini esaminata in precedenza. I dati quantitativi non sono considerati in questo indicatore sintetico in considerazione del ritardo con cui segnalano le variazioni cicliche.

La figura mostra che l'indicatore sembra individuare in misura alquanto attendibile le variazioni nel vigore di fondo della crescita del PIL. Va evidenziato, tuttavia, che l'indicatore sintetico non andrebbe interpretato come fonte di stime quantitative dell'intensità dell'espansione. Le variazioni dell'indicatore sembrano anticipare lievemente le variazioni nel vigore di fondo della crescita del PIL. Inoltre, le informazioni sottostanti all'indicatore sono disponibili in anticipo rispetto ai dati di contabilità nazionale per il medesimo periodo di riferimento. Quanto all'attuale situazione, l'indicatore suggerisce un miglioramento ciclico per il primo trimestre del 2012. Circa il 75 per cento delle serie sottostanti sono aumentate nel primo trimestre quanto meno sull'orizzonte considerato attendibile in base ai mesi di dominanza del ciclo economico.

Nel complesso, l'approccio dei mesi per la dominanza del ciclo economico sembra essere uno strumento utile a distinguere l'andamento ciclico da quello irregolare degli indicatori economici e a concorrere all'individuazione di indicatori in grado di offrire primi segnali di una variazione del ciclo economico. Benché si incentri su indicatori che hanno un rapporto rumore-segnale basso e che forniscono informazioni tempestive su un punto di svolta, l'approccio non tiene tuttavia conto dell'intensità della loro relazione con la crescita del PIL. Inoltre, l'insieme delle serie comprese nell'in-

#### Frazione di alcuni indicatori delle indagini che segnala un miglioramento del ciclo economico

(valori percentuali; tassi di crescita sul trimestre precedente)



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

Nota: per rendere la figura più leggibile, sono stati omessi i tassi di variazione sul trimestre precedente del PIL fortemente negativi durante la recessione. L'acronimo MCD designa i "mesi per la dominanza del ciclo economico" (*Months for Cyclical Dominance*).

dicatore sintetico utilizzato per illustrare i risultati e il sistema di ponderazione applicato non sono intesi a desumere indicazioni quantitative sul vigore della crescita. Ciò nonostante, sembra che l'indicatore sintetico riesca a segnalare con discreta precisione le variazioni nella dinamica di fondo della crescita nell'area dell'euro e in una fase iniziale. Per quanto concerne l'attuale situazione ciclica nell'area dell'euro, i risultati suggeriscono che gli aumenti degli indicatori economici nel primo trimestre non sono solamente dovuti a fenomeni di breve periodo ma riflettono probabilmente un autentico miglioramento del ciclo, mentre le evidenze per il secondo trimestre sono ancora troppo poche per trarre conclusioni.

### 4.3 MERCATO DEL LAVORO

I mercati del lavoro dell'area dell'euro continuano a indebolirsi. L'occupazione è diminuita nella seconda metà del 2011 e il tasso di disoccupazione si è mosso al rialzo. I dati delle indagini segnalano ulteriori sviluppi negativi nel prossimo futuro.

L'occupazione è calata dello 0,2 per cento sul periodo precedente, sia nel terzo sia nel quarto trimestre del 2011, dopo una crescita positiva nei primi due trimestri dell'anno (cfr. tavola 7). Nel quarto trimestre le ore lavorate sono diminuite dello 0,4 per cento sul periodo precedente. A livello settoriale, gli ultimi dati sul numero di occupati indicano una brusca flessione nelle costruzioni rispetto al trimestre precedente, mentre nell'industria in senso stretto e nei servizi le flessioni sono state meno pronunciate.

Poiché nel 2011 la crescita annuale del PIL è diminuita più di quella dell'occupazione, la crescita tendenziale della produttività per occupato è scesa allo 0,9 per cento nel quarto trimestre, dal 2,2 nel primo trimestre dell'anno (cfr. figura 32). Nello stesso periodo, il tasso di crescita annuale della produttività per ora lavorata è calato dall'1,8 allo 0,7 per cento. Per quanto riguarda il primo trime-

**Tavola 7 Crescita dell'occupazione**

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

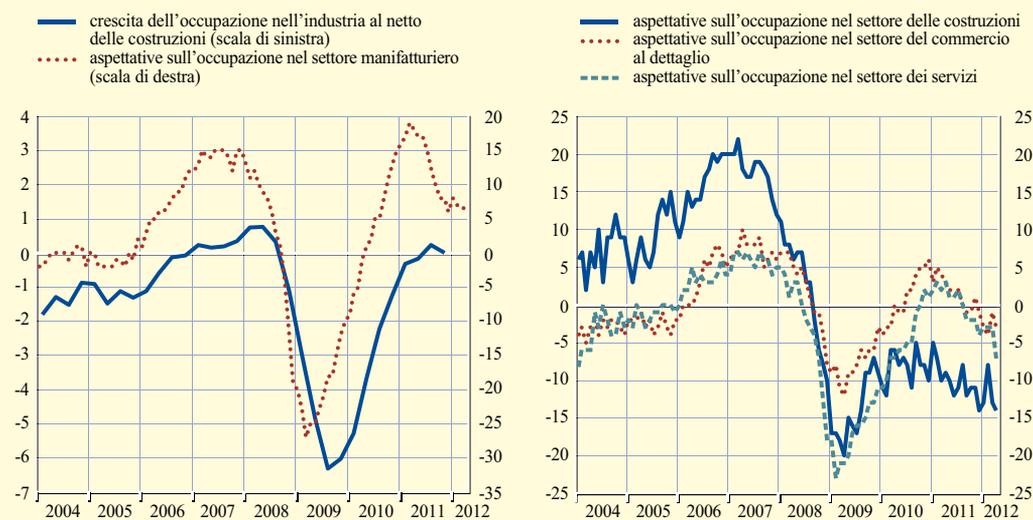
	Persone					Ore				
	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali			Variazioni annuali		Variazioni trimestrali		
	2010	2011	2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 4° trim.	2010	2011	2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 4° trim.
Totale economia	-0,5	0,1	0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,2	-0,3	0,2	-0,4
<i>di cui:</i>										
Agricoltura e pesca	-0,9	-2,6	0,4	-1,0	-0,8	-0,9	-1,9	-0,9	-1,2	-0,3
Industria	-3,3	-1,2	-0,2	-0,5	-0,7	-1,9	-0,8	-0,7	-0,1	-1,0
Escluse le costruzioni	-3,1	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,8	0,6	-0,4	0,4	-0,2
Costruzioni	-3,8	-3,8	-0,5	-1,6	-1,6	-3,9	-3,6	-1,3	-1,1	-2,6
Servizi	0,4	0,7	0,3	-0,1	-0,1	0,7	0,7	-0,1	0,3	-0,2
Commercio e trasporti	-0,7	0,6	0,6	-0,1	-0,4	-0,3	0,4	0,2	0,5	-0,8
Information and communication	-1,1	1,6	0,5	-0,3	0,0	-0,8	1,4	-0,1	0,4	-0,7
Finanziari e assicurativi	-1,0	-0,2	-0,3	0,1	0,0	-0,6	0,2	-0,5	0,2	-0,3
Real Estate activities	-0,4	2,6	-0,5	-0,5	2,2	0,6	2,1	-0,7	0,8	1,2
Servizi Professionali	2,0	2,6	0,9	-0,2	0,4	2,8	3,0	0,5	0,1	0,5
Amministrazione pubblica	1,0	0,1	-0,1	0,1	-0,1	1,1	0,1	-0,3	0,1	0,1
Altri servizi <sup>1)</sup>	0,8	-0,2	-0,5	0,0	-0,1	0,6	-0,5	-1,3	1,0	-0,3

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Comprende anche istruzione, sanità e altri servizi.

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

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



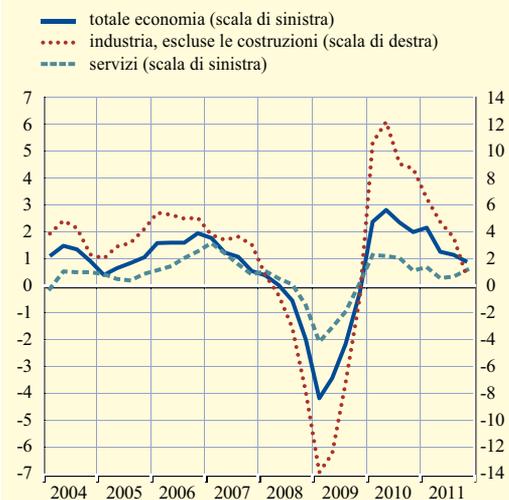
Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.  
 Note: i saldi percentuali sono espressi come scarti dalla media.

stre del 2012, il recente andamento dell'indice di produttività desunto dagli esiti dell'indagine PMI (*Purchasing Managers' Index*) suggerisce una sostanziale stabilità della crescita della produttività.

Il tasso di disoccupazione è in crescita e in marzo si è collocato al 10,9 per cento (cfr. figura 33), con un incremento di 1,0 punti percentuali rispetto all'aprile del 2011, quando ha cominciato nuo-

**Figura 32 Produttività del lavoro**

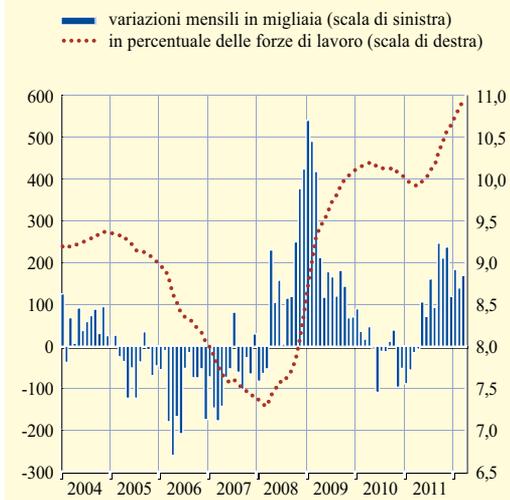
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura 33 Disoccupazione**

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

vamente a salire. Gli indicatori delle indagini segnalano all'inizio del secondo trimestre del 2012 il perdurare dell'andamento negativo dell'occupazione, sia nell'industria sia nei servizi (cfr. figura 31). Inoltre, i tassi di disoccupazione attesi per il 2012 e il 2013 sono stati rivisti al rialzo nell'ultima *Survey of Professional Forecasters* (cfr. riquadro 6 nella sezione 3). Tuttavia, parte della revisione riflette probabilmente il fatto che i dati storici sono stati rivisti al rialzo.

#### 4.4 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Gli indicatori disponibili per il primo trimestre del 2012 restano coerenti con lo stabilizzarsi dell'attività economica su un livello modesto. I segnali provenienti dalle ultime indagini congiunturali per l'area dell'euro mettono in luce la presenza di incertezza. Al tempo stesso, vi sono indicazioni del procedere della ripresa mondiale. Su un orizzonte temporale più lungo, in corso d'anno l'economia dell'area dell'euro dovrebbe comunque registrare una graduale ripresa, favorita dalla domanda estera, dai tassi di interesse a breve termine molto contenuti nell'area e da tutte le misure adottate per promuovere il buon funzionamento dell'economia dell'area. Vi è nondimeno l'aspettativa che la dinamica di fondo della crescita continui a essere frenata dalle tensioni residue in alcuni mercati del debito sovrano dell'area dell'euro e dal loro impatto sulle condizioni di credito, nonché dal processo di aggiustamento dei bilanci nei settori finanziario e non finanziario e dall'elevata disoccupazione.

Tali prospettive economiche restano soggette a rischi al ribasso, che riguardano in particolare l'intensificarsi delle tensioni nei mercati del debito dell'area dell'euro e la loro potenziale propagazione all'economia reale dell'area, nonché ulteriori rincari delle materie prime.



## UN PATTO DI BILANCIO PER UN'UNIONE ECONOMICA E MONETARIA RAFFORZATA



*Questo articolo passa in rassegna e valuta gli elementi fondamentali del patto di bilancio firmato il 2 marzo 2012, come parte del nuovo Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'Unione economica e monetaria, dalla maggioranza dei capi di Stato o di governo dell'Unione europea, con l'astensione di Regno Unito e Repubblica Ceca. Il patto impone alle parti contraenti di introdurre, nella propria legislazione, una regola sul pareggio del bilancio e un meccanismo automatico di correzione delle deviazioni da tale regola; esso inoltre rafforza l'automaticità della procedura per i disavanzi eccessivi prevista dal Patto di stabilità e crescita in caso di mancato soddisfacimento del criterio relativo al disavanzo da parte di un paese appartenente all'area dell'euro. Il patto di bilancio costituisce nell'insieme uno sviluppo positivo poiché affronta alcune delle carenze residue del quadro rafforzato per la governance delle finanze pubbliche nell'Unione europea entrato in vigore a dicembre 2011. Tuttavia, il suo successo dipenderà in misura fondamentale dalla misura in cui i singoli paesi ne faranno proprio lo spirito e dal rigore con cui sarà applicato. In prospettiva, si rendono necessari ulteriori passi ambiziosi nel percorso di miglioramento del quadro di riferimento per le politiche di bilancio nell'Unione europea.*

### I INTRODUZIONE

L'accumulo di gravi squilibri macroeconomici, finanziari e di bilancio nell'area dell'euro e la conseguente crisi del debito sovrano in alcuni dei paesi dell'area hanno reso necessaria un'azione risoluta di rafforzamento della *governance* economica dell'Unione europea (UE), soprattutto nell'area dell'euro, in modo da garantire la stabilità e l'ordinato funzionamento dell'Unione economica e monetaria (UEM). La reazione dei capi di Stato o di governo dell'UE e dell'area dell'euro è stata incrementale e ha comportato tra l'altro: l'introduzione del Semestre europeo<sup>1)</sup>; l'assunzione di ulteriori impegni sul piano delle politiche economiche nell'ambito del Patto euro plus<sup>2)</sup>; l'attuazione di un pacchetto di sei modifiche legislative (il cosiddetto *six-pack*, entrato in vigore a dicembre 2011) volte a rafforzare il suddetto quadro di riferimento introducendo una riforma sia della parte preventiva sia di quella correttiva del Patto di stabilità e crescita (PSC), nuovi requisiti minimi per le procedure di bilancio nazionali, una Procedura per gli squilibri macroeconomici (PSM) e un meccanismo esecutivo rafforzato grazie a nuove sanzioni finanziarie nell'ambito sia del PSC sia della PSM<sup>3)</sup>. Nel mese di novembre del 2011 la Commissione europea ha inoltre proposto due regolamenti tesi a rafforzare ulteriormente la sorveglianza sui paesi dell'area dell'euro (il cosiddetto *two-pack*): i relativi negoziati con il Consiglio della UE e con il Parlamento europeo,

che inizieranno a breve, dovrebbero concludersi nel corso del 2012. Il primo regolamento conferisce in particolare alla Commissione nuove competenze che le permetteranno di valutare i progetti di bilancio nazionali e, ove necessario, richiederne la revisione al fine di assicurare la correzione dei disavanzi eccessivi. Il secondo regolamento contiene nuove disposizioni che consentiranno alla Commissione e al Consiglio di accrescere la sorveglianza sulla situazione macroeconomica, finanziaria e di bilancio degli Stati membri dell'area dell'euro con problemi effettivi o potenziali di stabilità finanziaria. La riforma della *governance* è ancora più necessaria alla luce della mutata natura della crisi, non più finanziaria ma del debito sovrano.

- 1) Il 17 giugno 2010 il Consiglio europeo ha deciso di introdurre il Semestre europeo quale strumento per il coordinamento *ex ante* delle politiche economiche a partire dal 1° gennaio 2011. Esso include un calendario che si applica a tutti gli elementi della sorveglianza, comprese le politiche di bilancio, quelle macroeconomiche e quelle strutturali. La tempistica dei vari processi di sorveglianza viene allineata per assicurare la coerenza tra gli stessi, che restano però separati dal punto di vista giuridico e procedurale.
- 2) Il Patto euro plus è stato adottato nel mese di marzo del 2011 dai capi di Stato o di governo degli Stati membri dell'UE appartenenti all'area dell'euro e da quelli di Bulgaria, Danimarca, Lettonia, Lituania, Polonia e Romania per rafforzare il pilastro economico dell'UEM e accrescere la qualità del coordinamento tra le politiche economiche con l'obiettivo di migliorare la competitività e di aumentare la convergenza.
- 3) Cfr. l'articolo *La riforma della governance economica nell'area dell'euro: elementi essenziali* nel numero di marzo 2011 di questo Bollettino.

**Tavola I Il Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla *governance* (TSCG): panoramica delle disposizioni principali**

TSCG	Elementi fondamentali
Titolo III – Patto di bilancio	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Regola del pareggio di bilancio, comprensiva di un meccanismo automatico di correzione, da recepire nei rispettivi ordinamenti nazionali</li> <li>▪ Rafforzamento della procedura per i disavanzi eccessivi</li> <li>▪ Conferma del parametro di riferimento numerico per la riduzione del debito negli Stati membri aventi un debito pubblico superiore al 60 per cento del PIL</li> <li>▪ Comunicazione <i>ex ante</i> dei piani di emissione del debito pubblico</li> </ul>
Titolo IV – Coordinamento delle politiche economiche e convergenza (cfr. riquadro 1)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Impegno ad adottare ulteriori provvedimenti sul piano delle politiche per promuovere l'ordinato funzionamento dell'UEM e la crescita economica attraverso un aumento della convergenza e della competitività</li> <li>▪ Discussione <i>ex ante</i> e, ove appropriato, coordinamento delle riforme di politica economica più importanti ai fini di una valutazione comparativa delle migliori prassi</li> </ul>
Titolo V – <i>Governance</i> dell'area dell'euro (cfr. riquadro 2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Organizzazione di riunioni del Vertice euro almeno due volte l'anno</li> <li>▪ Conferenza dei rappresentanti delle commissioni competenti dei parlamenti nazionali e del Parlamento europeo per la discussione degli aspetti che rientrano nell'ambito di applicazione del TSCG</li> </ul>

Fonte: BCE.

Le modifiche legislative e le decisioni sul piano delle politiche richiamate in precedenza costituiscono nell'insieme la serie più completa di riforme della *governance* a livello europeo dall'introduzione della moneta unica e rafforzano sostanzialmente il quadro di riferimento per la sorveglianza reciproca. Perdurano tuttavia i timori riguardo alla credibilità delle politiche di bilancio, alla stabilità del settore finanziario e alle condizioni economiche a più lungo termine nei paesi dell'area dell'euro. In alcuni di questi, i mercati continuano inoltre a evidenziare tensioni anche per l'elevato fabbisogno di rifinanziamento a breve termine. Il timore di una diffusione della crisi del debito sovrano, che potrebbe minare la stabilità dell'intera area dell'euro, ha determinato la volontà politica di sostenere le misure volte a rafforzare ulteriormente l'unione economica per renderla adeguata all'esigenze di quella monetaria.

Il 26 ottobre 2011 i capi di Stato o di governo dell'area dell'euro hanno raccolto la sfida concordando un approccio di ampio respiro per fronteggiare la crisi del debito sovrano e arrestare l'interazione negativa con la stabilità del settore finanziario<sup>4)</sup>. Il 9 dicembre 2011 hanno poi definito i contorni di un nuovo patto di bilancio e di un maggiore coordinamento delle politiche economiche, invitando anche gli altri Stati membri dell'UE a partecipare, e hanno rafforzato gli

strumenti di stabilizzazione dell'area dell'euro<sup>5)</sup>. Il 2 marzo 2012 i capi di Stato o di governo di tutti gli Stati membri dell'UE, esclusi il Regno Unito e la Repubblica Ceca, hanno firmato il Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla *governance* nell'Unione economica e monetaria (TSCG), che include il patto di bilancio, la promozione del coordinamento delle politiche economiche e della convergenza, nonché misure relative alla *governance* nell'area dell'euro (per una sintesi degli elementi principali, cfr. tavola 1). Per la mancata adesione di due Stati membri, il TSCG ha assunto la forma di un accordo intergovernativo fra le parti contraenti che entrerà in vigore dopo la ratifica da parte di dodici paesi dell'area dell'euro<sup>6)</sup>. Tuttavia, l'intenzione è quella di incorporarne la sostanza nei Trattati

4) Per i dettagli, si veda la dichiarazione del Vertice euro del 26 ottobre del 2011, disponibile nel sito Internet del Consiglio europeo (<http://www.consilium.europa.eu>).

5) La dichiarazione dei capi di Stato o di governo dell'area dell'euro del 9 dicembre del 2011 include anche l'invito a esaminare e attuare rapidamente le due proposte formulate dalla Commissione nel mese di novembre del 2011 per rafforzare ulteriormente la sorveglianza degli Stati membri appartenenti all'area (il cosiddetto *two-pack*); cfr. il sito Internet del Consiglio europeo (<http://www.consilium.europa.eu>).

6) Il TSCG svolge altresì un ruolo importante per il Meccanismo europeo di stabilità (MES). Dal 1° marzo del 2013 la concessione dell'assistenza finanziaria nell'ambito di nuovi programmi del MES sarà subordinata alla ratifica del TSCG dalla parte contraente interessata e, una volta scaduto il periodo di recepimento di al massimo un anno, all'adeguato recepimento di una serie di elementi fondamentali del patto di bilancio nell'ordinamento nazionale.

dell'UE entro un massimo di cinque anni dalla sua entrata in vigore <sup>7)</sup>.

Questo articolo esamina il TSCG con lo scopo di valutare se e come il patto di bilancio possa rafforzare la *governance* delle finanze pubbliche nell'UE e la disciplina di bilancio a livello nazionale. I riquadri 1 e 2 descrivono gli altri elementi fondamentali del TSCG. La seconda sezione illustra i motivi per i quali la stabilità e l'ordinato funzionamento dell'UEM richiedono un quadro di riferimento più forte e rigoroso per i conti pubblici. La terza sezione analizza gli elementi principali del patto di bilancio e la quarta li valuta alla luce delle regole attualmente in vigore nell'UE. La quinta sezione, infine, conclude.

## 2 L'IMPORTANZA DI UN QUADRO DI RIFERIMENTO PIÙ SOLIDO E RIGOROSO PER LE POLITICHE DI BILANCIO

Conformemente al Trattato sul funzionamento dell'Unione europea ("Trattato"), la politica monetaria viene condotta a livello sovranazionale, mentre le politiche di bilancio, finanziarie e strutturali restano di competenza per lo più nazionale. Una politica monetaria orientata verso la stabilità dei prezzi non è da sola sufficiente a garantire il corretto funzionamento dell'UEM e deve essere accompagnata da politiche adeguate in altri ambiti <sup>8)</sup>.

Per questo motivo, il Trattato e il PSC stabiliscono che gli Stati membri dell'area dell'euro hanno l'obbligo di evitare disavanzi pubblici eccessivi (sulla base di un criterio per il disavanzo e di uno per il debito, con valori di riferimento rispettivamente pari al 3 e 60 per cento del PIL) e di "mantenere finanze pubbliche sane e sostenibili". Inoltre, il meccanismo preventivo del PSC impone agli Stati membri di mantenere o perseguire posizioni di bilancio in linea con i rispettivi obiettivi a medio termine (OMT) <sup>9)</sup> e quello correttivo mira ad assicurare la correzione dei disavanzi eccessivi che dovessero comunque accumularsi e prevede anche sanzioni pecuniarie in caso di mancato rispetto delle raccomandazioni del Consiglio <sup>10)</sup>.

Il PSC non è tuttavia riuscito a garantire la disciplina dei conti pubblici. Le fasi di congiuntura favorevole antecedenti la crisi non sono state utilizzate per conseguire posizioni di bilancio sostenibili. Gli introiti straordinari sono stati spesi invece di essere utilizzati per promuovere il risanamento delle finanze pubbliche, le violazioni del criterio del disavanzo sono state corrette solo lentamente e il criterio relativo al debito è stato per lo più ignorato. Ciò è ascrivibile principalmente al fatto che il PSC è stato attuato in modo scarsamente rigoroso, data la debolezza del controllo reciproco fra paesi. L'avvio delle procedure applicabili ai casi di inosservanza delle regole non era automatico e questo lasciava margini eccessivi di discrezionalità. Di fatto, le sanzioni pecuniarie previste non sono mai state irrogate.

La non rigorosa applicazione del PSC si è accompagnata a una differenziazione solo minima tra i tassi di interesse sul debito sovrano dei diversi paesi dell'area dell'euro nei mercati finanziari, che si è tradotta in una disciplina di mercato debole riguardo alle politiche di bilancio nell'UEM. Le finanze pubbliche di molti Stati membri dell'area sono quindi arrivate impreparate alla crisi finanziaria scoppiata nell'estate del 2007 <sup>11)</sup>. La profonda recessione successiva,

- 7) Il TSCG deve essere conforme ai Trattati dell'UE e va applicato e interpretato in conformità con il diritto dell'Unione. Per un approfondimento, si veda anche il riquadro *Il recepimento giuridico del Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance* in questo articolo.
- 8) Cfr. l'articolo *Una sola politica monetaria e numerose politiche di bilancio: come assicurare il regolare funzionamento dell'UEM* nel numero di luglio 2008 di questo Bollettino.
- 9) L'obiettivo di bilancio di medio termine risponde a un triplice scopo: 1) mantenere un margine di sicurezza rispetto al valore di riferimento del 3 per cento del PIL fissato per l'incidenza del disavanzo sul prodotto; 2) assicurare il rapido progresso verso finanze pubbliche sostenibili e livelli di debito prudenti; e 3) creare margini di manovra nei bilanci, in particolare per consentire di effettuare gli investimenti pubblici necessari.
- 10) La riforma del PSC introdotta nel 2005 ha accresciuto la discrezionalità e la flessibilità delle procedure di sorveglianza ed è stata per questo oggetto di pesanti critiche da parte della BCE. Cfr. l'articolo *La riforma del patto di stabilità e crescita* nel numero di agosto 2005 di questo Bollettino. Per un'analisi approfondita dell'esperienza maturata con il PSC, cfr. l'articolo *I dieci anni del Patto di stabilità e crescita* nel numero di ottobre 2008 di questo Bollettino e i riferimenti in esso contenuti.
- 11) Per i dettagli, cfr. van Riet, A. (a cura di) "Euro area fiscal policies and the crisis", *Occasional Paper Series*, n. 109, BCE, aprile 2010.

l'azione degli stabilizzatori automatici, i programmi di stimolo fiscale e il sostegno al settore finanziario hanno determinato un forte deterioramento delle finanze pubbliche di molti paesi dell'area e, da ultimo, una crisi del debito sovrano in alcuni di questi.

La crisi del debito sovrano ha dimostrato che politiche nazionali insostenibili in ambito macroeconomico, finanziario e di bilancio si amplificano a vicenda all'interno dell'UEM e influiscono sugli altri paesi appartenenti all'area dell'euro attraverso effetti negativi di contagio. Ciò mette a sua volta a repentaglio la stabilità finanziaria dell'intera area. Di conseguenza, la BCE ha ripetutamente richiesto un "salto di qualità" per il quadro di riferimento della *governance* economica dell'UE allo scopo di assicurare la stabilità e l'ordinato funzionamento dell'UEM<sup>12)</sup>. I singoli paesi devono riconoscere la loro responsabilità comune per la stabilità e per la prosperità nell'area dell'euro e la conseguente necessità di istituzioni efficaci.

I capi di Stato o di governo dell'UE e dell'area dell'euro hanno risposto alla crisi del debito sovrano rafforzando il quadro di riferimento della *governance* economica dell'UE, in particolare per gli Stati membri dell'area dell'euro, attraverso, fra l'altro, il potenziamento del PSC nell'ambito del cosiddetto *six-pack*. Il nuovo quadro, entrato in vigore nel mese di dicembre del 2011, dovrebbe migliorare sia la sorveglianza macroeconomica sia quella sui conti pubblici, nonché il grado di effettiva applicazione delle regole. Esso resta tuttavia carente in cinque ambiti fondamentali<sup>13)</sup>.

In primo luogo, il numero elevato di situazioni eccezionali attenuanti previste indebolisce l'applicazione delle regole. In particolare, al momento di decidere se il rapporto tra il disavanzo o il debito pubblico e il PIL di un determinato paese è da considerarsi eccessivo, si deve tenere conto di un lungo elenco di fattori rilevanti (per lo più attenuanti). Di conseguenza, il mancato soddisfacimento del criterio per il disavanzo o di quello per il debito non determina necessariamente l'avvio di una procedura per i disavanzi eccessivi. Inoltre, in base alle nuove regole, tali

fattori rilevanti sono presi in considerazione anche nel caso in cui il disavanzo superi in misura rilevante la soglia del 3 per cento del PIL purché il debito pubblico sia inferiore al valore di riferimento del 60 per cento del prodotto.

In secondo luogo, non viene ancora assicurata una sufficiente automaticità in caso di mancato rispetto delle regole. In particolare, il Consiglio conserva una considerevole discrezionalità, come attesta ad esempio il fatto che la decisione relativa all'esistenza di un disavanzo eccessivo debba essere adottata a maggioranza qualificata sulla base di una valutazione complessiva.

In terzo luogo, l'efficacia del quadro rafforzato della *governance* continua a dipendere in misura notevole dalla stringente e rigorosa applicazione delle regole da parte della Commissione. Quest'ultima svolge per esempio un ruolo decisivo nella valutazione dell'esistenza di un disavanzo eccessivo o dell'efficacia delle azioni poste in essere dagli Stati membri per correggerlo. La Commissione può inoltre indirizzare una raccomandazione al Consiglio perché riduca o revochi le nuove sanzioni finanziarie in caso di circostanze economiche eccezionali oppure dietro richiesta dello Stato membro dell'area dell'euro interessato.

In quarto luogo, la maggiore complessità del nuovo quadro potrebbe inficiarne sia la trasparenza sia l'applicabilità e rendere di conseguenza più difficile l'individuazione delle responsabilità. In particolare, la valutazione dei progressi compiuti da uno Stato membro verso il suo OMT richiede un'analisi più complessa del saldo strutturale di bilancio e della spesa al netto delle entrate dovute a misure discrezionali. In questo contesto, la verifica tempestiva di tutti i dati necessari (ad esempio sulle singole categorie di spesa o sulle entrate dovute a misure discrezionali) potrebbe rivelarsi difficoltosa.

12) Cfr., ad esempio, l'articolo *La riforma della governance economica nell'area dell'euro: elementi essenziali*, op cit.

13) Cfr. il riquadro *Entra in vigore il quadro rafforzato per la governance economica dell'UE* nel numero di dicembre 2011 di questo Bollettino.

Infine, i parametri di riferimento concordati per le procedure di bilancio nazionali sono inadeguati. In particolare, il loro rafforzamento dipenderà in larga parte dalla volontà politica di attuare regole di bilancio rigorose nei singoli paesi.

### 3 GLI ELEMENTI FONDAMENTALI DEL PATTO DI BILANCIO

Questa sezione esamina gli elementi essenziali del patto di bilancio. Le altre disposizioni del TSCG in materia di coordinamento delle politiche economiche e di convergenza, oltre che di *governance* dell'area dell'euro, sono presentate nei riquadri 1 e 2 alla fine della sezione. Alcuni dettagli riguardanti l'attuazione del TSCG sul piano giuridico sono discussi nel riquadro 3.

Il patto di bilancio si prefigge l'obiettivo fondamentale di promuovere la disciplina di bilancio, in particolare nell'area dell'euro, procedendo sulla scorta del PSC rafforzato e nell'ottica di un ulteriore miglioramento dello stesso. Esso è articolato in due moduli principali: una regola per il pareggio di bilancio, comprendente un meccanismo automatico di correzione, e il rafforzamento della procedura per i disavanzi eccessivi. Per quanto concerne il primo modulo, le parti contraenti si impegnano a recepire nei rispettivi ordinamenti giuridici nazionali una norma che impone loro di mantenere posizioni di bilancio in pareggio o in avanzo. La regola si considera rispettata se il saldo di bilancio strutturale annuo<sup>14)</sup> è in linea con l'OMT specifico per il paese, quale definito nel meccanismo preventivo del PSC, con il limite di un disavanzo strutturale dello 0,5 per cento del PIL. Un disavanzo strutturale più elevato, fino a un massimo dell'1 per cento del PIL, è consentito solo quando il rapporto fra il debito pubblico e il PIL è significativamente inferiore al 60 per cento e i rischi sul piano della sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche sono bassi.

In linea con il meccanismo preventivo del PSC rafforzato, il rispetto dell'OMT o i progressi lungo il percorso di avvicinamento allo stesso

devono essere valutati globalmente, facendo riferimento al saldo strutturale e analizzando la spesa al netto delle entrate dovute a misure discrezionali. Il patto di bilancio richiede la "rapida convergenza" verso l'OMT, entro un quadro temporale che sarà proposto dalla Commissione europea tenendo conto dei rischi specifici del paese sul piano della sostenibilità.

Le parti contraenti possono deviare temporaneamente dal rispettivo OMT o dal percorso di avvicinamento allo stesso solo in circostanze eccezionali, purché questo non comprometta la sostenibilità del bilancio a medio termine. Per "circostanze eccezionali" si intendono eventi inconsueti non soggetti al controllo della parte contraente interessata che abbiano rilevanti ripercussioni finanziarie sul bilancio pubblico, oppure periodi di grave recessione economica dell'area dell'euro o dell'intera UE, come definito nel meccanismo preventivo del PSC rafforzato.

La regola del pareggio di bilancio deve includere un meccanismo correttivo che si attivi automaticamente in caso di deviazioni significative dall'OMT o dal percorso di avvicinamento allo stesso. Tale meccanismo dovrebbe mirare a correggere le suddette deviazioni, compreso il loro impatto cumulato sulla dinamica del debito pubblico, e dovrebbe applicarsi anche alle deviazioni temporanee giustificate da circostanze eccezionali. La Commissione europea è stata invitata a proporre principi comuni al riguardo.

I suddetti elementi della regola del pareggio di bilancio devono essere recepiti negli ordinamenti giuridici nazionali delle parti contraenti entro un anno dall'entrata in vigore del TSCG (cfr. anche il riquadro 3) attraverso disposizioni vincolanti e di natura permanente – preferibilmente di rango costituzionale – o il cui rispetto fedele nel processo di bilancio nazionale è in altro modo garantito.

14) Come nel PSC, il saldo strutturale viene definito in termini di saldo annuale corretto per il ciclo economico al netto delle misure temporanee e *una tantum*.

La Commissione europea è stata invitata a presentare una relazione sull'ottemperanza al suddetto requisito di recepimento. Se in tale relazione la Commissione conclude che una parte contraente si è dimostrata inadempiente, una o più delle altre parti contraenti adiranno la Corte di giustizia dell'Unione europea ("Corte"). Una parte contraente può chiedere alla Corte di verificare il recepimento della regola del pareggio di bilancio e del meccanismo correttivo in un ordinamento nazionale anche indipendentemente dalla relazione della Commissione. La sentenza della Corte è vincolante e il paese interessato deve adottare i provvedimenti che l'esecuzione della sentenza comporta entro un termine stabilito; la parte contraente che ritenga che tali provvedimenti non siano stati adottati può adire nuovamente la Corte, la quale potrà richiedere al paese inadempiente il pagamento di una somma forfetaria o di una penalità non superiore allo 0,1 per cento del PIL. I proventi delle sanzioni sono versati al Meccanismo europeo di stabilità (MES) se il paese appartiene all'area dell'euro e al bilancio generale dell'UE negli altri casi.

Un ulteriore elemento fondamentale è costituito dal fatto che la Commissione europea è invitata a pubblicare principi comuni riguardanti il ruolo e l'indipendenza delle istituzioni responsabili a livello nazionale per il controllo dell'osservanza delle disposizioni relative alla regola del pareggio di bilancio.

Il secondo modulo del patto di bilancio rafforza la procedura per i disavanzi eccessivi prevista dal PSC, in particolare accrescendone l'automaticità quando un paese dell'area dell'euro viola il criterio del disavanzo (per maggiori dettagli, si veda la sezione 4). Un'ulteriore novità in questo contesto è che la parte contraente soggetta a

procedura per i disavanzi eccessivi deve predisporre un programma di partenariato economico e di bilancio che comprenda una descrizione dettagliata delle riforme strutturali necessarie per una correzione effettiva e duratura del suo disavanzo eccessivo.

Il patto richiama anche gli obblighi giuridici dei paesi con un elevato debito pubblico e i rischi connessi al finanziamento dello stesso. In particolare, il patto ribadisce il parametro numerico di riferimento per la riduzione di un debito pubblico superiore al 60 per cento del PL<sup>15)</sup> già previsto nel meccanismo correttivo del PSC rafforzato. Esso richiede altresì alle parti contraenti di comunicare *ex ante* al Consiglio e alla Commissione europea i piani di emissione del debito pubblico al fine di coordinare meglio le attività di collocamento delle parti contraenti e comunque di contribuire ad accrescere la trasparenza in materia di strategie nazionali di gestione del debito<sup>16)</sup>.

Il TSCG contiene infine delle disposizioni tese a rafforzare il coordinamento delle politiche economiche e a migliorare la trasparenza e la responsabilità per il proprio operato in relazione al quadro di riferimento per la *governance* nell'area dell'euro, che sono presentate e valutate nei riquadri 1 e 2 di questo articolo.

15) Gli Stati membri in cui il rapporto debito/PIL supera il valore di riferimento del 60 per cento devono ridurre tale eccedenza a un ritmo medio di un ventesimo all'anno come parametro di riferimento. Questa disposizione del meccanismo correttivo del PSC rafforzato entra tuttavia in vigore solo dopo un periodo di transizione di tre anni a decorrere dalla chiusura delle procedure per i disavanzi eccessivi attualmente aperte nei confronti dei paesi in questione.

16) I contenuti e le modalità di questa comunicazione *ex ante* saranno specificati dalla Commissione di concerto con gli Stati membri.

#### Riquadro 1

### COORDINAMENTO DELLE POLITICHE ECONOMICHE E CONVERGENZA

Nel contesto istituzionale dell'Unione economica e monetaria (UEM), le politiche economiche sono rimaste per lo più di competenza degli Stati membri ma vengono considerate di interesse comune per l'Unione europea (UE) e più in particolare per l'area dell'euro (articoli 120, 121

e 136 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, d'ora in avanti "Trattato"). Ciò rispecchia il fatto che le politiche economiche di un paese possono esercitare effetti anche al di fuori dei confini nazionali, specie in un'unione di Stati contraddistinta da una forte integrazione economica. Nel suo Titolo IV, il Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla *governance* (TSCG) introduce alcuni elementi aggiuntivi sul coordinamento delle politiche economiche e sulla convergenza che sono approfonditi in questo riquadro.

Il coordinamento delle politiche economiche, così come la sua capacità di promuovere la crescita e la competitività, è stato finora piuttosto limitato<sup>1)</sup>. Le importanti modifiche apportate alla struttura della *governance* economica europea nel contesto della crisi economica e finanziaria dovrebbero tuttavia rafforzarlo in misura considerevole. La crisi ha mostrato come ampi squilibri macroeconomici possano mettere a repentaglio la stabilità economica e finanziaria dell'UEM e, più in generale, dell'UE. Come risposta è stato istituito un nuovo quadro di riferimento per la sorveglianza macroeconomica nell'UE, la "Procedura per gli squilibri macroeconomici", che è entrato in vigore nel mese di dicembre del 2011. Ciò ha aggiunto un elemento completamente nuovo al sistema complessivo di coordinamento delle politiche e ha pertanto colmato una seria lacuna. La Procedura mira ad assicurare che gli Stati membri conducano le rispettive politiche economiche in modo da evitare (meccanismo preventivo) o correggere (meccanismo correttivo) gli squilibri macroeconomici eccessivi. Essa contiene altresì una serie di elementi che dovrebbero favorirne l'efficacia, quali il voto a maggioranza qualificata inversa e la possibilità di imporre sanzioni finanziarie ai paesi dell'area dell'euro inosservanti. In un ulteriore sforzo di rafforzamento della *governance* economica, nel mese di marzo del 2011 i capi di Stato o di governo dei paesi appartenenti all'area dell'euro e di alcuni altri Stati membri dell'UE hanno approvato il Patto euro plus, un quadro di riferimento non vincolante per il coordinamento delle politiche che definisce degli obiettivi per migliorare, fra l'altro, la competitività e promuovere l'occupazione.

Il TSCG aggiunge alcuni altri dettagli al quadro per il coordinamento delle politiche. Le parti contraenti sottolineano in primo luogo il loro impegno nei confronti di una politica economica che favorisca l'ordinato funzionamento dell'UEM e di una crescita da conseguire mediante il rafforzamento della convergenza e della competitività. In secondo luogo, esse si dichiarano pronte a perseguire un maggiore coordinamento delle politiche economiche "se opportuno e necessario" attraverso: 1) il rafforzamento del coordinamento e della sorveglianza della disciplina di bilancio nei paesi dell'area dell'euro e l'adozione di linee guida specifiche per le politiche economiche nell'area; 2) il ricorso alla cooperazione rafforzata, che permette a un gruppo più ristretto di Stati membri dell'UE di cooperare più strettamente quando il resto dei paesi non è disponibile in questo senso. In terzo luogo le parti contraenti assicurano di discutere *ex ante* e, ove appropriato, coordinare fra loro tutti i progetti di riforma economica particolarmente rilevanti, ai fini di una valutazione comparativa delle migliori prassi.

1) Gli strumenti principali per il coordinamento delle politiche economiche esistenti prima della crisi erano costituiti dagli orientamenti integrati specificati nella Strategia di Lisbona, comprendenti gli Indirizzi di massima per le politiche economiche e gli Orientamenti per l'occupazione (artt. 121 e 148, rispettivamente, del Trattato). Ogni anno gli Stati membri presentano i propri Programmi di stabilità o di convergenza e i propri Programmi nazionali di riforma nei quali sono delineate le misure che intendono attuare. Nel mese di giugno del 2010 la Strategia Europa 2020 ha sostituito quella di Lisbona definendo cinque obiettivi generali per ambiti specifici della politica economica (quali la crescita dell'occupazione o gli investimenti in ricerca e sviluppo). Ulteriori dettagli sugli strumenti disponibili per il coordinamento delle politiche macroeconomiche sono disponibili anche nell'articolo *La riforma della governance economica nell'area dell'euro: elementi essenziali* nel numero di marzo 2011 di questo Bollettino.

Il TSCG riconferma nell'insieme che le politiche economiche restano per lo più di competenza degli Stati membri e aggiunge impegni solo generici verso un maggiore coordinamento mirante a promuovere la convergenza e la competitività. Benché positivi, tali impegni mancano di specificità in quanto non definiscono obiettivi concreti, misure strutturali da adottare né la tempistica dei progressi attesi. In particolare, se si eccettua un "considerando", il TSCG non cita esplicitamente il Patto euro plus e non lo trasforma in uno strumento vincolante. Ne richiama invece in termini generici i quattro obiettivi<sup>2)</sup>, senza tuttavia introdurre gli elementi necessari ad assicurarne l'applicabilità giuridica.

In aggiunta, il TSCG non introduce strumenti nuovi né rafforza quelli esistenti in modo tale da permettere all'UE di richiedere l'attuazione di riforme specifiche a livello nazionale ove esista il rischio di compromettere l'ordinato funzionamento dell'UEM. Le parti contraenti devono quindi ricorrere pienamente agli strumenti già definiti nei Trattati dell'UE per attuare le riforme necessarie.

Per migliorare le caratteristiche strutturali delle economie degli Stati membri appartenenti all'area dell'euro, il coordinamento delle politiche economiche deve essere orientato verso una valutazione comparativa delle politiche nazionali rispetto alle migliori prassi internazionali. In particolare, la discussione *ex ante* e, ove appropriato, il coordinamento delle riforme economiche dovrebbero permettere ai membri dell'area di portare avanti progetti di riforma ambiziosi fornendo nel contempo un sostegno sufficiente ai paesi che dovessero procedere più lentamente. Nei casi in cui la mancata attuazione di riforme urgenti rischia di danneggiare altri paesi, dovrebbe essere tuttavia prevista la possibilità di dare istruzioni al paese interessato affinché adotti le misure necessarie. Ulteriori passi in questo senso sono da accogliere con grande favore.

Fra i progetti di riforma più urgenti per gran parte degli Stati membri figura l'eliminazione delle rigidità nei mercati dei beni e dei servizi e in quello del lavoro. Come la BCE ha fatto presente in diverse occasioni<sup>3)</sup>, tali rigidità pongono rischi significativi per l'ordinato funzionamento dell'UEM. Per porre rimedio a tale situazione è necessario rimuovere gli ostacoli alla concorrenza nei mercati dei beni e dei servizi liberalizzando l'accesso alle professioni, agevolando l'ingresso di nuove imprese (grazie all'eliminazione dei vincoli burocratici) e rafforzando le autorità preposte alla tutela della concorrenza. La liberalizzazione nel settore dei servizi è necessaria in particolare per accrescere la concorrenza e favorire il necessario aggiustamento dei prezzi relativi nei paesi che hanno registrato perdite di competitività. A questo proposito, la piena attuazione della Direttiva sui servizi sosterrà ulteriormente l'integrazione dei mercati dei servizi e agirà quindi in senso positivo sulla concorrenza.

Inoltre, dati gli alti livelli di disoccupazione in molti Stati membri, è necessario accrescere la flessibilità del mercato del lavoro. Nello specifico, la flessibilità dei salari renderebbe possibile un grado appropriato di differenziazione retributiva tra le diverse tipologie di lavoratori e favorirebbe l'assunzione dei giovani, delle donne e dei lavoratori più anziani. Le rigidità nel mercato del lavoro vanno affrontate riducendo la protezione prevista per i lavoratori con contratti a tempo

2) I quattro obiettivi sono: 1) promuovere la competitività, 2) favorire la crescita dell'occupazione, 3) assicurare la sostenibilità dei conti pubblici, 4) rafforzare la stabilità finanziaria.

3) Cfr., ad esempio il riquadro *Aggiornamento 2008 degli orientamenti integrati per le politiche economiche della strategia di Lisbona* nel numero di aprile 2008 di questo Bollettino (e le precedenti valutazioni pubblicate nei numeri di aprile 2007 e di gennaio 2006), il riquadro *Le priorità di politica strutturale per l'area dell'euro* nel numero di aprile 2009 e l'articolo *Ripercussioni della recente recessione sui mercati del lavoro nell'area dell'euro* nel numero di luglio 2010.

indeterminato. Altre riforme necessarie per ridurre le strozzature e promuovere la flessibilità includono la riduzione dei salari minimi, l'eliminazione dei meccanismi di indicizzazione salariale e il rafforzamento della contrattazione aziendale per adeguare retribuzioni e condizioni di lavoro alle esigenze specifiche delle singole imprese.

I governi devono urgentemente intensificare gli sforzi per l'attuazione delle riforme strutturali con lo scopo di recuperare competitività e, quel che è più importante, correggere gli squilibri macroeconomici esistenti. Quest'ultimo punto è essenziale per ridurre la vulnerabilità delle singole economie e dell'insieme dell'area dell'euro. Una migliore competitività promuove la produttività e la crescita potenziale, che a loro volta agevolano la sostenibilità delle finanze pubbliche. Nel contempo, le riforme volte a migliorare la competitività contribuiscono anche ad attenuare le pressioni sui prezzi<sup>4)</sup>.

4) L'evidenza empirica recente conferma che le rigidità nei mercati dei beni e dei servizi e in quello del lavoro tendono ad accrescere la persistenza dell'inflazione. Inoltre, quando la determinazione dei salari non avviene a livello di singola impresa, è più probabile che gli shock sui prezzi delle materie prime si traducano in aumenti retributivi (cfr. ad esempio Jaumotte, F. e Morsy, H., *Determinants of Inflation in the Euro Area: the Role of Labour and Product Market Institutions*, Working Paper dell'FMI, WP/12/37, gennaio 2012).

## Riquadro 2

### LA GOVERNANCE DELL'AREA DELL'EURO

Il miglioramento della *governance* dell'area dell'euro costituisce un elemento importante del Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla *governance* (TSCG), come riflesso in particolare nel Titolo V dello stesso ("*Governance* della zona euro"). Il TSCG prevede principalmente un rafforzamento del Vertice euro, come istanza per il regolare coordinamento, oltre che del ruolo dei parlamenti nazionali ed europei. Questi aspetti sono analizzati in maggiore dettaglio in questo riquadro.

Il TSCG prevede che i capi di Stato o di governo degli Stati membri dell'UE appartenenti all'area dell'euro si incontrino almeno due volte l'anno nelle riunioni del Vertice euro per discutere di questioni specifiche relative all'area e include una serie di disposizioni dettagliate sull'organizzazione delle riunioni e la partecipazione alle stesse. In particolare, esso stabilisce che le riunioni siano preparate dal Presidente del Vertice euro (nominato dai capi di Stato o di governo delle parti contraenti la cui moneta è l'euro) di stretto concerto con il Presidente della Commissione europea e con il Presidente dell'Eurogruppo. Alle riunioni sarà invitato il Presidente della BCE. Il Presidente del Vertice euro tiene strettamente informati gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro dei preparativi e degli esiti delle riunioni del Vertice euro.

Il riconoscimento formale del Vertice euro risulta utile per tre motivi. In primo luogo favorisce il coinvolgimento e l'assunzione di responsabilità per l'ordinato funzionamento dell'area dell'euro al livello politico più elevato. La discussione esplicita delle responsabilità specifiche connesse con l'appartenenza all'area dell'euro contribuisce a far sì che si tenga conto dei possibili effetti di contagio sul resto dell'area dell'euro e dell'UE nel formulare le politiche interne. In secondo luogo, in considerazione dell'ampio mandato dei capi di Stato o di governo, gli orientamenti politici concordati nelle riunioni del Vertice euro possono includere ambiti esterni a quello di competenza dei ministri finanziari e ciò agevola il coordinamento di tutte le politiche settoriali e dei relativi strumenti (ad esempio in materia di competitività) che sono necessari per il corretto

funzionamento dell'Unione economica e monetaria (UEM). In questo modo, il Vertice euro può fornire un orientamento incisivo in diverse materie e quindi compensare in parte l'assenza di vincoli forti sulle politiche economiche (per esempio, nel campo della riforma del mercato del lavoro). Infine, il Vertice euro assicura che gli eventuali rischi per l'ordinato funzionamento dell'UEM e le questioni di politica economica e di *governance* figurino regolarmente nel programma di lavoro dei responsabili delle decisioni nell'area dell'euro al livello politico più alto. Tuttavia, il nuovo meccanismo di coordinamento attraverso le riunioni del Vertice euro resta, nella sostanza, un esercizio volontario. Inoltre, il successo di tali riunioni dipende anche da un'adeguata preparazione delle stesse da parte degli organi politici e tecnici subordinati.

Per assicurare al Vertice euro un grado adeguato di trasparenza e responsabilità, il TSCG prevede che il Parlamento europeo e i parlamenti nazionali svolgano un ruolo nella sua attuazione. Il Presidente del Parlamento europeo può essere invitato alle riunioni del Vertice e il Presidente di quest'ultimo riferisce a sua volta al Parlamento europeo sull'esito delle riunioni. Il TSCG contiene inoltre un riferimento esplicito alla possibilità, per le commissioni pertinenti del Parlamento europeo e dei parlamenti nazionali, di discutere assieme le politiche di bilancio e le altre questioni da esso affrontate.

Nelle riunioni del Vertice euro tenutesi nel 2011 sono state adottate ulteriori decisioni tese a rafforzare la *governance* dell'area dell'euro. Tali elementi, non ripresi nel TSCG, includono: (i) il rafforzamento della capacità decisionale dell'area dell'euro, in particolare attraverso un potenziamento permanente delle sue sottostrutture preparatorie e la scelta di un presidente del Gruppo di lavoro dell'Eurogruppo (*Eurogroup Working Group*, EWG) che operi a tempo pieno da Bruxelles; (ii) incontri regolari con cadenza mensile tra i presidenti del Vertice euro, della Commissione e dell'Eurogruppo<sup>1)</sup>.

Dal punto di vista della BCE è importante assicurare l'attuazione rigorosa del nuovo quadro di riferimento per la *governance*. Occorre utilizzare appieno la maggiore capacità decisionale dell'area dell'euro e i nuovi strumenti di sorveglianza per portare le politiche macroeconomiche, finanziarie e di bilancio nazionali su un percorso sostenibile, evitando l'emergere di squilibri potenzialmente destabilizzanti ed effetti negativi di contagio. È importante che tutti i soggetti coinvolti – e più in particolare la Commissione, l'Eurogruppo, il Consiglio e il Vertice euro – esercitino le necessarie pressioni sui paesi che minacciano la stabilità dell'area dell'euro nel suo insieme.

1) Cfr. l'allegato 1 della dichiarazione del Vertice euro del 26 ottobre 2011 ("Dieci misure per migliorare la governance della zona euro").

#### 4 VALUTAZIONE DEL PATTO DI BILANCIO

Per poter valutare adeguatamente se il patto di bilancio sia in grado di raggiungere i suoi obiettivi fondamentali di promozione della disciplina di bilancio e di miglioramento del PSC rafforzato, questa sezione mette a confronto gli elementi fondamentali del patto con le norme dell'UE

concernenti il meccanismo preventivo e correttivo del PSC rafforzato.

##### a) Il patto di bilancio e il meccanismo preventivo del Patto di stabilità e crescita rafforzato

Il patto di bilancio è sostanzialmente in linea con il meccanismo preventivo del PSC quanto alle disposizioni generali relative alla regola del pa-

reggio di bilancio e contiene di fatto riferimenti espliciti al PSC in tre ambiti (cfr. tavola 2): l'OMT, la clausola di salvaguardia e la valutazione di conformità con il percorso di aggiustamento.

In primo luogo, la regola del pareggio di bilancio richiama esplicitamente l'OMT del PSC, che richiede un saldo strutturale di bilancio dell'amministrazione pubblica prossimo al pareggio o in avanzo e consente un disavanzo massimo dell'1 per cento del PIL per i paesi dell'area dell'euro e per quelli appartenenti agli AEC II. Il limite generale per il disavanzo strutturale viene tuttavia fissato su un livello inferiore, pari allo 0,5 per cento del PIL, che può arrivare all'1 per cento solo quando il rapporto tra il debito pubblico e il PIL è significativamente inferiore al 60 per cento e i rischi sul piano della sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche sono bassi. In pratica la nuova regola del pareggio di bilancio non è comunque più ambiziosa delle esistenti disposizioni dell'UE, poiché al momento tutti i paesi dell'area dell'euro hanno OMT consistenti in un disavanzo strutturale pari o inferiore allo 0,5 per cento del PIL.

In secondo luogo, la clausola di salvaguardia relativa all'esistenza di circostanze eccezionali viene definita negli stessi termini del meccanismo preventivo del PSC. Le disposizioni dettagliate di quest'ultimo permettono anche – subordinatamente al rispetto di condizioni rigorose – deviazioni più consistenti dall'OMT o dal percorso di avvicinamento allo stesso in caso di importanti riforme strutturali o pensionistiche con effetti favorevoli sulla sostenibilità delle finanze pubbliche a più lungo termine.

In terzo luogo, la valutazione della rilevanza delle deviazioni dall'obiettivo di pareggio di bilancio o dal percorso di avvicinamento allo stesso è effettuata globalmente facendo riferimento al saldo strutturale e analizzando la spesa al netto delle entrate dovute a misure discrezionali ed è pertanto in linea con le disposizioni contenute nel PSC rafforzato<sup>17)</sup>.

Il patto di bilancio si differenzia tuttavia dal meccanismo preventivo del PSC per quattro ele-

menti fondamentali che, se attuati e fatti rispettare in modo rigoroso, costituiscono altrettanti sviluppi migliorativi.

Il primo è di ordine giuridico, in quanto gli elementi fondamentali del PSC (diritto secondario dell'UE) vengono introdotti in un trattato intergovernativo che comporta il recepimento degli stessi nell'ordinamento delle parti contraenti attraverso disposizioni di natura costituzionale (o equivalente, cfr. riquadro 3). Viene inoltre istituita una conferenza dei rappresentanti dei parlamenti nazionali e del Parlamento europeo, con competenza sulle materie incluse nel TSCG, compreso il patto di bilancio. Questi due aspetti possono accentuare il coinvolgimento dei singoli paesi, rafforzare l'ancoraggio della disciplina di bilancio nella normativa e nelle procedure nazionali e quindi determinare un più forte impegno a rispettare sane regole di bilancio.

Il secondo miglioramento consiste nella possibilità di incentivare i paesi membri a una convergenza più rapida verso i rispettivi OMT, in particolare se si tiene adeguatamente conto dei rischi specifici a ciascun paese sul piano della sostenibilità dei conti pubblici, aumentati considerevolmente per molti Stati membri dell'area dell'euro in conseguenza della crisi finanziaria. A questo fine la Commissione dovrà proporre un quadro temporale ambizioso e vincolante per tale convergenza, che vada oltre quanto richiesto dal PSC rafforzato. Una rapida convergenza verso gli OMT può favorire un ritorno di fiducia nei confronti della sostenibilità dei conti pubblici dei paesi dell'UEM e ristabilire la credibilità delle rispettive politiche di bilancio.

In terzo luogo, il patto di bilancio prevede un meccanismo automatico per l'adozione di misu-

17) Il nuovo codice di condotta per l'attuazione del PSC (dal 24 gennaio 2012) definisce come scostamento significativo la violazione di almeno un criterio e la conformità limitata con l'altro (cfr. tavola 2). Ciò potrebbe implicare che, se un paese continua a rispettare il criterio della spesa, una deviazione del saldo di bilancio strutturale rispetto all'OMT o al percorso di avvicinamento a tale obiettivo non è di per sé sufficiente a determinare uno scostamento significativo.

**Tavola 2 Raffronto tra il meccanismo preventivo del Patto di stabilità e crescita rafforzato e la regola del pareggio di bilancio contenuta nel patto di bilancio**

	<b>Patto di stabilità e crescita rafforzato (meccanismo preventivo)</b>	<b>Patto di bilancio (regola del pareggio di bilancio)</b>
Base giuridica	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Diritto secondario dell'UE</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Diritto primario (a livello intergovernativo e nazionale)</li> </ul>
Obiettivo di bilancio	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Prossimo al pareggio o in avanzo</li> <li>▪ Obiettivi di medio termine (OMT) differenziati per paese: disavanzo strutturale massimo dell'1 per cento del PIL per i paesi appartenenti all'area dell'euro</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ In pareggio o in avanzo</li> <li>▪ OMT differenziati per paese: disavanzo strutturale massimo dello 0,5 per cento del PIL (o al massimo dell'1 per cento se il rapporto debito/PIL è inferiore al 60 per cento e i rischi sul piano della sostenibilità a lungo termine sono bassi)</li> </ul>
Clausole di salvaguardia	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Grave recessione economica nell'area dell'euro o nell'intera UE</li> <li>▪ Evento inconsueto non soggetto al controllo del paese interessato con rilevanti ripercussioni finanziarie</li> <li>▪ Attuazione di riforme strutturali e/o pensionistiche (subordinatamente al rispetto di condizioni rigorose)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Riprende il disposto nel Patto di stabilità e crescita rafforzato (senza citare esplicitamente le riforme strutturali e/o pensionistiche)</li> </ul>
Convergenza verso l'obiettivo di bilancio	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Valutata sulla base della regola del saldo strutturale e di quella della spesa</li> <li>▪ Parametro di riferimento: un miglioramento annuale del saldo strutturale pari allo 0,5 per cento del PIL (maggiore nelle fasi di congiuntura economica favorevole e/o se il rapporto debito/PIL è superiore al 60 per cento o esistono rischi pronunciati per la sostenibilità del debito complessivo; potenzialmente inferiore nelle fasi di congiuntura economica negativa)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Rapida convergenza verso l'OMT (come da proposta dettagliata della Commissione) tenendo conto dei rischi sul piano della sostenibilità</li> <li>▪ Valutazione dei progressi, come nel Patto di stabilità e crescita rafforzato</li> </ul>
Valutazione dell'osservanza	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Deviazione significativa constatata (per uno Stato membro che non abbia raggiunto il proprio OMT) in caso di violazione contemporanea dei due criteri indicati qui di seguito (o di inosservanza di uno e osservanza limitata dell'altro) <ul style="list-style-type: none"> <li>– Criterio del disavanzo strutturale: scostamento rispetto al percorso di avvicinamento all'OMT pari ad almeno lo 0,5 per cento del PIL in un singolo anno o ad almeno lo 0,25 per cento del PIL in media all'anno in due anni consecutivi</li> <li>– Criterio della spesa: impatto negativo degli andamenti della spesa (al netto delle entrate dovute a misure discrezionali) sul percorso di aggiustamento del saldo di bilancio pari ad almeno lo 0,5 per cento del PIL in uno o, cumulativamente, due anni consecutivi</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ La valutazione delle "deviazioni significative dall'obiettivo di medio termine o dal percorso di avvicinamento a tale obiettivo" è in linea con il Patto di stabilità e crescita rafforzato</li> <li>▪ La Commissione proporrà principi comuni sul ruolo e l'indipendenza delle istituzioni responsabili del controllo dell'osservanza a livello nazionale</li> </ul>
Meccanismo correttivo	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Avvertimento della Commissione in caso di deviazione significativa dal percorso di avvicinamento all'OMT</li> <li>▪ Raccomandazione del Consiglio per l'adozione delle misure necessarie, in base a una raccomandazione della Commissione, con un termine non superiore a cinque mesi (tre mesi nei casi particolarmente gravi) per la correzione dello scostamento</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Attivazione automatica qualora si constatino deviazioni significative dall'OMT o dal percorso di avvicinamento allo stesso (compreso l'obbligo di attuare misure per correggere le deviazioni in un periodo di tempo definito)</li> <li>▪ Attuazione a livello nazionale sulla base di principi comuni proposti dalla Commissione e riguardanti in particolare la natura, la portata e i tempi dell'azione correttiva da intraprendere, anche in presenza di circostanze eccezionali</li> <li>▪ La correzione deve riguardare anche l'impatto cumulato delle deviazioni pregresse sulla dinamica del debito pubblico</li> </ul>
Applicazione	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ La Commissione può proporre sanzioni finanziarie (deposito fruttifero pari allo 0,2 per cento del PIL) in caso di mancata adozione di provvedimenti efficaci</li> <li>▪ Approvazione automatica (della sanzione) a meno che il Consiglio non respinga la raccomandazione della Commissione con voto a maggioranza qualificata degli Stati membri dell'UE appartenenti all'area dell'euro escluso il paese interessato</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ In aggiunta a quanto già previsto nel Patto di stabilità e crescita rafforzato, la Corte di giustizia europea può imporre sanzioni in caso di inadeguato recepimento della regola del pareggio di bilancio e del meccanismo di correzione nell'ordinamento nazionale</li> </ul>

Fonte: BCE.

re correttive, che sarà fondato su principi comuni proposti dalla Commissione. In tale contesto, è essenziale che quest'ultima elabori requisiti sufficientemente precisi, rigorosi e vincolanti per il meccanismo e per il suo recepimento negli ordinamenti nazionali. Poiché in passato in alcuni paesi il rapporto tra debito pubblico e PIL è sceso in misura insufficiente, quando non è addirittura aumentato, risulta essenziale che – come previsto dal patto – il meccanismo corregga in modo pieno e tempestivo gli effetti cumulati sul debito pubblico derivanti dalle deviazioni dagli OMT (comprese quelle giustificate dalla clausola di salvaguardia). È inoltre necessaria l'attivazione automatica delle misure correttive che dovranno essere attuate dalle parti contraenti entro un arco di tempo prestabilito. Ciò dovrebbe rendere meno attraente e più difficile la procrastinazione dei piani di risanamento dei conti pubblici. Il nuovo meccanismo dovrebbe configurarsi di fatto come un “freno al debito” e contribuire a prevenire e correggere condizioni di finanza pubblica insostenibili. Esso costituirebbe altresì un importante passo avanti rispetto al meccanismo preventivo del PSC, che mira a correggere gli scostamenti significativi dagli OMT o dal percorso di avvicinamento agli stessi ma non l'aumento del debito conseguente a tali sconfinamenti<sup>18)</sup>.

Il quarto miglioramento risiede nella possibilità di adire la Corte di giustizia per verificare il recepimento nell'ordinamento nazionale sia della regola del pareggio di bilancio sia del meccanismo di correzione automatica e nella facoltà della Corte di imporre sanzioni finanziarie ai paesi inadempienti. Il ruolo della Commissione a questo proposito si limita alla predisposizione di una relazione in cui segnala la possibilità di un mancato o insufficiente recepimento, in quanto solo le parti contraenti possono chiedere alla Corte di effettuare verifiche al riguardo. Per fare in modo che tali casi siano sottoposti all'attenzione della Corte, servono quindi in concreto procedure chiare e ben specificate. Il monitoraggio dell'osservanza della regola non è di competenza della Corte. Esso viene affidato a istituzioni nazionali con un certo grado di indipendenza, oltre che – evidentemente – all'intero

meccanismo di sorveglianza di bilancio previsto dal PSC e dalle altre norme dell'UE.

#### **b) Il patto di bilancio e il meccanismo correttivo del Patto di stabilità e crescita rafforzato**

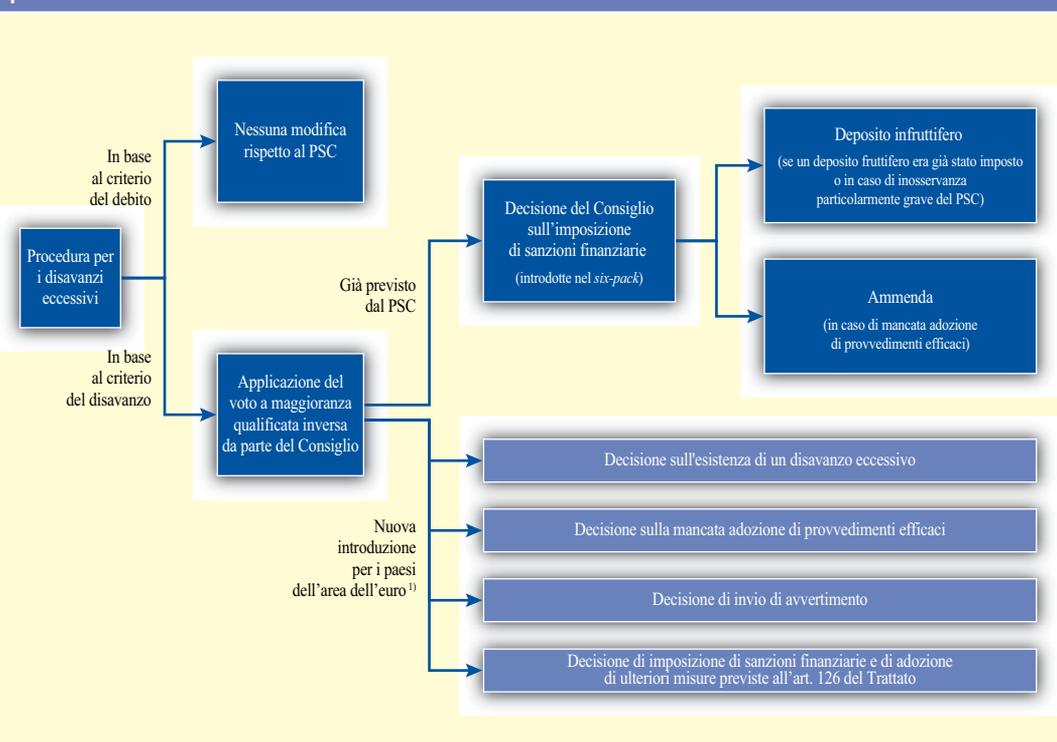
Il patto di bilancio accresce l'automaticità delle procedure previste dal meccanismo correttivo del PSC in caso di violazione del criterio del disavanzo da parte di un paese dell'area dell'euro. Le parti contraenti la cui moneta è l'euro si impegnano a sostenere le proposte o le raccomandazioni presentate dalla Commissione al Consiglio nel quadro di una procedura per i disavanzi eccessivi, a meno che una maggioranza qualificata di esse (senza tenere conto della posizione della parte contraente interessata) si opponga (cfr. la figura). L'introduzione di questo impegno per le misure procedurali importanti – quali l'avvio di una procedura per i disavanzi eccessivi, la decisione volta a stabilire se uno Stato membro appartenente all'area dell'euro abbia adottato provvedimenti efficaci e la possibile accelerazione della suddetta procedura – accresce l'automaticità rispetto al PSC rafforzato. Questo implica che, ad esempio, se la Commissione dovesse concludere che un paese dell'area dell'euro viola il criterio del disavanzo in quanto ha accumulato un disavanzo eccessivo e indirizzasse di conseguenza un parere allo Stato membro interessato e una proposta al Consiglio, la proposta sarebbe approvata a meno che vi sia opposizione da parte di una maggioranza qualificata dei paesi dell'area membri del Consiglio<sup>19)</sup>.

Una fonte rilevante di debolezza del patto di bilancio consiste tuttavia nel fatto che questa votazione a maggioranza qualificata inversa non si applica alla violazione del criterio del debito da parte di un paese dell'area dell'euro, per la

18) Si potrebbe sostenere che, per i paesi con un debito pubblico superiore al 60 per cento del PIL, il parametro di riferimento numerico di una riduzione di tale eccedenza a un ritmo medio di un ventesimo all'anno costituisca un tentativo di assicurare la correzione degli sconfinamenti pregressi.

19) Va rilevato che, dall'entrata in vigore del Trattato di Lisbona il 1° dicembre 2009, solo gli Stati membri dell'UE la cui moneta è l'euro hanno diritto di voto in Consiglio per le misure connesse con i disavanzi eccessivi dei paesi appartenenti all'area dell'euro.

## Raffronto tra il meccanismo correttivo del Patto di stabilità e crescita (PSC) rafforzato e il patto di bilancio



Fonte: BCE.

Note: ai sensi del PSC rafforzato, una procedura per i disavanzi eccessivi può essere avviata in caso di inosservanza del criterio relativo al disavanzo e/o di quello concernente il debito. Il patto di bilancio rafforza il processo decisionale previsto per la procedura nei casi di inosservanza da parte di un paese dell'area dell'euro del criterio relativo al disavanzo, ma non in quelli di inosservanza del criterio concernente il debito. Il patto prevede in particolare che nelle fasi importanti della procedura (evidenziate in blu chiaro), per le quali l'art. 126 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea richiede il voto a maggioranza qualificata, le decisioni siano assunte dai paesi dell'area con votazione a maggioranza qualificata inversa. Ciò accresce l'automaticità della procedura per i disavanzi eccessivi dopo una violazione del criterio relativo al disavanzo. Se uno Stato membro non ottempera ripetutamente alle decisioni del Consiglio, quest'ultimo può adottare ulteriori provvedimenti ai sensi dell'art. 126 del Trattato. Esso può, ad esempio, chiedere allo Stato membro interessato di pubblicare informazioni aggiuntive o invitare la Banca europea per gli investimenti a riconsiderare la sua politica di prestito nei confronti di tale Stato.

1) Ai sensi dell'articolo 7 del Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla *governance*, le parti contraenti la cui moneta è l'euro si impegnano a sostenere le proposte o le raccomandazioni presentate dalla Commissione europea.

quale resta valida la procedura di decisione prevista dall'articolo 126 del Trattato (approvazione a maggioranza qualificata degli Stati membri dell'UE appartenenti all'area dell'euro escluso il paese interessato). Inoltre, il patto di bilancio non riguarda la procedura per i disavanzi eccessivi per gli Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro.

La maggiore automaticità prevista dal patto di bilancio per i paesi dell'area dell'euro che violano il criterio del disavanzo sembra nell'insieme costituire un passo nella direzione giusta, poiché riduce il margine di discrezionalità politica nel quadro della procedura per i disavanzi eccessivi e accresce la probabilità di un'applica-

zione rigorosa delle regole e delle sanzioni. Ciò colma (sebbene solo in parte) una grave lacuna del meccanismo correttivo del PSC e rafforza a sua volta gli incentivi per l'attuazione di sane politiche di bilancio.

Il miglioramento dipende tuttavia, in generale, dalla rigorosa osservanza dell'impegno assunto dalle parti contraenti la cui moneta è l'euro a votare in favore delle proposte e delle raccomandazioni formulate dalla Commissione nel quadro di una procedura per i disavanzi eccessivi dopo una violazione del criterio del disavanzo a meno che una maggioranza qualificata delle stesse non si opponga. Risulta inoltre fondamentale che la Commissione si avvalga della

maggiore influenza conferitale nell'ambito della suddetta procedura adottando un approccio stringente per la valutazione dei disavanzi ed evitando decisioni influenzate da considerazioni politiche. Una valutazione più indipendente e rigorosa potrebbe essere favorita dalla

recente designazione del Commissario europeo per gli affari economici e monetari quale Vice-presidente della Commissione e Commissario per l'euro, oltre che dalla maggiore autonomia conferitagli in materia di decisioni nell'ambito della sorveglianza.

### Riquadro 3

#### IL RECEPIMENTO GIURIDICO DEL TRATTATO SULLA STABILITÀ, SUL COORDINAMENTO E SULLA GOVERNANCE

Il Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla *governance* nell'Unione economica e monetaria (TSCG) è stato firmato da 25 dei 27 Stati membri dell'Unione europea (UE) e si configura pertanto come trattato intergovernativo al di fuori dell'assetto giuridico dell'UE. Questo riquadro esamina alcune questioni concernenti il suo rapporto con il diritto nazionale e con quello dell'UE, concentrandosi sull'applicazione giuridica del patto di bilancio.

Per quanto concerne il rapporto con il diritto nazionale, gli Stati membri dell'UE che hanno ratificato il TSCG sono tenuti a recepire nei rispettivi ordinamenti una serie di elementi fondamentali del patto di bilancio con effetti diretti sulle politiche di bilancio interne. Il recepimento deve avvenire preferibilmente attraverso disposizioni di natura costituzionale. In determinate circostanze, è consentito il ricorso ad atti normativi di natura diversa purché di livello più elevato della legge di approvazione del bilancio annuale dello Stato. La legge di approvazione del bilancio annuale e il processo di predisposizione del bilancio stesso saranno di conseguenza soggetti alle norme contenenti gli elementi del patto di bilancio che le parti contraenti dovranno recepire nell'ordinamento nazionale, quali la regola del pareggio di bilancio e il meccanismo di correzione automatica, così come sarebbero soggetti alle disposizioni costituzionali. La constatazione di osservanza dell'obbligo di recepire il patto di bilancio negli ordinamenti giuridici nazionali è affidata alla Corte di giustizia dell'Unione europea sulla base di una relazione della Commissione.

Gran parte degli elementi fondamentali del patto di bilancio da recepire negli ordinamenti nazionali, in particolare i dettagli della regola del pareggio di bilancio e la possibilità di tener conto di circostanze eccezionali, è contenuta nel TSCG. Il recepimento di questi due aspetti specifici negli ordinamenti nazionali non richiede pertanto ulteriori sviluppi del diritto dell'UE né altre azioni da parte della Commissione. Per quanto concerne l'obbligo, esplicitamente introdotto dal TSCG, di garantire una rapida convergenza verso l'obiettivo di medio termine (OMT), il TSCG stabilisce che il quadro temporale delle azioni da intraprendere al riguardo sia proposto dalla Commissione.

Per il meccanismo di correzione attivato automaticamente in caso di deviazione dalla regola del pareggio di bilancio, il TSCG prevede un passo preliminare all'assunzione di iniziative da parte del legislatore nazionale. La Commissione europea dovrà infatti definire i principi comuni in base ai quali gli Stati membri dovranno procedere al recepimento nei rispettivi ordinamenti nazionali.

Il TSCG fornisce già un elenco di aspetti che dovranno essere comunque inclusi, in aggiunta ad eventuali altri elementi che la Commissione potrebbe decidere di aggiungere. Esso stabilisce infatti che i principi comuni riguarderanno fra l'altro la natura, la portata e il quadro temporale dell'azione correttiva da intraprendere – anche in presenza di circostanze eccezionali – in caso

di scostamento dalla regola del pareggio di bilancio. Come richiamato in un “considerando” del testo, il meccanismo dovrà altresì mirare a correggere l’impatto cumulato sulla dinamica del debito pubblico degli scostamenti dalla regola del pareggio di bilancio. I principi comuni dovranno anche riguardare il ruolo e l’indipendenza delle istituzioni responsabili del controllo dell’osservanza della suddetta regola a livello nazionale. Come stabilito nel TSCG, il meccanismo di correzione deve rispettare appieno le prerogative dei parlamenti nazionali.

Con riferimento al rapporto con il diritto dell’UE, come conseguenza evidente della natura vincolante dello stesso, il TSCG dovrà essere applicato nel rispetto dei trattati su cui si fonda l’Unione e delle normative dell’UE (comprese quelle procedurali per l’adozione della legislazione secondaria). Esso può essere integrato da atti legislativi secondari dell’UE, come peraltro indicato nei “considerando”, in particolare per quanto concerne: 1) le modalità della comunicazione *ex ante* dei piani di emissione del debito, 2) la portata dei programmi di partenariato economico che illustrino nel dettaglio le riforme strutturali per gli Stati membri soggetti a procedura per i disavanzi eccessivi, 3) il coordinamento delle riforme economiche particolarmente rilevanti previste dagli Stati membri.

Il TSCG entrerà in vigore dopo la ratifica da parte di almeno 12 paesi dell’area dell’euro e si applicherà a tutti gli Stati membri dell’UE, appartenenti o meno all’area dell’euro, che lo avranno ratificato. Tuttavia, almeno in una prima fase, alcuni degli atti legislativi secondari che integreranno il TSCG saranno fondati sull’art. 136 del Trattato e si applicheranno quindi alle sole parti contraenti la cui moneta è l’euro. Per questo motivo, in una fase successiva, sarà necessario adottare provvedimenti legislativi che ne estendano l’applicazione all’intera UE. Nel frattempo, nulla osta a che gli Stati membri non appartenenti all’area dell’euro applichino quanto stabilito nel TSCG attraverso leggi nazionali. Vale inoltre la pena di ricordare che il TSCG stesso ha il fine esplicito di essere incorporato nell’ordinamento giuridico dell’UE al più tardi entro cinque anni dalla sua entrata in vigore, sulla base dell’esperienza maturata.

## 5 CONCLUSIONI

Dopo l’entrata in vigore del quadro rafforzato per la *governance* economica dell’UE a dicembre 2011, l’accordo sul TSCG e in particolare il patto di bilancio costituiscono un passo positivo verso un quadro di riferimento più solido basato su regole. L’obbligo di recepimento della regola del pareggio di bilancio e del meccanismo automatico di correzione a livello nazionale dovrebbe accrescere l’impegno dei singoli paesi verso finanze pubbliche sane e sostenibili. Il rigore nell’attuazione e nell’applicazione delle nuove norme, che integrano quelle contenute nel PSC, dovrebbero favorire l’efficace prevenzione di politiche di bilancio insostenibili.

In tale contesto risulta essenziale che il meccanismo automatico, i cui principi comuni sa-

ranno elaborati dalla Commissione, assicuri la correzione efficace degli sconfinamenti accumulatisi in passato come previsto nel patto di bilancio. La Commissione dovrà inoltre proporre calendari di rapida convergenza verso gli OMT nazionali, al di là degli attuali requisiti del PSC, tenendo conto dei rischi specifici dei singoli paesi sul piano della sostenibilità. Essa svolge altresì un ruolo cruciale in quanto riferisce sull’adeguato recepimento della regola del pareggio di bilancio nell’ordinamento nazionale delle parti contraenti e propone principi comuni riguardanti le funzioni e l’indipendenza delle istituzioni nazionali responsabili della sorveglianza.

È necessario assicurare un ampio coinvolgimento a livello nazionale. Ciò vuol dire che Parlamento, Governo e istituzioni preposte alla

sorveglianza devono dimostrarsi all'altezza dello spirito del TSCG e garantire il pieno rispetto della regola del pareggio di bilancio. Ciò è fondamentale per ancorare la disciplina di bilancio e le aspettative degli operatori circa la sostenibilità delle finanze pubbliche in Europa, con conseguenti effetti favorevoli sulla crescita nel medio periodo.

A livello di Unione europea, la maggiore automaticità rispetto della procedura per i disavanzi eccessivi prevista dal PSC dovrebbe agevolare la rigorosa applicazione del limite per il disavanzo nei paesi appartenenti all'area dell'euro.

Il patto di bilancio colma alcune delle lacune residue nel quadro per la *governance* dei conti pubblici, ma la sua efficacia e credibilità restano subordinate a una rigorosa attuazione della sorveglianza sulle politiche di bilancio da parte della Commissione e al ricorso limitato alla discrezionalità politica da parte del Consiglio. In-

fine, la complessità del quadro complessivo non è stata ridotta poiché il patto aggiunge sostanzialmente un ulteriore livello rispetto alle regole previste dal PSC.

In prospettiva, per affrontare le carenze rimanenti, saranno necessari passi ambiziosi tesi a migliorare il quadro di riferimento per i conti pubblici nell'UE e in particolare nei paesi dell'area dell'euro. Una vulnerabilità generale del sistema esistente consiste nel fatto che non prevede strumenti per i casi di pernicioso deriva delle politiche fiscali di un paese malgrado i rigorosi meccanismi di sorveglianza, applicazione e correzione. Una soluzione potrebbe consistere nel conferire alle istituzioni europee le competenze necessarie per obbligare di fatto gli Stati membri dell'area dell'euro - in misura graduale, al deteriorarsi della situazione - ad adottare le necessarie decisioni di bilancio. Ciò dovrebbe fornire incentivi credibili per l'adozione di politiche fiscali sane.



# LA RECENTE CRISI FINANZIARIA NEGLI STATI UNITI E NELL'AREA DELL'EURO CONFRONTATA ALL'ESPERIENZA DEL GIAPPONE NEGLI ANNI '90



*La crisi finanziaria mondiale, iniziata come crisi del debito sub-prime negli Stati Uniti, ha attraversato fasi diverse, l'ultima delle quali è costituita dalla crisi dei debiti sovrani dell'area dell'euro. Tale evoluzione ha portato a una forte correzione della dinamica di crescita negli Stati Uniti e nell'area dell'euro. A una grave recessione ha fatto seguito una ripresa relativamente contenuta e per i prossimi anni ci si attende un periodo di espansione modesta. Di conseguenza, vari osservatori hanno paragonato l'attuale situazione negli Stati Uniti e nell'area dell'euro al cosiddetto "decennio perso" del Giappone negli anni '90. È questo l'episodio più recente in cui un'economia avanzata ha registrato un prolungato aggiustamento dei bilanci settoriali, una persistente debolezza dell'attività economica, un rapido aumento del debito pubblico e una brusca e protratta correzione al ribasso dei prezzi delle attività.*

*Sussistono tuttavia differenze importanti tra gli squilibri verificatisi in Giappone e quelli che hanno innescato la recente crisi finanziaria osservata negli Stati Uniti e nell'area dell'euro. In Giappone era principalmente il settore societario a dover correggere una leva finanziaria eccessiva, mentre negli Stati Uniti i problemi di bilancio gravavano sulle famiglie, in seguito al boom degli immobili residenziali e del credito. Al contempo, nell'area dell'euro i problemi di bilancio erano meno evidenti a livello aggregato, ma con il progredire della crisi finanziaria, gli squilibri regionali si sono acuiti e il grado di leva in alcuni Stati membri dell'area dell'euro è divenuto eccessivo. Inoltre, il grave deterioramento dei saldi di bilancio ha comportato altresì maggiori rischi per la sostenibilità del debito pubblico, dando origine alla crisi del debito sovrano in vari paesi dell'area dell'euro e altrove.*

*Le significative differenze nelle cause economiche alla base del "decennio perso" del Giappone e nella relativa risposta di policy rispetto alla crisi finanziaria negli Stati Uniti e nell'area dell'euro suggeriscono che ciascuna crisi è a se stante e che è piuttosto improbabile che gli Stati Uniti e l'area dell'euro seguano la medesima evoluzione del Giappone. Allo stesso tempo, però, l'esperienza di quest'ultimo paese mette in evidenza la difficoltà che le economie uscenti da recessioni di bilancio e tenute a riassorbire squilibri ingenti incontrano nel ripristinare prospettive di crescita e conseguire una ripresa sostenibile e duratura. Un insegnamento consiste nel fatto che occorre risanare il sistema finanziario prima che possa affermarsi una ripresa economica durevole. Un altro insegnamento è che, in assenza di riforme o in caso di una loro attuazione ritardata, la ripresa può essere lenta, fragile e soggetta a inversioni, mentre i problemi derivanti dalle carenze strutturali sono destinati a ripresentarsi.*

## I INTRODUZIONE

La recente crisi finanziaria ha bruscamente cambiato la dinamica di crescita negli Stati Uniti e nell'area dell'euro. Alla grave recessione del 2008-2009 ha fatto seguito una ripresa piuttosto contenuta in termini storici. Le proiezioni di crescita suggeriscono un ulteriore periodo di espansione piuttosto debole nei prossimi anni. I fattori alla base dei risultati di crescita relativamente insoddisfacenti sono vari; una componente è l'esigenza di risanare i bilanci allorché i settori pubblico e privato in alcuni paesi cercano di riassorbire gli eccessi passati. Ciò ha indotto gli osservatori a paragonare l'attuale situazione negli Stati Uniti e nell'area dell'euro al cosiddetto "decennio perso" del Giappone negli anni '90,

l'episodio più recente in cui un'economia avanzata ha registrato un periodo di prolungato aggiustamento dei bilanci, di attività stagnante e di rapido incremento del debito pubblico in seguito a una brusca correzione dei prezzi delle attività<sup>1)</sup>. Il presente articolo passa in rassegna l'esperienza giapponese e le implicazioni di prolungati periodi di aggiustamento dei bilanci, rilevando le analogie con le circostanze attuali e ricavandone possibili insegnamenti.

I raffronti con la situazione corrente vanno valutati con una certa cautela: un particolare episodio

1) Cfr., ad esempio, Shirakawa, M., "Deleveraging and Growth: Is the Developed World Following Japan's Long and Winding Road?", lezione tenuta alla London School of Economics il 10 gennaio 2012.

storico non può fornire un modello preciso per eventi successivi e, di fatto, sussistono differenze rilevanti tra il tipo di squilibri verificatisi in Giappone e quelli all'origine della recente crisi finanziaria che ha colpito gli Stati Uniti e l'area dell'euro. Le successive correzioni sono anche state determinate dalle particolari caratteristiche strutturali di ciascuna economia, dalle condizioni delle relative finanze pubbliche e dalle risposte di *policy*. Nondimeno, i confronti tra paesi possono mettere in luce alcune delle cause e conseguenze di periodi in cui si svolgono processi di aggiustamento considerevole e persistente dei bilanci.

Il confronto risulta particolarmente arduo per l'area dell'euro, date le esperienze eterogenee dei paesi che ne fanno parte dall'inizio della crisi. Per quanto possibile, il presente articolo si incentra sul complesso dell'area. Tuttavia, è altresì necessaria una prospettiva per singolo paese (trattata in un riquadro a parte), soprat-

tutto dal momento che le sfide che alcuni paesi dell'area dell'euro hanno dovuto fronteggiare sembrano abbastanza assimilabili alle difficoltà che comporta una correzione dei bilanci.

L'articolo è strutturato come segue. Dopo una breve rassegna dell'esperienza giapponese (cfr. riquadro 1), la sezione 2 descrive la natura e l'entità degli squilibri accumulatisi prima della crisi in Giappone negli anni '90 e di quelli attuali negli Stati Uniti e nell'area dell'euro. La sezione 3 illustra il modo in cui la variegata natura dei problemi di bilancio ha determinato il successivo aggiustamento, mentre il riquadro 2 analizza in maggiore dettaglio l'esperienza dei paesi dell'area dell'euro. La sezione 4 verte sulle implicazioni a più lungo termine delle crisi. La sezione 5 mette in evidenza l'importante ruolo svolto dal settore finanziario nella soluzione di tali problemi. La sezione 6 illustra la risposta di *policy* e la sezione 7 trae le conclusioni.

#### Riquadro 1

##### L'ESPERIENZA ECONOMICA DEL GIAPPONE NEGLI ANNI '90

Sulla scia di un crollo dei prezzi delle azioni e degli immobili nel 1990-1991, l'economia giapponese ha registrato un prolungato periodo di aggiustamento dei bilanci durante gli anni '90. Una ripresa più sostenuta dell'attività economica non si è affermata prima del 2003 ed è stato solo nel 2005 che l'espansione del credito è divenuta positiva.

##### Impatto della riduzione della leva finanziaria da parte delle imprese su investimenti e crescita

Gli squilibri economici si erano accumulati durante il boom degli investimenti alla fine degli anni '80. Allora il settore societario si era fortemente indebitato nei confronti delle banche, in genere stanziando immobili in garanzia. La brusca flessione delle quotazioni immobiliari ha ridotto il valore delle garanzie, costringendo le imprese a risanare i bilanci. Questo processo di riduzione della leva finanziaria si è manifestato con un aumento del risparmio delle imprese, un protratto calo degli investimenti privati e una stagnazione degli utili societari durante tutti gli anni '90. Tuttavia, il carattere nazionale della crisi ha fatto sì che il riequilibrio del Giappone potesse in parte essere conseguito attraverso la crescita delle esportazioni nette sullo sfondo di un aumento della domanda mondiale, sebbene la ripresa del paese trainata dalle esportazioni sia stata frenata dalla crisi asiatica del 1997 e da due periodi di rapido apprezzamento dello yen nel 1993-1994 e nel 1998-1999<sup>1)</sup>.

1) Cfr. Sekine, T. (1999), *Firm-Investment and Balance-Sheet Problems in Japan*, Working Paper dell'FMI, n. WP/99/111; Kanaya, A. e D. Woo (2000), *The Japanese Banking Crisis of the 1990s: Sources and Lessons*, Working Paper dell'FMI, n. WP/00/7; Callen, T e J.D. Ostry (2003), *Japan's Lost Decade. Policies for Economic Revival*, FMI.

## Ripercussioni dei problemi nel settore bancario sull'economia

Nel tentativo di limitare le perdite nel breve periodo le banche giapponesi, che avevano bassi livelli di patrimonializzazione, hanno erogato inizialmente prestiti a imprese insolventi, fenomeno spesso definito come “zombie lending”. Le autorità hanno esitato a rafforzare la vigilanza bancaria e a scoraggiare questa tolleranza nella regolamentazione, rinviando così la cancellazione dei prestiti e la ricapitalizzazione. Impegnate per anni a fronteggiare il debito in sofferenza, le banche hanno ridotto la concessione di prestiti a nuove imprese, circostanza che ha generato distorsioni nella distribuzione del credito e che, in ultima analisi, ha accentuato la crisi finanziaria, posticipando una ripresa vigorosa. Lo “zombie lending” potrebbe aver ostacolato l'ingresso nel mercato di imprese più efficienti, frenando l'innovazione e la crescita della produttività nel lungo periodo<sup>2)</sup>. Analogamente, la grande rilevanza attribuita tradizionalmente alla sicurezza del posto di lavoro in Giappone potrebbe aver ridotto la flessibilità ostacolando le correzioni per settore nell'economia. L'aggiustamento del mercato del lavoro si è incentrato sui salari: il tasso di disoccupazione ha evidenziato un lieve aumento mentre i salari nominali si sono ridotti rapidamente, il che avrebbe contribuito a condurre il Giappone in deflazione a partire dalla fine degli anni '90. Le pressioni deflazionistiche si sono manifestate soprattutto nei prezzi dei beni, a indicazione del fatto che hanno rivestito importanza anche altri fattori, come una forte concorrenza nelle importazioni e un notevole *output gap*<sup>3)</sup>. Inoltre, le incerte prospettive per la crescita economica all'epoca hanno indotto un differimento dei piani di investimento e consumo, esercitando un'ulteriore pressione al ribasso sui prezzi<sup>4)</sup>.

Sebbene il decennio perso del Giappone sia in genere attribuito alla riduzione del grado di leva finanziaria e ai problemi nell'intermediazione, è importante osservare che anche le carenze strutturali potrebbero aver svolto un ruolo importante. Alcuni studi hanno suggerito che il decennio di stagnazione economica in Giappone potrebbe essere stato connesso a un graduale completamento del processo di “convergenza” con l'avvicinarsi del paese alla frontiera tecnologica, circostanza che in ultima analisi ha limitato ulteriori incrementi di produttività<sup>5)</sup>. Inoltre, l'economia giapponese ha subito un'evoluzione demografica sfavorevole a partire dagli anni '90, poiché la popolazione in età lavorativa ha invertito la crescita tendenziale precedente e ha iniziato a diminuire. Anche questa dinamica ha reso più difficile assorbire l'eccedenza dell'offerta di abitazioni.

## La risposta di policy alla crisi

Nonostante un certo margine di manovra iniziale prima di raggiungere la soglia inferiore dei tassi di interesse pari a zero, la politica monetaria ha risposto lentamente alla crisi, in parte perché – neanche a due anni dal crollo dei mercati azionari – né la banca centrale né altri osservatori hanno previsto un protratto rallentamento dell'economia<sup>6)</sup>. Poiché anche le attese di inflazione sono ri-

2) Caballero, R.J., T. Hoshi e A.K. Kashyap (2008), “Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan”, *American Economic Review*, n. 98, pp. 1943-1977; Peek, J. ed E. Rosengren (2005), “Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan”, *American Economic Review*, n. 95, pp. 1144-1166; Nishimura, K.G. e Y Kawamoto (2003), “Why does the problem persist? ‘Rational Rigidity’ and the plight of Japanese banks”, *The World Economy*, vol. 26, pp. 301-324.

3) Baba, N., N. Oda, M. Shirakawa, K. Ueda e H. Ugai, H. (2005), “Japan's deflation, problems in the financial system, and monetary policy”, *Monetary and Economic Studies*, vol. 23, pp. 47-111.

4) Kimura, T., T. Shimatani, K. Sakura e T. Nishida (2010), *The role of money and growth expectations in price determination mechanism*, Working Paper della Banca del Giappone, n. 10-E-11.

5) Hayashi, M. ed E. Prescott (2002), “The 1990s in Japan: A Lost Decade”, *Review of Economic Dynamics*, n. 5, pp. 206-235.

6) Ahearne, A., J. Gagnon, J. Haltmaier e S. Kamin (2002), *Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s*, International Finance Discussion Paper del Federal Reserve Board, n. 2002-729.

maste basse, i tassi di interesse reali a lungo termine si sono così mantenuti relativamente elevati, mentre il credito si contraeva. Durante questo periodo, l'efficacia del meccanismo di trasmissione monetaria potrebbe essere stata ostacolata dai problemi di fondo nel settore privato, che non sono stati affrontati dalle autorità di regolamentazione<sup>7)</sup>. Dal momento che le persistenti pressioni deflazionistiche non venivano meno, la Banca del Giappone è infine tornata a misure non convenzionali di politica monetaria. La sua politica di "allentamento quantitativo", condotta dal 2001 al 2006, potrebbe aver contribuito al riaffiorare di tassi di inflazione leggermente positivi.

Dal lato della finanza pubblica, il debito pubblico inizialmente contenuto del Giappone e l'ampio avanzo di conto corrente hanno indotto il governo a contrastare la stagnazione economica con stimoli fiscali. Inoltre, agli inizi degli anni '90 anche il peggioramento delle entrate e la crescente spesa previdenziale hanno contribuito all'aumento del disavanzo di bilancio. Per risanare le finanze pubbliche, il governo ha innalzato le imposte sul valore aggiunto nel 1997 in concomitanza con l'inizio della crisi asiatica, misura che secondo alcuni osservatori avrebbe differito la ripresa<sup>8)</sup>. A partire dal 1998 la politica di bilancio è diventata sempre più espansiva sebbene l'impulso derivante dalla spesa aggiuntiva sia rimasto limitato, in parte perché i moltiplicatori della spesa nei conti pubblici sono diminuiti dopo il 1990<sup>9)</sup>. Ciò ha rispecchiato uno spostamento dalla spesa pubblica per investimenti a quella previdenziale. Inoltre, nel contesto della riduzione della leva finanziaria in corso, il settore privato potrebbe essere stato meno sensibile allo stimolo fiscale. Negli anni le politiche di bilancio espansive hanno posto sotto tensione i livelli del debito pubblico, che ha superato il 200 per cento del PIL nel 2010.

7) Cfr. il riquadro 2 nell'articolo *La crescita della moneta e del credito dopo le crisi economiche e finanziarie: una prospettiva storica internazionale* nel numero di febbraio 2012 di questo Bollettino.

8) Posen, A. (2004), "It takes more than a bubble to become Japan" in Richards, A. (ed.), *Asset Prices and Monetary Policy*, Reserve Bank of Australia; Posen, A. (2010), *The Realities and Relevance of Japan's Great Recession: Neither Ran no Rashomon*, Working Paper del Peterson Institute for International Economics, WP 10-7.

9) Syed, M., K. Kang e K. Tokuda (2009), "Lost Decade" in *Translation: What Japan's crisis could portend about recovery from the Great Recession*, Working Paper dell'FMI, n. WP/09/282, 2009; Hemming, R., M. Kell e S. Mahfouz (2002), *The effectiveness of fiscal policy in stimulating economic activity – a review of literature*, Working Paper dell'FMI, n. WP/02/208.

## 2 LA NATURA E IL CONTESTO DELLE CRISI DI BILANCIO

La principale analogia tra l'esperienza giapponese degli anni '90 e la recente crisi negli Stati Uniti e nell'area dell'euro consiste nel fatto che entrambe possono essere considerate come "recessioni di bilancio", in cui segmenti del settore privato non finanziario sono stati costretti ad apportare significativi aggiustamenti alle posizioni di bilancio, sulla scorta di brusche correzioni dei prezzi delle attività che, a loro volta, erano state precedute da una forte espansione del credito. Tuttavia, la principale fonte dei problemi si è concentrata in settori diversi: in Giappone gli eccessi si erano verificati prevalentemente nel settore societario, in difficoltà per l'eccessiva leva finanziaria (cfr. riquadro 1), mentre negli Stati Uniti i problemi

di bilancio sono sorti soprattutto tra le famiglie, in seguito al *boom* del mercato immobiliare e del credito. Nell'area dell'euro, benché nella fase precedente alla crisi fossero altresì aumentati i prestiti, i problemi di bilancio specifici per settore erano meno evidenti a livello aggregato, ma preminenti in alcuni paesi, dando luogo a significativi squilibri regionali e a un grado eccessivo di leva in alcuni settori in singoli Stati membri dell'area, come si illustra nel riquadro 2.

Anche l'entità e la velocità del risanamento sono state diverse. Innanzitutto, la correzione dei prezzi delle attività nel settore immobiliare e il conseguente risanamento dei bilanci si sono verificati a un ritmo più veloce negli Stati Uniti rispetto al Giappone negli anni '90, mentre l'aggiustamento nell'area dell'euro è stato molto più

misurato. In secondo luogo, l'economia giapponese ha registrato uno shock relativamente più importante in termini di effetti ricchezza negativi derivanti dal calo dei prezzi immobiliari. In Giappone i settori delle società e delle famiglie hanno subito perdite ingenti sulle proprie attività immobiliari, mentre negli Stati Uniti e nell'area dell'euro sono state colpite soprattutto le famiglie (cfr. figure 1 e 2). Per l'aggregato dell'area dell'euro, il calo della ricchezza immobiliare è stato relativamente contenuto, ancorché vi sia stata una considerevole eterogeneità a livello nazionale per cui in alcuni paesi si è osservata una crescita eccessiva dei prezzi delle abitazioni e, di conseguenza, correzioni più marcate (cfr. riquadro 2). Mentre gli Stati Uniti hanno riportato un calo molto netto dei prezzi delle abitazioni, l'impatto complessivo sull'economia è stato frenato dal rapporto considerevolmente più basso tra ric-

chezza immobiliare e PIL nel paese (al massimo pari al 234 per cento, a fronte del 355 per cento del Giappone). In terzo luogo, il ciclo di forte ascesa e repentino calo (*boom-bust*) delle quotazioni azionarie e immobiliari è stato molto più persistente e simultaneo in Giappone, circostanza che ha accentuato lo shock. Per contro, i corsi azionari hanno evidenziato un recupero nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, mentre il Giappone ha registrato una stagnazione di un decennio (cfr. figure 3 e 4).

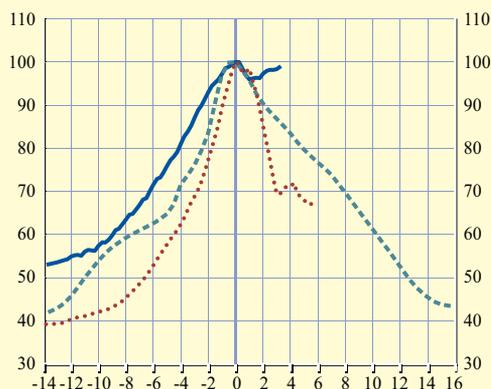
Nel complesso, i raffronti tra aree economiche nella velocità e nell'entità della correzione dei prezzi delle attività suggeriscono che il problema è stato in qualche misura più acuto in Giappone rispetto agli Stati Uniti e all'area dell'euro: la bolla precedente la crisi è stata più grande e ha coinvolto diversi tipi di attività finanziarie; a essa è seguito

Figura 1 Quotazioni immobiliari

(indice = 100 ai picchi; dati semestrali per il Giappone, trimestrali negli altri casi)

asse delle ascisse: anni dal picco

— area dell'euro (2° trim. 2008)  
 ..... Stati Uniti (1° trim. 2006)  
 - - - Giappone (3° trim. 1991)



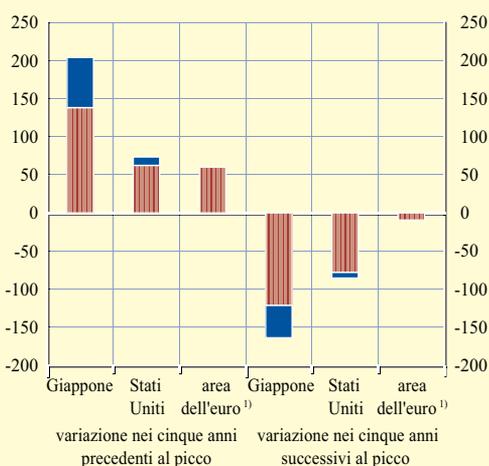
Fonti: S&P, Fiserv, MacroMarket LLC, Japan Real Estate Research Institute.

Note: i dati per gli Stati Uniti si riferiscono all'indice relativo alle quotazioni delle abitazioni Case-Shiller, quelli per il Giappone all'indice delle quotazioni dei terreni urbani e quelli per l'area dell'euro all'indice per le quotazioni degli immobili residenziali. Il picco è riportato fra parentesi. Per gli Stati Uniti e l'area dell'euro l'ultima rilevazione risale al quarto trimestre del 2011.

Figura 2 Variazione del valore di mercato della ricchezza immobiliare in rapporto al PIL

(differenza in punti percentuali; dati annuali per il Giappone, trimestrali negli altri casi)

■ società non finanziarie  
 ■■ famiglie



Fonti: Board of Governors del Federal Reserve System, Cabinet Office ed Eurostat.

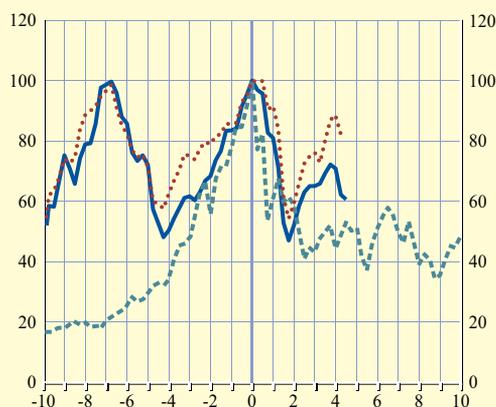
Note: i dati si riferiscono alle disponibilità totali in immobili detenute dalle famiglie e dalle società non finanziarie in percentuale del PIL. Nelle famiglie rientrano le organizzazioni senza fini di lucro e le imprese private individuali e di persone. I picchi sono i seguenti: per gli Stati Uniti il primo trimestre del 2006, per il Giappone il 1990 e per l'area dell'euro il quarto trimestre del 2007. 1) I dati dell'area dell'euro riguardano esclusivamente le famiglie e si riferiscono a tre anni e nove mesi dopo il picco.

**Figura 3 Indici azionari**

(indice = 100 ai picchi; dati trimestrali)

asse delle ascisse: anni dal picco

— Euro Stoxx 600 (2° trim. 2007)  
 ..... Indice S&P 500 per gli Stati Uniti (2° trim. 2007)  
 - - - - - Nikkei 225 (4° trim. 1989)

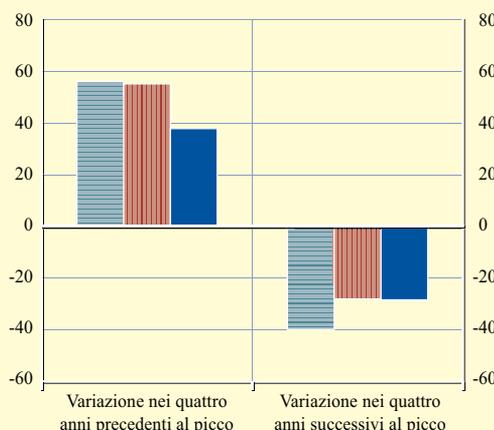


Fonti: Nikkei, Wall Street Journal, Haver e Stoxx Limited.  
 Note: il periodo del picco è riportato tra parentesi. La rilevazione più recente risale al primo trimestre del 2012 per gli Stati Uniti e l'area dell'euro.

**Figura 4 Variazione del valore di mercato delle azioni in rapporto al PIL**

(differenza in punti percentuali; dati trimestrali)

■ area dell'euro  
 ■ Stati Uniti  
 ■ Giappone



Fonti: Board of Governors del Federal Reserve System, Banca del Giappone ed Eurostat.  
 Note: i dati si riferiscono alle consistenze detenute internamente. Dai dati statunitensi sono escluse le consistenze detenute in azioni societarie da società non finanziarie. I picchi sono i seguenti: secondo trimestre del 2007 per gli Stati Uniti e l'area dell'euro, quarto trimestre del 1989 per il Giappone.

un calo più marcato, simultaneo e prolungato. Tuttavia, poiché l'attuale crisi è ancora in fase di evoluzione, potrebbe essere prematuro trarre conclusioni definitive circa la gravità dello shock subito da ciascuna economia nei due episodi considerati. La concretizzazione del rischio sistemico a livello mondiale durante la recente crisi finanziaria, notevolmente più diffusa, ha amplificato lo shock complessivo sulle singole economie attraverso gli effetti di propagazione in ambito finanziario e commerciale. Poiché molte economie erano impegnate allo stesso tempo a risanare gli squilibri, gli Stati Uniti e l'area dell'euro hanno chiaramente dovuto affrontare un contesto esterno meno favorevole di quanto sia avvenuto per il Giappone.

### 3 IL PERIODO DI AGGIUSTAMENTO: DIFFERENZE PER SETTORE E IMPLICAZIONI ECONOMICHE

In termini storici le "recessioni di bilancio" sono in genere seguite da un periodo prolunga-

to di depressione della domanda, determinata dall'esigenza per certi settori di ridurre la leva finanziaria. Anche la natura degli squilibri per settore determina tendenzialmente i successivi aggiustamenti economici. Una significativa differenza tra gli episodi considerati risiede nel fatto che in Giappone l'esigenza di una ristrutturazione dopo la bolla incombeva su un settore societario sottoposto a un grado di leva eccessivo, mentre per gli Stati Uniti e alcuni paesi dell'area dell'euro la bolla immobiliare ha interessato prevalentemente i bilanci delle famiglie (cfr. figure 5 e 6)<sup>2)</sup>.

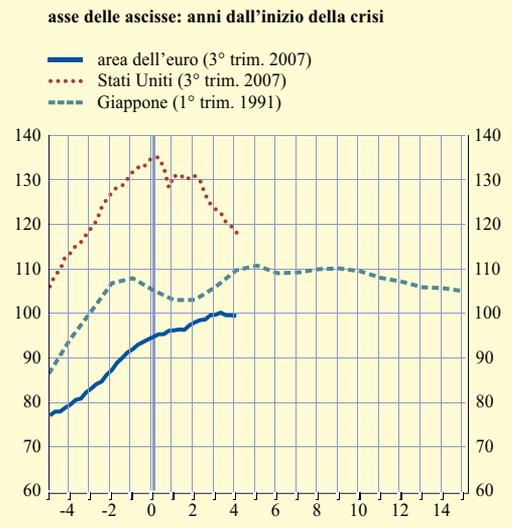
2) Salvo diversa indicazione (ad esempio figure da 1 a 4 e figura 18), la scelta dell'anno di riferimento per la maggior parte delle figure nel presente articolo concerne il picco rispettivo dell'attività economica, individuato come l'ultimo trimestre prima dell'inizio della recessione, ossia il primo trimestre del 1991 per il Giappone e il terzo trimestre del 2007 per gli Stati Uniti. Dato l'inizio simultaneo delle turbolenze finanziarie internazionali nel terzo trimestre del 2007 e considerata la natura mondiale della crisi che ne è conseguita, l'anno di riferimento per l'area dell'euro coincide con quello degli Stati Uniti.

## ARTICOLI

La recente crisi finanziaria negli Stati Uniti e nell'area dell'euro confrontata all'esperienza del Giappone negli anni '90

**Figura 5 Debito delle famiglie in rapporto al reddito personale disponibile**

(valori percentuali; dati annuali per il Giappone, trimestrali negli altri casi)

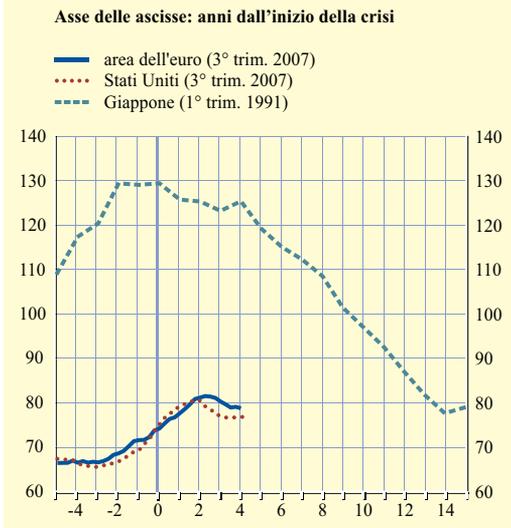


Fonti: Board of Governors del Federal Reserve System, Banca del Giappone, BCE ed Eurostat.  
Note: i dati si riferiscono alle passività totali delle famiglie e delle organizzazioni senza fini di lucro. I trimestri riportati tra parentesi corrispondono all'inizio delle rispettive crisi. L'ultima rilevazione per l'area dell'euro e per gli Stati Uniti risale rispettivamente al terzo e al quarto trimestre del 2011.

Pertanto negli Stati Uniti, e anche in alcuni paesi dell'area dell'euro, il risanamento ha imposto, in particolare, un aumento del saggio di risparmio delle famiglie (cfr. figura 7). In Giappone, per contro, la riduzione della leva finanziaria è avvenuta sotto forma di un persistente incremento del risparmio societario, unitamente a un protratto calo degli investimenti poiché il settore societario aveva la necessità di ridimensionarsi (cfr. figura 8). Anche il risparmio societario netto è aumentato a seguito dell'inizio della recente crisi. Tuttavia, negli Stati Uniti e nella maggior parte dell'area dell'euro, la riduzione della leva finanziaria delle società ha spesso rispecchiato una combinazione di fattori dal lato della domanda e dell'offerta; ad esempio una maggiore propensione a non distribuire gli utili per via dell'incertezza circa la domanda futura e dei criteri stringenti per l'erogazione del credito, diversamente dall'attiva ricerca, da parte delle imprese giapponesi, di adeguarsi alla perdita di valore delle garanzie.

**Figura 6 Debito delle società non finanziarie in rapporto al PIL**

(valori percentuali; dati annuali per il Giappone, trimestrali negli altri casi)



Fonti: Board of Governors del Federal Reserve System, Banca del Giappone, BCE ed Eurostat.  
Note: i dati si riferiscono ai prestiti e ai titoli di debito, al netto di crediti commerciali. I trimestri riportati tra parentesi corrispondono all'inizio delle rispettive crisi. L'ultima rilevazione per l'area dell'euro e per gli Stati Uniti risale rispettivamente al terzo e al quarto trimestre del 2011.

**Figura 7 Saggio di risparmio delle famiglie**

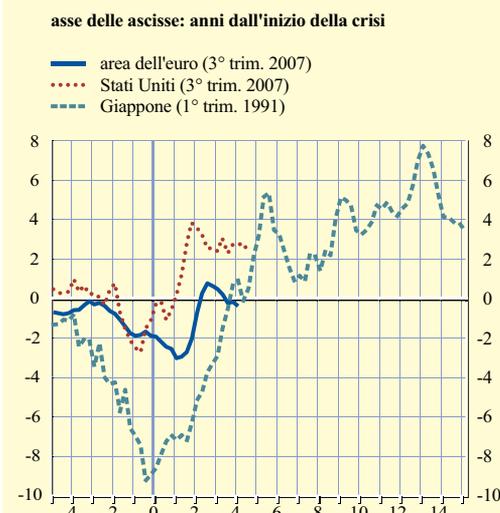
(in percentuale del reddito disponibile; dati trimestrali)



Fonti: Bureau of Economic Analysis, Cabinet Office, BCE ed Eurostat.  
Note: i dati si riferiscono al saggio di risparmio delle famiglie. I trimestri riportati tra parentesi corrispondono all'inizio delle rispettive crisi. L'ultima rilevazione per l'area dell'euro e per gli Stati Uniti risale rispettivamente al terzo e al quarto trimestre del 2011.

**Figura 8 Saldo fra risparmio e investimenti del settore societario**

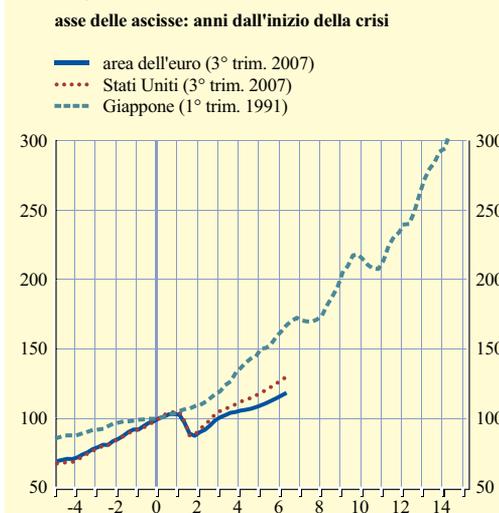
(in percentuale del PIL; dati trimestrali)



Fonti: Board of Governors del Federal Reserve System, Banca del Giappone, BCE ed Eurostat.  
 Note: i dati si riferiscono all'accREDITAMENTO/indebitamento netto delle società non finanziarie. I trimestri riportati tra parentesi corrispondono all'inizio delle rispettive crisi. L'ultima rilevazione per l'area dell'euro e per gli Stati Uniti risale rispettivamente al terzo e al quarto trimestre del 2011.

**Figura 9 Domanda estera**

(indice = 100 nel terzo trimestre del 2007 per gli Stati Uniti e l'area dell'euro, nonché nel primo trimestre del 1991 per il Giappone; dati trimestrali)



Fonte: *Economic Outlook* dell'OCSE.  
 Note: i trimestri riportati tra parentesi corrispondono all'inizio delle rispettive crisi. Per gli Stati Uniti e l'area dell'euro i dati relativi al periodo tra il terzo trimestre del 2011 e il quarto del 2013 sono proiezioni.

La natura del risanamento ha altresì implicazioni per la composizione della domanda. Negli Stati Uniti e nell'area dell'euro – soprattutto nei paesi in cui l'esigenza di ridimensionare la leva finanziaria era forte (cfr. riquadro 2) – il maggiore risparmio delle famiglie ha comportato una sostenuta moderazione della spesa per consumi e una correzione degli investimenti nell'edilizia residenziale dai livelli insostenibilmente elevati raggiunti durante il *boom* del mercato immobiliare e del credito. Dalla fine della recessione entrambe le componenti hanno apportato un contributo minore alla crescita del PIL rispetto alle passate fasi di ripresa economica.

Inoltre, l'aggiustamento negli Stati Uniti e nell'area dell'euro è stato condizionato dalle circostanze mondiali. La crisi giapponese è stata in gran parte nazionale, lasciando relativamente indenne il resto del mondo. Ciò ha reso possibile alle esportazioni nette di concorrere al "riequilibrio". La recente crisi ha avuto una portata notevolmente più ampia e il rallentamento generale della crescita mondiale ha probabilmente ostacolato la capacità degli Stati Uniti e dell'area dell'euro di riprendersi dalla crisi facendo affidamento su una maggiore crescita delle esportazioni (cfr. figura 9).

**Riquadro 2**

**RISANAMENTO DEI BILANCI NEI SINGOLI PAESI DELL'AREA DELL'EURO**

A livello aggregato l'area dell'euro non condivide appieno i problemi di bilancio riscontrati in Giappone negli anni '90 o attualmente negli Stati Uniti. L'indebitamento del settore privato è rimasto limitato nel complesso e la posizione patrimoniale netta sull'estero dell'aggregato dell'area

dell'euro è pressoché in equilibrio. Tuttavia, le attuali difficoltà di alcuni paesi dell'area dell'euro sono principalmente connesse a un'eccessiva leva finanziaria<sup>1)</sup>. In particolare, alcuni paesi hanno subito pressioni verso un abbassamento del grado di leva in seguito alla forte espansione creditizia e a una brusca correzione dei prezzi delle attività; le sfide affrontate da questi paesi sembrano quindi piuttosto prossime alle problematiche associate all'aggiustamento dei bilanci.

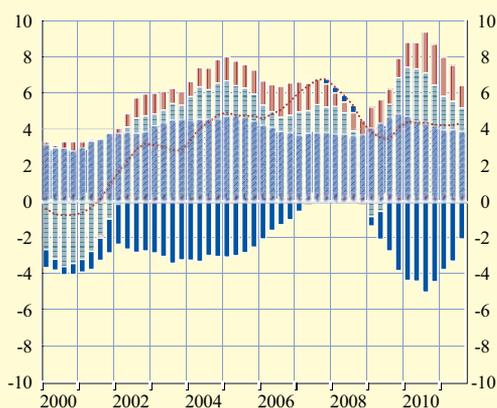
L'analisi degli squilibri a livello dell'area dell'euro sulla base dei relativi dati di contabilità mostra che, sebbene la posizione sull'estero in termini aggregati dell'area dell'euro sia rimasta prossima al pareggio, vi è stato un crescente divario tra due gruppi di paesi: quello "con avanzi esterni", in cui rientrano i paesi che avevano registrato avanzi di conto corrente con l'estero per un periodo di cinque anni fino all'avvio della crisi finanziaria nel 2007, e quello "con disavanzi esterni", di cui fanno parte i paesi che avevano riportato disavanzi di conto corrente<sup>2)</sup> (cfr. figura A). Ovviamente, la composizione dei gruppi è strettamente connessa al periodo di riferimento e potrebbe variare nel tempo. Sebbene possano in parte essere aumentati per effetto dell'accresciuta integrazione finanziaria all'interno dell'area dell'euro, i disavanzi finanziari del settore privato registrati all'interno del gruppo di paesi con disavanzi esterni sono anche imputabili alle conseguenze del boom del credito in taluni paesi. Nel gruppo di paesi con disavanzi esterni, la recessione seguita

**Figura A Accredito netto/indebitamento netto per raggruppamento di paesi**

(in percentuale del PIL; somme di quattro trimestri)

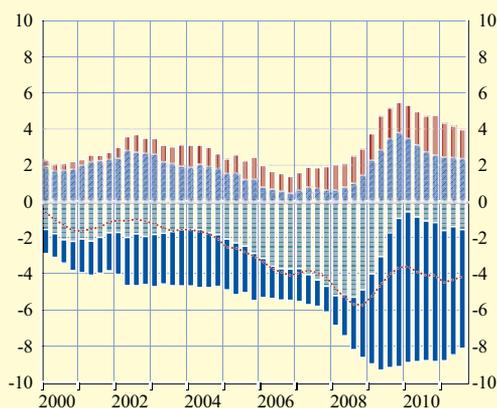
**1. Gruppo con avanzi esterni**

■ amministrazioni pubbliche  
 ■ società finanziarie  
 ■ società non finanziarie  
 ■ famiglie  
 ..... economia complessiva



**2. Gruppo con disavanzi esterni**

■ amministrazioni pubbliche  
 ■ società finanziarie  
 ■ società non finanziarie  
 ■ famiglie  
 ..... economia complessiva



Fonti: Eurostat e BCE.

Note: l'accredito netto/indebitamento netto riportato nelle figure del presente riquadro è stato corretto, per ragioni di comodità, in modo da escludere le "acquisizioni al netto delle dismissioni di attività non finanziarie non prodotte" (al fine di evitare le distorsioni causate dagli ingenti proventi derivanti dalla vendita delle licenze di telefonia mobile UMTS nel 2000). I dati positivi/negativi corrispondono all'accredito/indebitamento netto. La rilevazione più recente risale al terzo trimestre del 2011.

- 1) Cfr. l'articolo *La crisi finanziaria alla luce dei conti dell'area dell'euro nella prospettiva dei flussi di fondi* nel numero di ottobre 2011 di questo Bollettino.
- 2) Il "gruppo con avanzi esterni" comprende Belgio, Germania, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria e Finlandia. Il "gruppo con disavanzi esterni" è costituito da Irlanda, Estonia, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Cipro, Malta, Portogallo, Slovacchia e Slovenia. Maggiori ragguagli sull'analisi dei conti dell'area dell'euro durante la crisi finanziaria e sul raggruppamento dei paesi dell'area dell'euro sono forniti nel riquadro *Gli squilibri all'interno dell'area dell'euro nella prospettiva dei conti settoriali* nel numero di febbraio 2012 di questo Bollettino (pp. 41-47).



alla crisi, unitamente a forti correzioni dei prezzi delle abitazioni in alcuni paesi, ha indotto un marcato ridimensionamento della leva finanziaria da parte del settore privato. L'accreditamento netto delle famiglie ha evidenziato un'espansione significativa, e i saldi finanziari delle società non finanziarie, espansivi prima della crisi, hanno subito una rapida inversione.

Parallelamente, i saldi di bilancio hanno subito un considerevole deterioramento e il debito pubblico è salito rapidamente, ancorché con marcate differenze tra i paesi dell'area dell'euro. Di conseguenza, i rischi per la sostenibilità del debito si sono intensificati in vari paesi dell'area in un contesto di instabilità finanziaria e crescita moderata. Tuttavia, a differenza del Giappone dove l'aumento dell'indebitamento pubblico era prevalentemente imputabile al susseguirsi di programmi di lavori pubblici per dare slancio all'economia, nell'area dell'euro hanno assunto maggiore rilevanza gli aiuti al settore finanziario. A tale riguardo, il sostegno dei governi al risanamento del sistema finanziario può essere considerato positivo per la crescita nel lungo periodo, purché ripristini la solidità finanziaria e non metta a repentaglio la sostenibilità del debito pubblico.

La tavola seguente mostra l'eterogeneità tra i paesi dell'area dell'euro in termini di indebitamento, rilevata dalla Commissione europea nel contesto della sorveglianza degli squilibri macroeconomici nell'UE e nell'area dell'euro (pubblicata il 14 febbraio 2012 nella *Relazione sul meccanismo di allerta* della Commissione europea). È riportata altresì l'entità dell'aggiustamento dei bilanci che sarà necessaria in alcuni paesi dell'area dell'euro nei prossimi anni. In particolare, Irlanda, Spagna, Cipro e Portogallo devono confrontarsi con livelli elevati di debito pubblico e privato

#### Quadro di valutazione del meccanismo di allerta per le economie dell'area dell'euro e indicatori selezionati

(in percentuale del PIL)

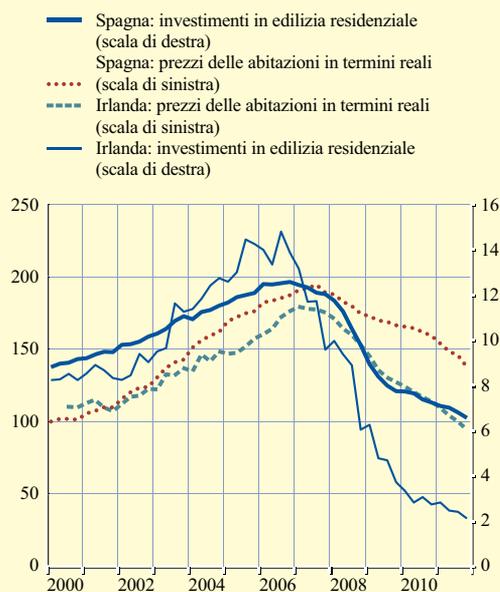
Anno 2010	Posizione patrimoniale netta sull'estero	Debito del settore privato	Debito del settore pubblico
Belgio	77,8	232,8	96,2
Germania	38,4	128,1	83,2
Estonia	-72,8	176,1	6,7
Irlanda	-90,9	341,3	92,5
Grecia	-92,5	124,1	144,9
Spagna	-89,5	227,3	61,0
Francia	-10,0	159,8	82,3
Italia	-23,9	126,4	118,4
Cipro	-43,4	289,2	61,5
Lussemburgo	96,5	253,9	19,1
Malta	9,2	212,0	69,1
Paesi Bassi	28,0	223,4	62,9
Austria	-9,8	165,7	71,8
Portogallo	-107,5	248,5	93,4
Slovenia	-35,7	128,8	38,8
Slovacchia	-66,2	69,0	41,0
Finlandia	9,9	177,7	48,3
<b>Pro memoria: soglie</b>	<b>-35,0</b>	<b>160,0</b>	<b>60,0</b>

Fonte: Commissione europea.

Nota: le caselle con sfondo grigio indicano i dati dei vari paesi superiori alla soglia nel 2010.

**Figura B Investimenti in edilizia residenziale in percentuale del PIL e prezzi delle abitazioni in termini reali in Spagna e Irlanda**

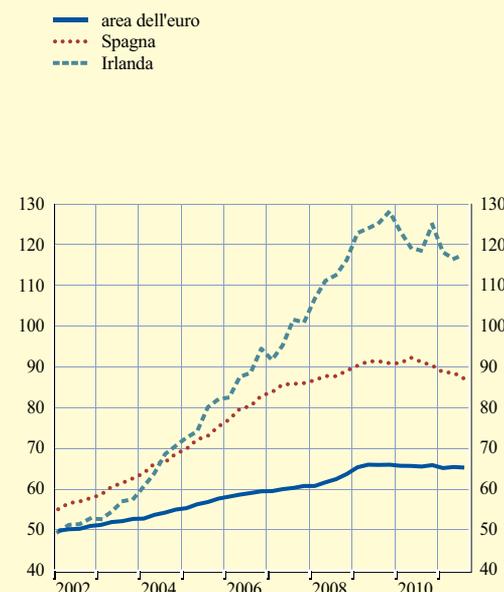
(scala di sinistra: 2000 = 100; scala di destra: in percentuale del PIL; dati trimestrali)



Fonte: Central Statistics Office, Instituto Nacional de Estadística ed Eurostat.  
Note: prezzi delle abitazioni deflazionati in base allo IAPC. La rilevazione più recente risale al quarto trimestre del 2011.

**Figura C Debito delle famiglie**

(in percentuale del PIL; dati trimestrali)



Fonte: Central Statistics Office, Instituto Nacional de Estadística ed Eurostat.  
Note: la rilevazione più recente risale al quarto trimestre del 2011.

e anche le loro posizioni patrimoniali nette sull'estero sono chiaramente in disavanzo eccessivo. Spagna e Irlanda sono peraltro esempi di paesi in cui le difficoltà di bilancio hanno tratto origine da un ciclo di forte ascesa e repentino calo nel settore immobiliare. A tale riguardo, la loro esperienza è in qualche misura paragonabile alle correzioni di bilancio del Giappone negli anni '90 e a quelle in corso negli Stati Uniti. In entrambi i paesi, il credito al settore privato è aumentato notevolmente dai primi anni 2000, dando luogo a un boom immobiliare e delle costruzioni. Dopo aver raggiunto un livello massimo nel 2007, gli investimenti in edilizia residenziale sono diminuiti rapidamente negli anni seguenti e si sarebbe conclusa, per la maggior parte, la correzione di tali investimenti. Anche i prezzi delle abitazioni hanno registrato un picco nel 2007 in entrambi i paesi. Mentre la correzione è stata significativa in Irlanda, la sopravvalutazione delle quotazioni immobiliari spagnole ha evidenziato un aggiustamento più graduale (cfr. figura B).

Negli anni precedenti la forte ascesa dei prezzi delle attività, si può osservare nei due paesi un marcato aumento dell'indebitamento nel settore privato. Per quanto riguarda il comparto delle famiglie, il debito è cresciuto in misura significativa fino alla crisi finanziaria, raggiungendo livelli prossimi al 130 per cento del PIL in Irlanda e al 90 per cento in Spagna. A titolo di confronto, nell'area dell'euro il livello di indebitamento delle famiglie si è stabilizzato al 65 per cento del PIL. Da allora il ridimensionamento della leva finanziaria nel settore privato è stato più marcato in Irlanda che in Spagna (cfr. figura C)<sup>3</sup>.

3) Per un'analisi dell'indebitamento societario nell'area dell'euro, compreso un raffronto con gli Stati Uniti, si rimanda all'articolo *L'indebitamento delle imprese nell'area dell'euro* nel numero di febbraio 2012 di questo Bollettino (pp. 95-112).

Entrambi i paesi hanno inoltre registrato un incremento particolarmente sostenuto del debito pubblico. Rispetto ai livelli del 2007 (precedenti la crisi), ci si attende che nel 2011 il rapporto tra debito pubblico e PIL in Irlanda sia salito di 83,2 punti percentuali (al 108,1 per cento), e in Spagna di 33,4 punti percentuali (al 69,6 per cento)<sup>4)</sup>, per effetto tra l'altro di un considerevole sostegno alle istituzioni finanziarie in difficoltà.

Nel complesso, il processo di ridimensionamento della leva finanziaria è in corso in alcuni paesi dell'area dell'euro ed è probabile che la riduzione del debito pubblico e privato limiti la crescita nei prossimi anni poiché il risanamento dei bilanci grava sulla spesa per investimenti delle imprese e sui consumi delle famiglie. Allo stesso tempo, un periodo di espansione contenuta in questi paesi potrebbe anche rientrare nell'aggiustamento stesso, in quanto gli squilibri hanno rispecchiato principalmente il *boom* della domanda nel periodo precedente la crisi. Senza il riequilibrio in atto, si sarebbe successivamente potuta verificare una correzione più gravosa.

4) Cfr. le previsioni economiche pubblicate nell'autunno 2011 dalla Commissione europea, Bruxelles.

#### 4 RIASSORBIMENTO DEGLI SQUILIBRI E POTENZIALE DI CRESCITA

Oltre agli effetti dal lato della domanda insiti nella fase di riequilibrio, la crescita economica potrebbe anche peggiorare se si hanno ripercussioni sull'offerta potenziale. Un aggiustamento economico rigoroso potrebbe dar luogo a un calo della flessibilità e a una perdita di capitale immateriale o umano, in quanto le imprese o le famiglie subiscono lunghi periodi di sottoutilizzo o sottoccupazione, che comporterebbero un periodo di crescita più contenuta del potenziale produttivo dell'economia. Le stime recenti indicano che la crescita del prodotto potenziale sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti è diminuita in misura significativa durante il recente rallentamento economico. Benché rimanga difficile misurare il prodotto potenziale in tempo reale, l'OCSE, l'FMI e la Commissione europea stimano un calo di circa 1 punto percentuale dei tassi medi di crescita potenziale nel periodo tra il 2008 e il 2011 rispetto al decennio precedente<sup>3)</sup>. Su orizzonti simili la crescita potenziale del Giappone è diminuita in media di circa 2 punti percentuali dopo il 1992.

È probabile che gli effetti specifici sull'espansione economica nel lungo termine riflettano le differenze nella struttura di ciascuna economia nonché la forma di riequilibrio economico. In

particolare, la diminuzione del prodotto potenziale in Giappone non è interamente imputabile agli aggiustamenti dei bilanci e alle rigidità nel settore societario (come analizzato nel riquadro 1), ma va anche ricondotto all'invecchiamento della popolazione e al conseguente calo della forza lavoro. A tale riguardo, secondo le proiezioni delle Nazioni Unite anche gli Stati Uniti e l'area dell'euro probabilmente si troveranno di fronte a sfide crescenti connesse all'invecchiamento demografico, ancorché in misura minore rispetto al Giappone.

Negli Stati Uniti, dato il grado relativamente più elevato della flessibilità del mercato del lavoro, è stato il livello dell'occupazione a risentire maggiormente dell'aggiustamento. La soppressione di posti di lavoro ha sostenuto la crescita della produttività e degli utili societari, a scapito di un'impennata della disoccupazione e di un calo della quota di redditi da lavoro nell'economia complessiva (cfr. figura 10). Agli inizi del 2012 l'incidenza dei disoccupati da oltre sei mesi sul totale è rimasta prossima ai livelli massimi (cfr. figura 11). Periodi così lunghi di disoccupazione potrebbero dar luogo a una riduzione del capitale umano a causa dell'erosione delle competenze.

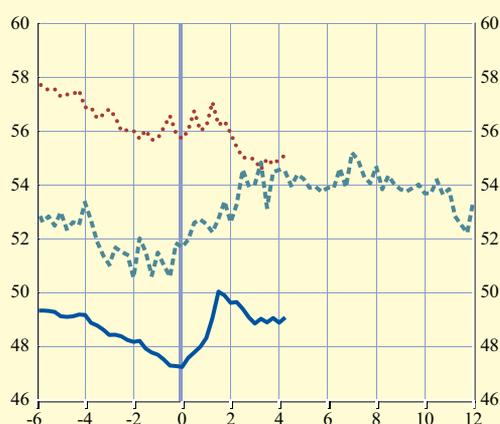
3) Cfr. il riquadro 1 dell'articolo *Il profilo del ciclo economico nell'area dell'euro e negli Stati Uniti: differenze nell'evoluzione recente* nel numero di maggio 2011 di questo Bollettino.

**Figura 10 Redditi per occupato**

(in percentuale del PIL; dati trimestrali)

asse delle ascisse: anni dall'inizio della crisi

— area dell'euro (3° trim. 2007)  
 ..... Stati Uniti (3° trim. 2007)  
 - - - Giappone (1° trim. 1991)



Fonti: Bureau of Economic Analysis, Cabinet Office, BCE ed Eurostat.

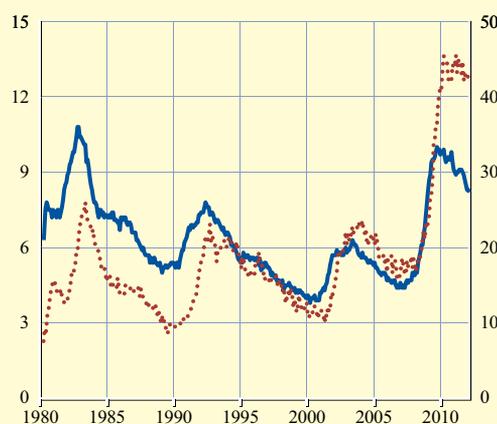
Note: i dati degli Stati Uniti si riferiscono ai redditi percepiti per occupato, quelli del Giappone ai redditi degli occupati nel reddito nazionale, quelli dell'area dell'euro a tutti i raggruppamenti NACE. I trimestri riportati tra parentesi corrispondono all'inizio delle rispettive crisi. L'ultima rilevazione per gli Stati Uniti e l'area dell'euro risale al quarto trimestre del 2011.

Ciò tende anche a ridurre la probabilità di trovare una nuova occupazione, poiché i lavoratori inutilizzati perdono i contatti nelle reti occupazionali, la reputazione o l'attaccamento al mondo del lavoro, trasformando così parte dell'aumento congiunturale in disoccupazione strutturale. Inoltre, le prospettive occupazionali potrebbero risentire nei prossimi anni dei minori incentivi all'occupazione dovuti alle protratte estensioni dei sussidi di disoccupazione, che potrebbero indurre una riduzione degli sforzi di ricerca da parte dei beneficiari. Infine, la ricomposizione dell'occupazione tra i vari settori e le varie aree geografiche potrebbe essere ostacolata dal calo della mobilità nel mercato del lavoro come rispecchia la minore mobilità delle famiglie rispetto alla recessione del 2000-2001, in particolare per i proprietari di abitazioni (cfr. figura 12). Questo fenomeno potrebbe essere connesso ai problemi nel mercato degli immobili residenziali, in quanto una parte significativa di famiglie rimane bloccata a causa di proprietà con una valutazione inferiore al mu-

**Figura 11 Tasso di disoccupazione e durata della disoccupazione negli Stati Uniti**

(scala di sinistra: valori percentuali; scala di destra: percentuale di disoccupati da almeno 27 settimane sul numero totale di civili disoccupati, dati mensili)

— tasso di disoccupazione civile (scala di sinistra)  
 ..... disoccupati da almeno 27 settimane (scala di destra)



Fonte: Bureau of Labor Statistics.

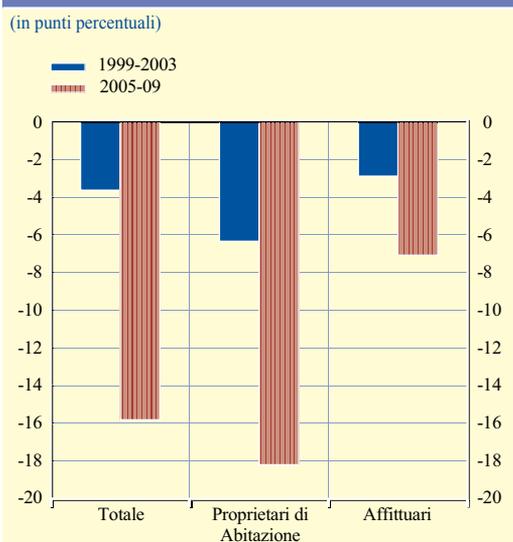
Note: tasso di disoccupazione tra la popolazione civile di età pari o superiore a 16 anni. L'ultima rilevazione risale al marzo 2012.

tuo ipotecario residuo, rendendo più difficoltoso lo spostamento perché comporterebbe il riconoscimento immediato delle perdite<sup>4</sup>).

A differenza del calo della mobilità nel mercato del lavoro, vi sono scarse evidenze di una minore flessibilità nel settore societario statunitense. La crisi ha registrato un marcato aumento del tasso di imprese che escono dal mercato, soprattutto in settori da risanare come quello delle costruzioni, mentre i tassi delle imprese entranti è rimasto relativamente stabile, a indicazione del fatto che era in atto un meccanismo di “distruzione creativa” (cfr. figura 13). Tale dinamica è in netto contrasto con l'esperienza giapponese degli anni '90, quando l'aumento del tasso di

4) In Ferreira, F., J. Gyourko e J. Tracy (2011), *Housing Busts and Household Mobility: An Update*, Staff Report della Federal Reserve Bank of New York, n. 526, si riscontra che il differenziale negativo tra il valore di mercato dell'immobile e il mutuo contratto per acquistarlo ha ridotto la mobilità delle famiglie del 30 per cento.

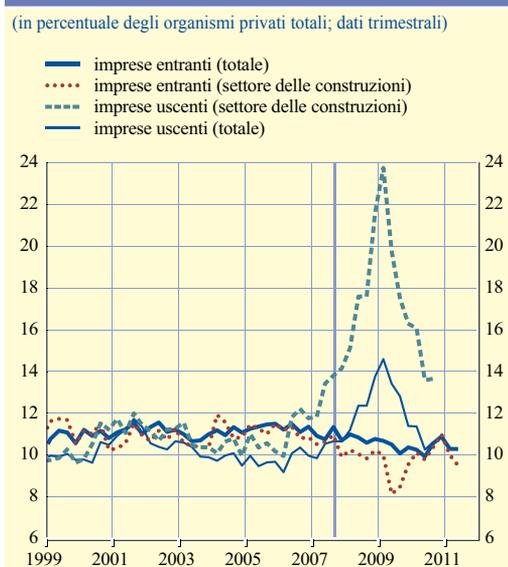
**Figura 12** Variazione del tasso di mobilità delle famiglie negli Stati Uniti



Fonti: American Housing Survey, US Census Bureau ed esperti della BCE.

Note: dati rilevati due volte l'anno. Il tasso di mobilità è definito come la quota di famiglie che hanno segnalato un trasferimento nei dodici mesi precedenti. Gli anni di riferimento sono scelti per raffrontare la mobilità delle famiglie in un periodo di quattro anni, comprendendo la recessione più recente (2007-2009) e quella precedente (2000-2001).

**Figura 13** Incidenza delle imprese entranti e uscenti dal mercato negli Stati Uniti



Fonte: Bureau of Labor Statistics ed esperti della BCE.

Note: l'ultima rilevazione risale al primo trimestre del 2011 per le imprese entranti e al terzo trimestre del 2010 per quelle uscenti. La linea verticale corrisponde al terzo trimestre del 2007, quando è iniziata la crisi.

fallimento delle imprese è stato relativamente modesto, ma il numero di imprese di nuova creazione è bruscamente calato, circostanza che in ultima analisi ha impedito a imprese potenzialmente più efficienti di fare il loro ingresso nel mercato (cfr. figura 14). Gli Stati Uniti avrebbero anche evitato le distorsioni connesse alla “perpetuazione” (*evergreening*) dei prestiti poiché, a differenza dell'esperienza giapponese, si è ridotta o è rimasta relativamente bassa l'incidenza dei prestiti a favore di settori in difficoltà – come quello degli immobili commerciali – rispetto ai prestiti totali.

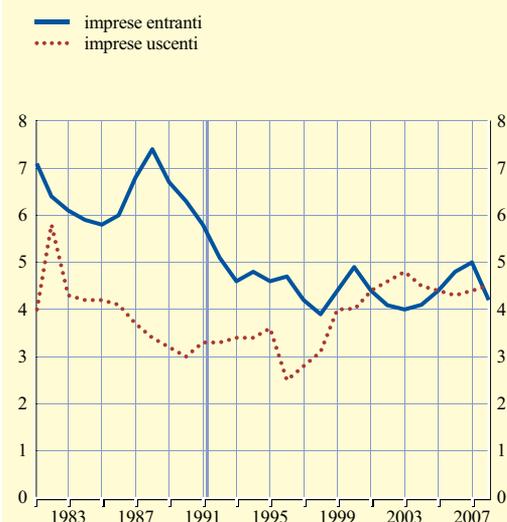
L'area dell'euro deve confrontarsi con analoghe sfide di tipo strutturale. A differenza degli Stati Uniti, vari paesi dell'area dell'euro hanno registrato livelli elevati di disoccupazione a lungo termine anche prima della recessione: il recente aumento della disoccupazione ha pertanto acuito l'esigenza di un'accresciuta flessibilità dei mercati del lavoro. Ciò è stato particolarmente evidente in paesi che hanno osservato una notevole

espansione dell'occupazione nel settore delle costruzioni durante i *boom* immobiliari. Queste economie hanno ora un numero elevato di ex lavoratori del settore delle costruzioni, che pone una sfida in termini di politiche di attivazione e formazione. Inoltre, benché si siano riscontrati cambiamenti nell'evoluzione della migrazione netta all'interno dell'area dell'euro dopo il recente rallentamento economico, la migrazione tra paesi nell'area dell'euro è meno diffusa della circolazione di lavoratori tra gli stati degli Stati Uniti e costituisce un canale meno importante per alleviare problemi regionali specifici.

Infine, la recente crisi ha messo in evidenza le sfide per vari paesi dell'area dell'euro che hanno perso competitività durante il primo decennio di unione monetaria. Mentre per l'insieme dell'area dell'euro il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato dell'1,5 per cento in media tra il 1999 e il 2007, in paesi quali Grecia, Portogallo, Spagna e Irlanda l'aumento è stato quasi pari al doppio. La perdita di competitività è ascrivibile

**Figura 14 Incidenza complessiva delle imprese entranti e uscenti dal mercato in Giappone**

(in percentuale del numero medio di tutte le imprese; dati annuali)



Fonti: ministero della sanità, del lavoro e del welfare e ministero dell'economia, del commercio e dell'industria.

Note: organismi commerciali entranti e uscenti dal mercato, comprese le aperture e le chiusure derivanti dall'apertura, chiusura e trasferimento di filiali e fabbriche. L'ultima rilevazione risale al 2008. La linea verticale corrisponde al primo trimestre del 1991, quando è iniziata la crisi.

a un forte aumento dei salari nominali in ciascuno di questi paesi. Tuttavia, in alcuni ha anche rispecchiato un andamento insoddisfacente della produttività. L'impatto cumulato di tali persistenti differenze ha comportato una graduale erosione del livello di competitività di tali paesi e, come si evince dal riquadro 2, l'accumulo di squilibri esterni con ingenti passività patrimoniali nette sull'estero. In un'unione monetaria, con una valuta unica e un'unica politica monetaria, il principale meccanismo di correzione (in assenza di un elevato grado di mobilità del lavoro o di trasferimenti di bilancio tra paesi) è costituito dal canale delle competitività. Al fine di ripristinare la competitività, i salari dovranno aumentare più lentamente della produttività per qualche tempo in alcuni paesi. Senza un rapido intervento teso a ripristinare la competitività, in particolare riducendo il costo del lavoro per unità di prodotto, è probabile che i paesi debbano confrontarsi con un prolungato periodo di crescita più lenta, fin quando gli squilibri non siano corretti e la competitività ristabilita.

## 5 POTENZIALI DISTORSIONI DI LUNGO TERMINE NELL'INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA

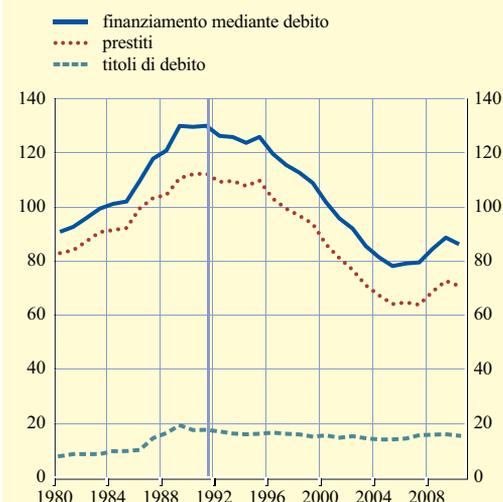
Un'ulteriore implicazione di lunghi periodi di riassorbimento degli squilibri consiste nell'impatto sul settore finanziario. L'esigenza di un aggiustamento dei bilanci quando il settore finanziario o quello non finanziario cerca di riassorbire passati eccessi può ostacolare la disponibilità di credito e indurre distorsioni nell'intermediazione finanziaria. In Giappone, gli effetti dello scoppio della bolla del mercato azionario si sono prevalentemente limitati a un indebolimento della solidità del sistema bancario nazionale<sup>5)</sup>. Per contro, negli Stati Uniti la preminenza del modello di creazione e immediato trasferimento del credito (*originate-to-distribute*) attraverso l'attività di cartolarizzazione (modello comune anche ad alcuni paesi dell'area dell'euro) ha fatto sì che gli effetti del drastico incremento dei casi di morosità e insolvenza nei mutui ipotecari statunitensi non fossero circoscritti soltanto alle banche statunitensi, ma si propagassero all'esterno del settore bancario e sul piano internazionale attraverso le minusvalenze subite dagli investitori in mutui cartolarizzati statunitensi. Questo ha avuto ripercussioni sul settore finanziario dell'area dell'euro, inducendo esigenze di ricapitalizzazione per le banche nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro.

L'impatto della crisi sull'intermediazione creditizia va ricondotto, in parte, al ruolo che gli intermediari finanziari svolgono nei sistemi finanziari del Giappone, dell'area dell'euro e degli Stati Uniti. In quest'ultimo paese, dove le imprese ricorrono in maggiore misura al finanziamento sul mercato, il malfunzionamento del meccanismo di selezione nell'assegnazione del credito alle società connesso alle difficoltà del settore bancario potrebbe essere meno rilevante (cfr. figure 15-17). Questo perché le decisioni del mercato di erogare prestiti sono meno soggette alla tolleranza nella regolamen-

5) A differenza delle banche statunitensi e dell'area dell'euro, quelle giapponesi in genere detengono ingenti posizioni azionarie in società di settori diversi da quello bancario.

**Figura 15 Finanziamento mediante debito delle società non finanziarie in Giappone**

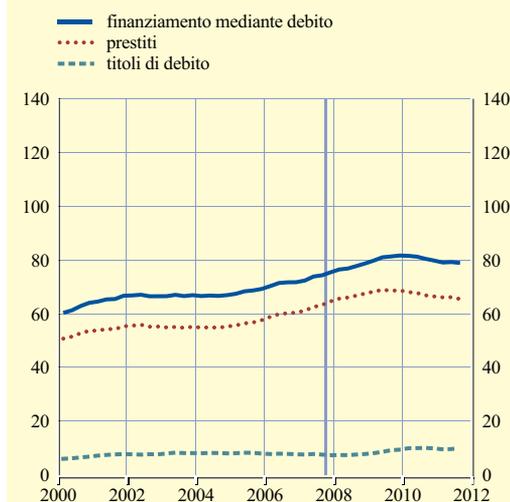
(in percentuale del PIL; dati trimestrali)



Fonti: Banca del Giappone ed esperti della BCE.  
 Note: il finanziamento mediante debito corrisponde agli strumenti del mercato creditizio nei dati sui flussi finanziari giapponesi. L'ultima rilevazione risale al 2010. La linea verticale corrisponde al primo trimestre del 1991, quando è iniziata la crisi.

**Figura 17 Finanziamento mediante debito delle società non finanziarie nell'area dell'euro**

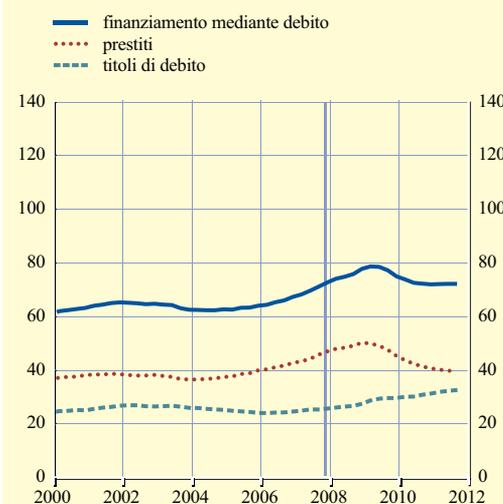
(in percentuale del PIL; dati trimestrali)



Fonti: BCE ed esperti della BCE.  
 Note: il finanziamento mediante debito delle società non finanziarie dell'area dell'euro è riportato su base consolidata eliminando i prestiti intersocietari dai dati originali non consolidati e comprende le riserve dei fondi pensioni. L'ultima rilevazione risale al terzo trimestre del 2011. La linea verticale corrisponde al terzo trimestre del 2007, quando è iniziata la crisi.

**Figura 16 Finanziamento mediante debito delle imprese non finanziarie negli Stati Uniti**

(in percentuale del PIL; dati trimestrali)



Fonti: Board of Governors del Federal Reserve System ed esperti della BCE.  
 Note: il finanziamento mediante debito corrisponde agli strumenti del mercato creditizio nei dati sui flussi finanziari statunitensi. L'ultima rilevazione risale al quarto trimestre del 2011. La linea verticale corrisponde al terzo trimestre del 2007, quando è iniziata la crisi.

tazione, che avrebbe avuto un ruolo nelle decisioni delle banche giapponesi (cfr. riquadro 1). In effetti, un tratto distintivo del ciclo di credito negli Stati Uniti e, in misura minore, in Europa consiste nella più rapida normalizzazione dei mercati finanziari rispetto ai sistemi bancari e in uno spostamento dalle banche ai mercati dei capitali come fonte di finanziamento preferita dalle imprese<sup>6)</sup>.

Benché il finanziamento sul mercato sia un modo per attenuare i vincoli di credito causati dalle difficoltà del settore bancario, le piccole e medie imprese tendono ad avvalersi quasi esclusivamente del finanziamento bancario<sup>7)</sup>. A tale riguardo, la risposta di *policy* per risolvere i problemi bancari è cruciale. Mentre il

6) Cfr. FMI, *Global Financial Stability Report*, settembre 2011.  
 7) Un altro modo per ridurre la dipendenza dalle banche consisterebbe nel ricorso ai crediti commerciali e ai prestiti intersocietari. Cfr., ad esempio, l'articolo intitolato *La crisi finanziaria alla luce dei conti dell'area dell'euro nella prospettiva dei flussi di fondi* nel numero di ottobre 2011 di questo Bollettino.

Giappone ha risentito di una risposta ritardata, le banche statunitensi e dell'area dell'euro hanno riconosciuto le perdite e hanno proceduto a una ricapitalizzazione in una fase iniziale con il sostegno dei fondi pubblici<sup>8)</sup>; le banche di entrambe le economie inoltre operano ora con coefficienti patrimoniali più elevati rispetto al periodo antecedente la crisi. La reazione più tempestiva è stata in parte dovuta alla diversa natura del problema. Nella recente crisi le perdite sono derivate soprattutto da prodotti cartolarizzati per i quali in genere si applicano valutazioni ai prezzi di mercato. Ciò ha agevolato il riconoscimento delle perdite in una fase iniziale, a differenza del Giappone dove i problemi vertevano principalmente su prestiti in sofferenza registrati nei libri contabili delle banche giapponesi.

Nondimeno, i settori finanziari statunitensi e dell'area dell'euro devono affrontare sfide specifiche in grado potenzialmente di limitare l'erogazione di prestiti e la velocità della ripresa economica. A fronte dei timori degli operatori circa il merito di credito di alcuni governi dell'area dell'euro, di recente è stata messa in dubbio la solidità dei bilanci delle banche nell'area dell'euro, in relazione alle rispettive esposizioni in obbligazioni sovrane. Dal momento che gli istituti sono tenuti ad aumentare il loro capitale come riserva a fronte di tali esposizioni, si prevede che le banche di tutta Europa riducano i propri bilanci nei prossimi anni, circostanza che potrebbe condizionare l'offerta di credito per i settori produttivi dell'economia.

Negli Stati Uniti un problema che potrebbe presentare analogie con lo "zombie lending" giapponese è la lenta ristrutturazione e le distorsioni nel mercato dei mutui ipotecari in relazione alla predominanza delle agenzie di emanazione governativa (*government-sponsored enterprises*, GSE), che spiazzano i finanziamenti privati grazie ai bassi costi di finanziamento. È probabile che il ritiro degli investitori privati dal mercato e l'imminente riforma della regolamentazione, volta a introdurre condizioni più rigorose per le cartolarizzazioni dei mutui ipotecari e a ridurre il ruolo delle GSE, limitino l'accesso delle fa-

miglie al credito e innalzino il costo dei mutui ipotecari in futuro<sup>9)</sup>.

## 6 LA RISPOSTA DI POLICY ALLA CRISI

Le politiche monetarie e di bilancio negli Stati Uniti e nell'area dell'euro hanno reagito al rallentamento economico iniziale con misure più ampie e tempestive rispetto al Giappone negli anni '90. Quanto alla politica monetaria, i tassi di interesse in Giappone sono rimasti su un livello notevolmente più elevato rispetto all'area dell'euro e agli Stati Uniti dopo l'inizio delle correzioni dei mercati azionari e dei prezzi dei terreni (cfr. figura 18). La Banca del Giappone ha reagito più lentamente e, in aggiunta, la politica monetaria è stata resa più complessa da un rapido processo di disinflazione, che dalla fine degli anni '90 si è tramutata in deflazione (cfr. riquadro 1). Per contro, le misure dell'inflazione attesa sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti sono rimaste saldamente ancorate su livelli prossimi a quelli precedenti alla crisi, a significare che l'attuale contesto di bassi tassi di interesse ha comportato tassi di interesse reali negativi (cfr. figura 19).

Un insegnamento impartito dall'esperienza giapponese durante gli anni '90 è che, in presenza di esigenze strutturali di risanamento dei bilanci del settore privato, comparti eccessivamente indebitati possono diventare insensibili

8) Al culmine della crisi, il governo statunitense ha effettuato investimenti nelle banche che rappresentavano approssimativamente l'88 per cento delle società *holding* bancarie del paese in termini di attività (con un esborso di 245 miliardi di dollari statunitensi) nell'ambito del *Troubled Asset Relief Program* (TARP). Nel 2011 gli importi non ancora rimborsati al Tesoro rappresentavano meno dell'8 per cento delle società *holding* bancarie in termini di attività e i contribuenti hanno recuperato 256 miliardi di dollari, compresi interessi e altri redditi (cfr. Tesoro degli Stati Uniti, *Three Year Anniversary Report*, ottobre 2011).

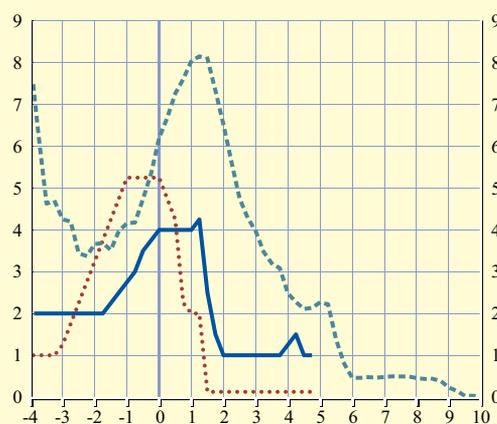
9) Nel 2011 i mercati dei mutui residenziali cartolarizzati privi di garanzie governative (*private label*) sono rimasti di fatto chiusi e il 90 per cento dei mutui erogati per l'acquisto di abitazioni negli Stati Uniti ricadeva sotto l'ombrello delle GSE e della Federal Housing Administration, interamente garantita dal governo (cfr. FMI (2011), "Article IV Consultation on the United States – Selected Issues", capitolo 4, *IMF Country Report*, n. 11/202).

**Figura 18 Tassi di politica monetaria**

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

asse delle ascisse: anni dal picco degli indici dei mercati azionari

— area dell'euro (2° trim. 2007)  
 ..... Stati Uniti (2° trim. 2007)  
 - - - Giappone (4° trim. 1989)



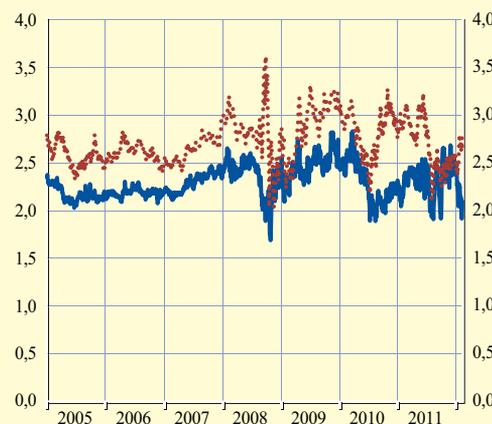
Fonti: Federal Reserve Board, Banca del Giappone e BCE.  
 Note: i tassi di politica monetaria corrispondono al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali per l'area dell'euro, al tasso obiettivo sui Federal Fund per gli Stati Uniti e al tasso sui depositi overnight non garantiti da collaterale di Tokyo per il Giappone. Il picco è riportato tra parentesi. Le ultime rilevazioni (per Stati Uniti e area dell'euro) risalgono al primo trimestre del 2012.

a un allentamento della politica monetaria, determinando una disfunzione nel meccanismo di trasmissione dei tassi di interesse<sup>10)</sup>. Ciò ha rilevanza negli Stati Uniti, dove il gran numero di prenditori le cui abitazioni hanno un valore di mercato inferiore al mutuo acceso per acquistarle ha ostacolato il rifinanziamento dei prestiti a costi più bassi, nonostante i tassi sui mutui a livelli minimi in termini storici. Analogamente, la crisi del debito sovrano nell'area dell'euro ha impedito la trasmissione dei tassi di riferimento più bassi al settore privato in alcuni paesi dell'area dell'euro, in parte a causa della forte correlazione tra i costi di finanziamento sul mercato per gli emittenti sovrani e le banche. Tali evidenze dimostrano che la politica monetaria può curare i sintomi e guadagnare tempo, ma non può sostituirsi a correzioni strutturali e a trascurate riforme della regolamentazione. Inoltre, un periodo prolungato di orientamento accomodante della politica monetaria e di liquidità in eccesso può creare inefficienze mantenendo

**Figura 19 Tassi di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale**

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

— area dell'euro  
 ..... Stati Uniti



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.  
 Note: l'ultima rilevazione risale al 6 aprile 2012 per gli Stati Uniti e al 10 aprile per l'area dell'euro.

in vita imprese e banche improduttive, oppure distorcere gli incentivi e ritardare i necessari aggiustamenti come il ripristino di finanze pubbliche sane.

Quanto alle politiche di bilancio, le crisi sono state associate a un rapido incremento del debito pubblico, la cui entità è stata diversa per il Giappone, gli Stati Uniti, l'area dell'euro e i relativi Stati membri (cfr. riquadro 2 e figure 20 e 21). L'aumento del rapporto debito/PIL è riconducibile, tra l'altro, al forte deterioramento della crescita economica, a notevoli stimoli fiscali, nonché al sostegno concesso al settore

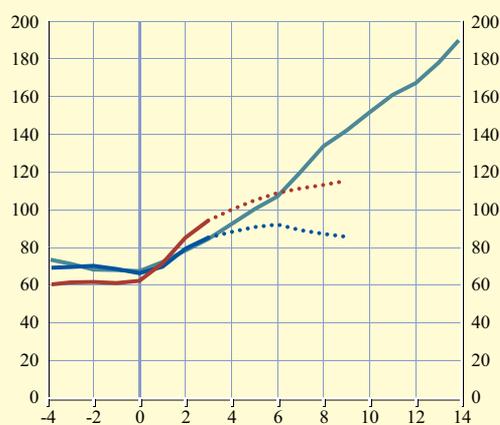
10) A differenza dei precedenti rallentamenti in Giappone, la riduzione del tasso di riferimento agli inizi degli anni '90 non è riuscito a evitare un brusco calo degli investimenti, poiché le imprese dovevano risanare i bilanci ed erano restie o impossibilitate ad assumere nuovi debiti a fronte della flessione del valore delle garanzie. Cfr. ad esempio Nishimura, K.G., "This Time May Truly Be Different: Balance Sheet Adjustment under Population Ageing", discorso pronunciato il 7 gennaio 2011 all'assemblea annuale del 2011 della American Economic Association, tenutasi a Denver.

Figura 20 Rapporti tra debito lordo e PIL

(valori percentuali; dati annuali)

asse delle ascisse: anni dall'inizio della crisi

— area dell'euro (2007)  
 — Stati Uniti (2007)  
 — Giappone (1991)

Fonti: *World Economic Outlook* dell'FMI, ottobre 2011.

Nota: per gli Stati Uniti e l'area dell'euro i dati sono effettivi fino al 2010, mentre per il periodo dal 2011 al 2016 consistono in proiezioni. Gli anni riportati tra parentesi corrispondono all'inizio delle rispettive crisi.

Figura 21 Saldo primario delle amministrazioni pubbliche

(in percentuale del PIL; dati annuali)

asse delle ascisse: anni dall'inizio della crisi

— area dell'euro (2007)  
 — Stati Uniti (2007)  
 — Giappone (1991)

Fonti: *World Economic Outlook* dell'FMI, ottobre 2011.

Nota: per gli Stati Uniti e l'area dell'euro i dati sono effettivi fino al 2010, mentre per il periodo dal 2011 al 2016 consistono in proiezioni. Gli anni riportati tra parentesi corrispondono all'inizio delle rispettive crisi.

bancario quando le recessioni di bilancio si sono trasmesse alle istituzioni finanziarie sottoposte a un'eccessiva leva finanziaria.

Mentre Giappone, Stati Uniti e molti paesi dell'area dell'euro hanno reagito ai rispettivi rallentamenti economici con politiche di bilancio molto espansive, la crisi del debito sovrano ha sottoposto i paesi dell'area dell'euro a particolari pressioni affinché avviassero un risanamento organico dei conti pubblici. Né il Giappone negli anni '90 né gli Stati Uniti nella crisi recente hanno dovuto confrontarsi con una notevole pressione, imposta dai mercati, per correggere i propri livelli elevati di debito pubblico<sup>11)</sup>. Di conseguenza, il risanamento dei conti pubblici è stato finora più concentrato in una fase iniziale e più profondo nell'area dell'euro. Inoltre, l'esigenza di ripristinare la fiducia dei mercati finanziari nella sostenibilità delle finanze pubbliche ha innescato articolate riforme del quadro di riferimento dell'UE per le politiche di bilancio, rafforzando la disciplina di bilancio.

## 7 OSSERVAZIONI CONCLUSIVE

Il presente articolo ha descritto varie differenze sia nelle cause sia nella risposta di *policy* rispetto al "decennio perso" del Giappone e alla recente crisi negli Stati Uniti e nell'area dell'euro. È piuttosto improbabile che queste ultime due economie seguano la medesima evoluzione del Giappone. Allo stesso tempo, l'esperienza giapponese mette in luce le difficoltà per le economie che escono da recessioni di bilancio e riassorbono squilibri notevoli; dimostra inoltre che sia gli Stati Uniti sia l'area dell'euro devono

11) Tale mancanza di pressioni di mercato riflette, nel caso del Giappone, l'effetto della tendenza degli operatori a investire nel proprio paese dal momento che la quota di debito detenuta entro i confini nazionali è pari quasi al 95 per cento del totale. Gli Stati Uniti hanno beneficiato di una base di investitori relativamente stabile a fronte della vigorosa domanda da parte degli investitori istituzionali e degli organismi ufficiali esteri. Acquisti significativi di titoli di debito della banca centrale nell'ambito dell'allentamento quantitativo hanno inoltre escluso parti del debito pubblico in essere dalle pressioni di mercato. Cfr. FMI, *Fiscal Monitor*, ottobre 2011.

confrontarsi con sfide significative per ripristinare le prospettive di crescita e conseguire una ripresa sostenibile e duratura. È probabile quindi che la ripresa nelle due economie sia lenta e soggetta a incertezza, in linea con i precedenti episodi successivi a crisi finanziarie.

L'esperienza del Giappone mostra anche che i miglioramenti temporanei potrebbero non essere in grado di autoalimentarsi se le cause sottostanti la crisi non sono corrette in maniera sufficiente. Un insegnamento consiste nel fatto che il risanamento del sistema finanziario è un presupposto essenziale per una ripresa duratura, poiché un settore finanziario che presenta disfunzioni potrebbe ostacolare la crescita della produttività deprimendo gli investimenti, le forze della "distruzione creativa" e, in ultima istanza, l'innovazione. Una ripresa più sostenuta in Giappone si è affermata solamente dopo che era stata attuata un'articolata strategia per ripristinare la solidità finanziaria (2001-2003)<sup>12</sup>. Anche con una risposta di *policy* più articolata, il risanamento dei bilanci richiede tempo e può comportare una riduzione della flessibilità e una

perdita di capitale per effetto di un lungo periodo di sottoutilizzo delle risorse e di sottoccupazione. L'esperienza giapponese mette altresì in evidenza l'importanza di rimuovere gli ostacoli alla crescita attraverso riforme strutturali. In assenza di queste riforme, i problemi derivanti dalle carenze strutturali sono destinati a ripresentarsi ed è probabile che la ripresa sia lenta, fragile e soggetta a inversioni. Benché unica nelle sue cause di fondo e con conseguenze non ancora del tutto note, la crisi del debito sovrano nell'area dell'euro ha portato in primo piano le carenze strutturali e i limiti degli accordi istituzionali. La crescente consapevolezza della necessità di riforme in Europa, nonché le misure concrete adottate allo scopo di ripristinare finanze pubbliche sane, una migliore capitalizzazione del sistema bancario, il rafforzamento della *governance* dell'area dell'euro e il ripristino della competitività dei paesi rappresentano apprezzabili passi in tale direzione.

12) Cfr. Syed M., K. Kang e K. Tokuoka (2009), "Lost Decade" in *Translation: What Japan's Crisis could Portend about Recovery from the Great Recession*, Working Paper dell'FMI, WP/09/282.

# 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	4,2	0,81	3,36
2011	2,0	2,3	2,2	-	2,4	0,9	1,39	2,65
2011 2° trim.	1,7	2,4	2,1	-	2,6	1,3	1,42	3,41
3° trim.	1,4	2,3	2,4	-	2,5	0,6	1,56	2,48
4° trim.	1,9	2,1	2,2	-	2,1	-0,3	1,50	2,65
2012 1° trim.	2,2	2,5	2,5	-	0,9	.	1,04	2,60
2011 nov.	2,1	2,1	1,9	2,0	1,7	-1,1	1,48	3,07
dic.	1,7	1,8	1,5	2,0	1,1	-0,3	1,43	2,65
2012 gen.	2,1	2,3	2,5	2,3	1,2	0,4	1,22	2,67
feb.	2,5	2,8	2,8	2,8	0,8	0,8	1,05	2,59
mar.	2,7	2,9	3,2	.	0,6	.	0,86	2,60
apr.	.	.	.	.	.	.	0,74	2,47

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

	IAPC <sup>b)</sup>	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	PIL (dest.)	Produzione industriale (escluse costruzioni)	Utilizzo della capacità produttiva nell'industria mani- fatturiera (in perc.)	Occupazione (dest.)	Disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro; dest.)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2010	1,6	2,9	1,5	1,9	7,3	76,7	-0,5	10,1
2011	2,7	5,9	2,8	1,5	3,5	80,3	0,1	10,2
2011 3° trim.	2,7	5,9	2,6	1,3	3,9	80,0	0,2	10,2
4° trim.	2,9	5,1	2,8	0,7	-0,2	79,7	-0,2	10,6
2012 1° trim.	2,7	.	.	.	.	79,7	.	10,9
2011 nov.	3,0	5,4	-	-	0,0	-	-	10,6
dic.	2,7	4,3	-	-	-1,6	-	-	10,6
2012 gen.	2,7	3,8	-	-	-1,7	79,8	-	10,8
feb.	2,7	3,6	-	-	-1,9	-	-	10,8
mar.	2,7	.	-	-	.	-	-	10,9
apr.	2,6	.	-	-	.	79,6	-	.

#### 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	Beni	Investimenti diretti e di portafoglio				Nominale	Reale (IPC)	
2010	-0,4	15,1	51,2	591,2	-13,4	120,4	103,6	101,6	1,3257
2011	7,6	4,6	157,1	667,1	-12,1	120,5	103,4	100,7	1,3920
2011 2° trim.	-17,9	-2,4	107,2	580,9	-13,5	118,9	105,2	102,6	1,4391
3° trim.	4,4	2,8	15,8	646,6	-13,1	122,5	103,5	100,6	1,4127
4° trim.	39,9	14,3	-59,1	667,1	-12,1	120,5	102,1	99,4	1,3482
2012 1° trim.	.	.	.	671,3	.	.	99,5	96,9	1,3108
2011 nov.	11,5	5,7	-7,4	683,5	.	.	102,6	99,9	1,3556
dic.	23,3	8,2	-43,7	667,1	.	.	100,8	98,2	1,3179
2012 gen.	-10,0	-9,2	-49,8	702,4	.	.	98,9	96,3	1,2905
feb.	-4,3	2,4	12,8	696,4	.	.	99,6	97,2	1,3224
mar.	.	.	.	671,3	.	.	99,8	97,3	1,3201
apr.	.	.	.	.	.	.	99,5	96,9	1,3162

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

	6 aprile 2012	13 aprile 2012	20 aprile 2012	27 aprile 2012
<b>Oro e crediti in oro</b>	432.706	432.706	432.706	432.705
<b>Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	240.334	239.669	240.381	241.240
<b>Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	53.771	54.513	54.618	52.449
<b>Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	19.870	20.106	19.271	20.271
<b>Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	1.154.483	1.147.981	1.142.714	1.139.372
Operazioni di rifinanziamento principali	62.625	55.362	51.775	46.369
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	1.090.891	1.090.626	1.090.626	1.092.384
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	966	1.993	311	619
Crediti connessi a scarti di garanzia	0	0	1	1
<b>Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	60.752	62.548	183.692	184.738
<b>Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	627.950	627.712	609.674	608.287
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	280.423	280.680	281.148	281.629
Altri titoli	347.526	347.032	328.526	326.658
<b>Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche</b>	31.131	31.131	31.131	31.131
<b>Altre attività</b>	344.337	358.493	252.923	251.910
<b>Attività totali</b>	<b>2.965.333</b>	<b>2.974.859</b>	<b>2.967.109</b>	<b>2.962.103</b>

#### 2. Passività

	6 aprile 2012	13 aprile 2012	20 aprile 2012	27 aprile 2012
<b>Banconote in circolazione</b>	880.885	874.293	869.653	872.690
<b>Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	1.084.998	1.086.212	1.084.186	1.099.466
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	86.003	129.019	93.498	91.254
Depositi <i>overnight</i>	784.829	742.825	775.650	793.958
Depositi a tempo determinato	213.500	214.000	214.000	214.000
Operazioni temporanee di <i>fine tuning</i>	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	667	367	1.037	253
<b>Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	2.288	2.386	2.388	2.402
<b>Certificati di debito</b>	0	0	0	0
<b>Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	157.631	169.809	166.552	140.609
<b>Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	74.064	76.841	76.522	76.400
<b>Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	4.681	3.597	3.819	5.159
<b>Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	7.579	7.846	8.587	8.685
<b>Contropartite dei DSP dell'FMI</b>	54.716	54.716	54.716	54.716
<b>Altre passività</b>	215.159	214.196	215.708	217.000
<b>Rivalutazioni</b>	399.445	399.445	399.445	399.445
<b>Capitale e riserve</b>	83.887	85.519	85.532	85.532
<b>Passività totali</b>	<b>2.965.333</b>	<b>2.974.859</b>	<b>2.967.109</b>	<b>2.962.103</b>

Fonte: BCE.

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

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

Con effetto dal <sup>1)</sup>	Depositi <i>overnight</i> presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento principali			Operazioni di rifinanziamento marginale	
			Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile			
	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Livello	Livello	Variazione	Livello	Variazione
	Livello	Variazione					
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1 gen.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 <sup>2)</sup>	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
9 apr.	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5 nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 4 feb.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
17 mar.	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28 apr.	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9 giu.	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28 <sup>3)</sup>	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
1 set.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6 ott.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11 mag.	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31 ago.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18 set.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9 nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6 dic.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7 mar.	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6 giu.	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005 6 dic.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006 8 mar.	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
15 giu.	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
9 ago.	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
11 ott.	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
13 dic.	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007 14 mar.	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
13 giu.	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008 9 lug.	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
8 ott.	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
9 <sup>4)</sup>	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
15 <sup>5)</sup>	3,25	...	3,75	-	-0,50	4,25	...
12 nov.	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50
10 dic.	2,00	-0,75	2,50	-	-0,75	3,00	-0,75
2009 21 gen.	1,00	-1,00	2,00	-	-0,50	3,00	...
11 mar.	0,50	-0,50	1,50	-	-0,50	2,50	-0,50
8 apr.	0,25	-0,25	1,25	-	-0,25	2,25	-0,25
13 mag.	0,25	...	1,00	-	-0,25	1,75	-0,50
2011 13 apr.	0,50	0,25	1,25	-	0,25	2,00	0,25
13 lug.	0,75	0,25	1,50	-	0,25	2,25	0,25
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									
2012 25 gen.	130.317	136	130.317	1,00	-	-	-	-	7
1 feb.	115.579	135	115.579	1,00	-	-	-	-	7
8	109.462	135	109.462	1,00	-	-	-	-	7
15	142.751	160	142.751	1,00	-	-	-	-	7
22	166.490	169	166.490	1,00	-	-	-	-	7
29	29.469	83	29.469	1,00	-	-	-	-	7
7 mar.	17.541	65	17.541	1,00	-	-	-	-	7
14	42.178	75	42.178	1,00	-	-	-	-	7
21	59.543	78	59.543	1,00	-	-	-	-	7
28	61.078	81	61.078	1,00	-	-	-	-	7
4 apr.	62.625	80	62.625	1,00	-	-	-	-	7
11	55.362	82	55.362	1,00	-	-	-	-	7
18	51.775	85	51.775	1,00	-	-	-	-	7
25	46.369	82	46.369	1,00	-	-	-	-	7
2 mag.	34.420	77	34.420	1,00	-	-	-	-	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine									
2011 14 dic.	41.150	42	41.150	1,00	-	-	-	-	35
22	29.741	72	29.741	1,00	-	-	-	-	98
22 <sup>5)6)</sup>	489.191	523	489.191	-	-	-	-	-	1.134
2012 18 gen.	38.734	44	38.734	1,00	-	-	-	-	28
26	19.580	54	19.580	1,00	-	-	-	-	91
15 feb.	14.325	18	14.325	1,00	-	-	-	-	28
1 mar. <sup>5)</sup>	6.496	30	6.496	-	-	-	-	-	91
1 <sup>5)6)</sup>	529.531	800	529.531	-	-	-	-	-	1.092
14	9.754	19	9.754	1,00	-	-	-	-	28
29 <sup>5)</sup>	25.127	48	25.127	-	-	-	-	-	91
11 apr.	11.389	20	11.389	1,00	-	-	-	-	28
26 <sup>5)</sup>	21.338	39	21.338	-	-	-	-	-	91

#### 2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	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 massimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2012 25 gen.	Raccolta di depositi a tempo determinato	345.649	113	219.000	-	-	1,00	0,30	0,28	7
1 feb.	Raccolta di depositi a tempo determinato	325.503	100	219.000	-	-	1,00	0,28	0,27	7
8	Raccolta di depositi a tempo determinato	344.328	97	219.000	-	-	1,00	0,28	0,27	7
15	Raccolta di depositi a tempo determinato	351.861	97	219.500	-	-	1,00	0,28	0,27	7
22	Raccolta di depositi a tempo determinato	372.243	91	219.500	-	-	1,00	0,27	0,27	7
29	Raccolta di depositi a tempo determinato	331.939	79	219.500	-	-	1,00	0,27	0,26	7
7 mar.	Raccolta di depositi a tempo determinato	452.118	106	219.500	-	-	1,00	0,26	0,26	7
14	Raccolta di depositi a tempo determinato	437.434	91	218.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
21	Raccolta di depositi a tempo determinato	429.702	92	218.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
28	Raccolta di depositi a tempo determinato	322.943	82	213.500	-	-	1,00	0,26	0,26	7
4 apr.	Raccolta di depositi a tempo determinato	415.044	78	213.500	-	-	1,00	0,26	0,26	7
11	Raccolta di depositi a tempo determinato	365.273	66	214.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
18	Raccolta di depositi a tempo determinato	438.325	75	214.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
25	Raccolta di depositi a tempo determinato	411.451	70	214.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
2 mag.	Raccolta di depositi a tempo determinato	389.405	58	214.000	-	-	1,00	0,26	0,26	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, purché 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**

Aggregato soggetto a riserva nel periodo: (fine periodo)	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva positivo <sup>1)</sup>		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	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9
2009	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7
2010	18.318,2	9.808,5	760,4	2.475,7	1.170,1	4.103,5
2011	18.948,1	9.962,6	644,3	2.683,3	1.335,4	4.322,5
2011 ott.	19.126,2	9.718,9	657,4	2.788,5	1.562,7	4.398,7
nov.	19.073,0	9.708,5	673,6	2.776,0	1.509,5	4.405,4
dic.	18.970,0	9.790,9	687,7	2.781,2	1.303,5	4.406,8
2012 gen.	19.111,4	9.901,1	684,7	2.784,2	1.343,8	4.397,7
feb.	19.090,1	9.870,4	700,9	2.768,7	1.356,6	4.393,6

**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
2008	217,2	218,7	1,5	0,0	3,25
2009	210,2	211,4	1,2	0,0	1,00
2010	211,8	212,5	0,7	0,5	1,00
2011	207,7	212,2	4,5	0,0	1,25
2011 13 dic.	207,7	212,2	4,5	0,0	1,25
2012 17 gen.	207,0	212,3	5,3	0,0	1,00
14 feb.	103,3	108,1	4,7	0,0	1,00
13 mar.	104,3	108,9	4,6	0,0	1,00
10 apr.	105,4	109,6	4,3	0,0	1,00
8 mag.	105,2				

**3. Liquidità**

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema											
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità <sup>2)</sup>	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità <sup>3)</sup>	Banconote in circolazione	Conti delle amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2008	580,5	337,3	457,2	2,7	0,0	200,9	4,9	731,1	107,8	114,3	218,7	1.150,7
2009	407,6	55,8	593,4	0,7	24,6	65,7	9,9	775,2	150,1	-130,2	211,4	1.052,3
2010	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1.073,1
2011	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 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
2012 17 gen.	683,9	169,4	627,3	6,0	278,6	399,3	210,8	883,7	67,7	-8,7	212,3	1.495,3
14 feb.	698,3	120,6	683,6	2,3	282,4	489,0	218,5	870,1	100,1	1,6	108,1	1.467,1
13 mar.	688,2	89,1	860,1	2,2	288,1	621,0	219,5	868,8	129,0	-19,4	108,9	1.598,6
10 apr.	667,6	56,4	1.093,4	3,0	280,6	771,3	215,8	871,2	146,3	-13,3	109,6	1.752,1

Fonte: BCE.

- 1) È applicato un coefficiente dell'1 per cento a partire dal periodo di mantenimento che comincia il 18 gennaio 2012. Un coefficiente del 2 per cento è applicato a tutti i periodi di mantenimento precedenti.
- 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>														
2010	3.212,4	1.566,8	18,6	0,9	1.547,3	573,6	425,4	9,4	138,7	-	18,6	684,1	8,0	361,4
2011	4.700,4	2.728,5	18,0	1,0	2.709,5	717,2	556,9	10,9	149,5	-	20,3	779,2	8,1	447,0
2011 4° trim.	4.700,4	2.728,5	18,0	1,0	2.709,5	717,2	556,9	10,9	149,5	-	20,3	779,2	8,1	447,0
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	5.187,4	3.238,6	18,0	1,0	3.219,6	744,5	578,5	10,5	155,4	-	21,0	773,9	8,1	401,4
2011 dic.	4.700,4	2.728,5	18,0	1,0	2.709,5	717,2	556,9	10,9	149,5	-	20,3	779,2	8,1	447,0
2012 gen.	4.740,8	2.762,7	18,0	1,0	2.743,7	731,3	571,9	11,0	148,4	-	20,7	809,4	8,1	408,6
feb.	4.821,7	2.789,0	18,0	1,0	2.770,0	738,0	578,0	11,2	148,8	-	21,0	803,2	8,0	462,4
mar. <sup>(p)</sup>	5.187,4	3.238,6	18,0	1,0	3.219,6	744,5	578,5	10,5	155,4	-	21,0	773,9	8,1	401,4
<b>IFM escluso l'Eurosistema</b>														
2010	32.199,5	17.765,0	1.221,8	11.026,0	5.517,1	4.938,6	1.524,2	1.528,6	1.885,8	59,9	1.233,1	4.321,5	223,5	3.657,9
2011	33.542,9	18.482,4	1.160,0	11.162,0	6.160,4	4.766,9	1.397,5	1.517,9	1.851,6	50,2	1.213,5	4.252,7	233,2	4.544,0
2011 4° trim.	33.542,9	18.482,4	1.160,0	11.162,0	6.160,4	4.766,9	1.397,5	1.517,9	1.851,6	50,2	1.213,5	4.252,7	233,2	4.544,0
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	33.758,9	18.620,7	1.136,9	11.162,1	6.321,8	4.951,9	1.519,0	1.515,8	1.917,0	60,1	1.233,5	4.253,0	220,9	4.418,7
2011 dic.	33.542,9	18.482,4	1.160,0	11.162,0	6.160,4	4.766,9	1.397,5	1.517,9	1.851,6	50,2	1.213,5	4.252,7	233,2	4.544,0
2012 gen.	33.723,1	18.502,9	1.156,3	11.195,0	6.151,6	4.839,8	1.448,1	1.521,4	1.870,3	51,7	1.231,7	4.232,7	231,0	4.633,4
feb.	33.709,3	18.474,6	1.140,5	11.164,3	6.169,8	4.929,1	1.496,6	1.527,9	1.904,5	55,8	1.224,3	4.209,6	224,8	4.591,2
mar. <sup>(p)</sup>	33.758,9	18.620,7	1.136,9	11.162,1	6.321,8	4.951,9	1.519,0	1.515,8	1.917,0	60,1	1.233,5	4.253,0	220,9	4.418,7

#### 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>											
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	4.700,4	913,7	2.609,0	63,8	12,1	2.533,1	-	0,0	481,2	285,3	411,1
2011 4° trim.	4.700,4	913,7	2.609,0	63,8	12,1	2.533,1	-	0,0	481,2	285,3	411,1
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	5.187,4	894,7	3.176,5	135,9	9,0	3.031,5	-	0,0	508,7	206,7	400,9
2011 dic.	4.700,4	913,7	2.609,0	63,8	12,1	2.533,1	-	0,0	481,2	285,3	411,1
2012 gen.	4.740,8	893,6	2.666,9	108,7	9,8	2.548,4	-	0,0	521,5	243,3	415,5
feb.	4.821,7	892,1	2.752,7	135,6	12,4	2.604,6	-	0,0	526,3	241,2	409,4
mar. <sup>(p)</sup>	5.187,4	894,7	3.176,5	135,9	9,0	3.031,5	-	0,0	508,7	206,7	400,9
<b>IFM escluso l'Eurosistema</b>											
2010	32.199,5	-	16.497,6	196,2	10.526,4	5.774,9	612,3	4.847,4	2.045,5	4.218,2	3.978,5
2011	33.542,9	-	17.267,2	195,5	10.752,4	6.319,3	570,5	5.008,1	2.234,1	3.803,2	4.659,9
2011 4° trim.	33.542,9	-	17.267,2	195,5	10.752,4	6.319,3	570,5	5.008,1	2.234,1	3.803,2	4.659,9
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	33.758,9	-	17.461,7	192,5	10.804,1	6.465,1	554,3	5.064,4	2.258,9	3.931,2	4.488,3
2011 dic.	33.542,9	-	17.267,2	195,5	10.752,4	6.319,3	570,5	5.008,1	2.234,1	3.803,2	4.659,9
2012 gen.	33.723,1	-	17.257,8	210,5	10.764,2	6.283,1	547,6	5.015,9	2.258,1	3.859,3	4.784,4
feb.	33.709,3	-	17.279,6	206,6	10.776,5	6.296,5	530,5	5.042,4	2.264,7	3.837,5	4.754,6
mar. <sup>(p)</sup>	33.758,9	-	17.461,7	192,5	10.804,1	6.465,1	554,3	5.064,4	2.258,9	3.931,2	4.488,3

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Consistenze di titoli emessi da residenti nell'area dell'euro. Le consistenze di titoli emessi da non residenti nell'area dell'euro sono incluse nelle attività verso non residenti nell'area dell'euro.
- 3) Una modifica del sistema di registrazione dei prodotti derivati, adottata da uno Stato membro a dicembre 2010, ha determinato un aumento di questa posizione.
- 4) Consistenze detenute da residenti nell'area dell'euro.
- 5) Le consistenze di titoli con scadenza fino a due anni e detenute da non residenti 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>											
2010	25.756,7	12.267,4	1.240,4	11.027,0	3.487,7	1.949,7	1.538,1	800,4	5.005,6	231,5	3.964,1
2011	26.771,6	12.340,9	1.178,0	11.163,0	3.483,1	1.954,4	1.528,7	739,5	5.031,9	241,4	4.934,8
2011 4° trim.	26.771,6	12.340,9	1.178,0	11.163,0	3.483,1	1.954,4	1.528,7	739,5	5.031,9	241,4	4.934,8
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	26.723,5	12.317,9	1.154,9	11.163,1	3.623,9	2.097,5	1.526,3	755,6	5.026,9	229,0	4.770,2
2011 dic.	26.771,6	12.340,9	1.178,0	11.163,0	3.483,1	1.954,4	1.528,7	739,5	5.031,9	241,4	4.934,8
2012 gen.	26.942,9	12.370,3	1.174,3	11.196,0	3.552,4	2.020,1	1.532,4	747,6	5.042,1	239,1	4.991,4
feb.	26.932,2	12.323,8	1.158,5	11.165,3	3.613,7	2.074,6	1.539,1	745,1	5.012,8	232,8	5.004,1
mar. <sup>(p)</sup>	26.723,5	12.317,9	1.154,9	11.163,1	3.623,9	2.097,5	1.526,3	755,6	5.026,9	229,0	4.770,2
<b>Transazioni</b>											
2010	577,6	412,8	206,3	206,5	138,1	140,5	-2,5	5,7	-112,3	2,3	130,8
2011	1.029,7	57,3	-58,8	116,1	132,1	150,2	-18,1	-30,0	-37,3	8,1	899,4
2011 4° trim.	-255,8	-101,2	13,5	-114,7	80,3	41,4	38,9	-9,0	-173,6	3,8	-56,0
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	103,7	-1,9	-22,2	20,3	148,8	146,5	2,4	19,1	67,8	-12,4	-117,1
2011 dic.	63,8	-80,7	15,1	-95,8	-4,4	1,6	-6,0	-9,6	-19,8	2,6	175,7
2012 gen.	238,8	37,2	-3,0	40,3	75,2	66,8	8,4	8,1	18,0	-3,2	103,9
feb.	44,1	-36,2	-16,2	-20,0	52,5	46,6	5,9	-1,4	20,3	-5,6	14,5
mar. <sup>(p)</sup>	-179,2	-2,9	-3,0	0,0	21,1	33,1	-12,0	12,3	29,4	-3,6	-235,5

**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>										
2010	25.756,7	808,6	264,2	10.535,1	552,4	2.822,9	2.022,6	4.372,0	4.350,2	28,6
2011	26.771,6	857,5	259,3	10.764,5	520,3	3.007,0	2.221,0	4.088,5	5.071,0	-17,5
2011 4° trim.	26.771,6	857,5	259,3	10.764,5	520,3	3.007,0	2.221,0	4.088,5	5.071,0	-17,5
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	26.723,5	844,8	328,4	10.813,1	494,1	2.991,9	2.268,7	4.137,9	4.889,2	-44,8
2011 dic.	26.771,6	857,5	259,3	10.764,5	520,3	3.007,0	2.221,0	4.088,5	5.071,0	-17,5
2012 gen.	26.942,9	843,0	319,2	10.774,0	495,9	2.997,2	2.274,9	4.102,7	5.199,9	-63,7
feb.	26.932,2	842,5	342,2	10.788,9	474,7	2.989,0	2.290,9	4.078,7	5.164,0	-38,8
mar. <sup>(p)</sup>	26.723,5	844,8	328,4	10.813,1	494,1	2.991,9	2.268,7	4.137,9	4.889,2	-44,8
<b>Transazioni</b>										
2010	577,6	38,6	11,8	331,6	-98,2	38,3	99,8	-25,5	145,9	35,3
2011	1.029,7	49,1	-0,8	174,3	-29,1	50,5	137,7	-199,2	893,3	-46,0
2011 4° trim.	-255,8	26,4	-2,2	-31,3	-6,6	-49,1	46,8	-115,0	-102,8	-22,0
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	103,7	-12,5	69,3	55,3	22,1	-4,0	13,1	113,3	-159,2	6,3
2011 dic.	63,8	16,2	-5,4	21,5	-4,7	-22,5	24,6	-36,7	95,8	-24,9
2012 gen.	238,8	-14,4	59,9	12,3	7,9	-14,6	8,0	59,7	131,5	-11,5
feb.	44,1	-0,4	23,2	20,1	0,3	6,4	-0,2	-0,6	-28,5	23,8
mar. <sup>(p)</sup>	-179,2	2,3	-13,8	22,9	13,9	4,3	5,3	54,2	-262,2	-6,0

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-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	Prestiti		Per memoria: prestiti corretti per vendite e cartolarizzazioni <sup>4)</sup>
										10		11
Consistenze												
2010	4.702,1	3.707,3	8.409,4	1.130,5	9.539,9	-	7.276,6	3.216,8	13.384,8	11.048,7	-	619,5
2011	4.786,2	3.804,7	8.590,9	1.149,3	9.740,1	-	7.683,9	3.158,6	13.451,4	11.185,5	-	929,2
2011 4° trim.	4.786,2	3.804,7	8.590,9	1.149,3	9.740,1	-	7.683,9	3.158,6	13.451,4	11.185,5	-	929,2
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	4.844,3	3.880,9	8.725,3	1.154,6	9.879,9	-	7.654,7	3.249,5	13.472,5	11.183,7	-	907,3
2011 dic.	4.786,2	3.804,7	8.590,9	1.149,3	9.740,1	-	7.683,9	3.158,6	13.451,4	11.185,5	-	929,2
2012 gen.	4.790,3	3.837,1	8.627,4	1.136,5	9.763,9	-	7.741,2	3.195,6	13.485,5	11.214,5	-	937,3
feb.	4.815,2	3.869,7	8.684,8	1.128,6	9.813,5	-	7.728,0	3.231,5	13.474,5	11.192,8	-	928,5
mar. <sup>(p)</sup>	4.844,3	3.880,9	8.725,3	1.154,6	9.879,9	-	7.654,7	3.249,5	13.472,5	11.183,7	-	907,3
Transazioni												
2010	195,9	-10,0	185,9	-24,2	161,8	-	249,6	347,1	210,1	207,7	264,6	-86,1
2011	77,9	76,4	154,2	-7,0	147,2	-	214,0	90,0	69,0	117,0	143,4	161,8
2011 4° trim.	4,2	-11,3	-7,1	-71,4	-78,5	-	-12,3	70,2	-57,7	-63,2	-26,4	-52,2
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	61,4	77,7	139,1	44,8	183,9	-	-40,8	95,1	49,1	18,4	25,9	-13,0
2011 dic.	-2,9	-4,9	-7,7	-22,8	-30,5	-	-17,4	37,9	-81,1	-71,0	-66,0	5,3
2012 gen.	5,8	33,1	38,9	10,1	49,0	-	17,3	38,7	46,1	36,2	41,2	-29,6
feb.	27,3	33,4	60,7	13,8	74,5	-	-13,0	27,5	0,0	-11,0	-8,2	17,4
mar. <sup>(p)</sup>	28,4	11,1	39,5	20,8	60,4	-	-45,2	28,9	3,1	-6,8	-7,0	-0,8
Variazioni percentuali												
2010	4,4	-0,3	2,3	-2,1	1,7	1,8	3,6	12,1	1,6	1,9	2,4	-86,1
2011	1,7	2,1	1,8	-0,7	1,5	2,0	2,9	3,0	0,5	1,1	1,3	161,8
2011 4° trim.	1,7	2,1	1,8	-0,7	1,5	2,0	2,9	3,0	0,5	1,1	1,3	161,8
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	2,7	3,3	2,9	5,1	3,2	2,8	1,2	7,3	0,5	0,6	1,2	-18,0
2011 dic.	1,7	2,1	1,8	-0,7	1,5	2,0	2,9	3,0	0,5	1,1	1,3	161,8
2012 gen.	2,1	2,6	2,3	4,2	2,5	2,3	2,7	4,5	0,7	1,2	1,6	106,8
feb.	2,5	3,1	2,8	2,8	2,8	2,8	2,1	5,6	0,4	0,8	1,2	107,5
mar. <sup>(p)</sup>	2,7	3,3	2,9	5,1	3,2	.	1,2	7,3	0,5	0,6	1,2	-18,0

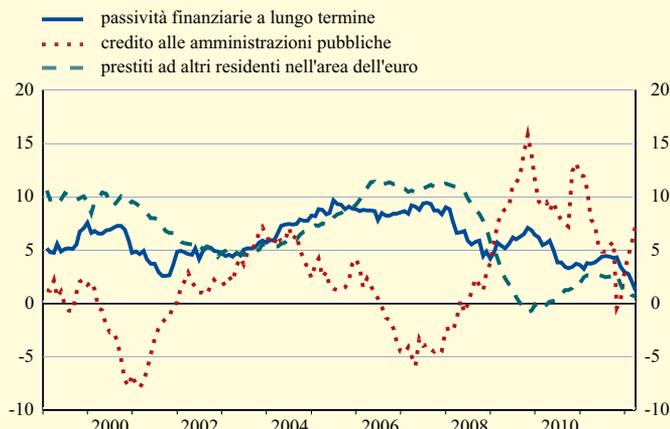
### F1 Aggregati monetari <sup>1)</sup>

(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/aggregate/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>

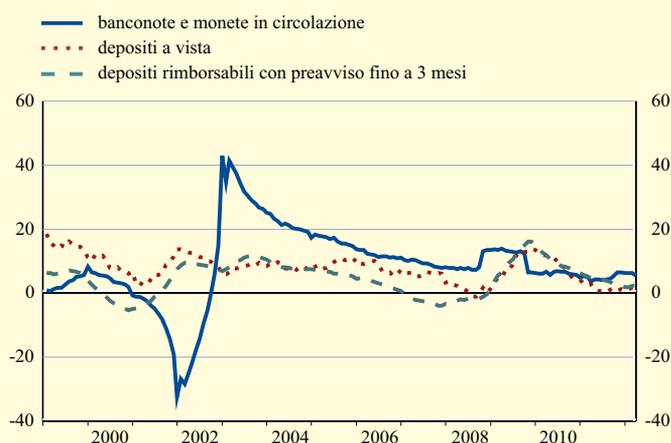
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 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											
2010	794,0	3.908,2	1.794,7	1.912,6	438,6	568,7	123,1	2.719,0	118,9	2.432,1	2.006,6
2011	843,2	3.942,9	1.846,3	1.958,4	407,6	535,4	206,3	2.821,8	115,4	2.544,1	2.202,5
2011 4° trim.	843,2	3.942,9	1.846,3	1.958,4	407,6	535,4	206,3	2.821,8	115,4	2.544,1	2.202,5
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	847,8	3.996,6	1.905,6	1.975,3	417,1	493,1	244,4	2.745,9	113,1	2.521,9	2.273,8
2011 dic.	843,2	3.942,9	1.846,3	1.958,4	407,6	535,4	206,3	2.821,8	115,4	2.544,1	2.202,5
2012 gen.	849,9	3.940,5	1.877,8	1.959,3	431,7	499,6	205,2	2.809,5	114,4	2.549,6	2.267,6
feb.	852,6	3.962,5	1.901,0	1.968,6	436,7	473,1	218,9	2.775,2	113,9	2.550,9	2.287,9
mar. <sup>(p)</sup>	847,8	3.996,6	1.905,6	1.975,3	417,1	493,1	244,4	2.745,9	113,1	2.521,9	2.273,8
Transazioni											
2010	36,5	159,5	-122,1	112,1	96,3	-101,3	-19,2	59,3	-14,1	107,9	96,4
2011	49,4	28,4	39,8	36,6	-10,0	-29,9	32,9	19,5	-2,4	61,8	135,1
2011 4° trim.	11,2	-7,0	-8,0	-3,3	-99,5	6,2	21,9	-45,7	-3,0	9,1	27,3
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	4,7	56,7	59,4	18,4	9,7	6,2	28,9	-55,6	-3,2	-18,9	36,9
2011 dic.	-1,3	-1,6	9,7	-14,6	-52,9	10,9	19,2	-26,6	-0,8	-3,8	13,7
2012 gen.	6,8	-1,1	31,9	1,3	24,0	-3,3	-10,6	-7,6	-0,9	6,4	19,4
feb.	2,8	24,5	23,1	10,4	5,3	-5,1	13,6	-19,6	-1,5	4,1	4,1
mar. <sup>(p)</sup>	-4,9	33,3	4,4	6,7	-19,6	14,6	25,9	-28,3	-0,9	-29,5	13,5
Variazioni percentuali											
2010	4,8	4,3	-6,4	6,2	28,3	-15,1	-14,0	2,3	-10,6	4,7	5,2
2011	6,2	0,7	2,2	1,9	-2,3	-5,2	23,8	0,7	-2,1	2,5	6,7
2011 4° trim.	6,2	0,7	2,2	1,9	-2,3	-5,2	23,8	0,7	-2,1	2,5	6,7
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	5,5	2,1	4,1	2,4	4,1	0,0	20,0	-2,7	-5,2	1,1	6,8
2011 dic.	6,2	0,7	2,2	1,9	-2,3	-5,2	23,8	0,7	-2,1	2,5	6,7
2012 gen.	6,2	1,2	3,3	1,9	11,5	-2,7	11,3	-0,3	-2,9	2,5	7,4
feb.	6,2	1,7	4,0	2,3	4,2	-3,2	21,2	-1,4	-4,4	2,6	6,6
mar. <sup>(p)</sup>	5,5	2,1	4,1	2,4	4,1	0,0	20,0	-2,7	-5,2	1,1	6,8

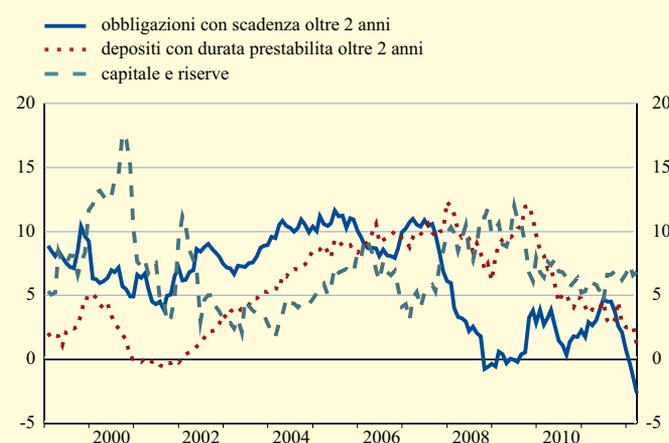
### F3 Componenti degli aggregati monetari <sup>1)</sup>

(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>

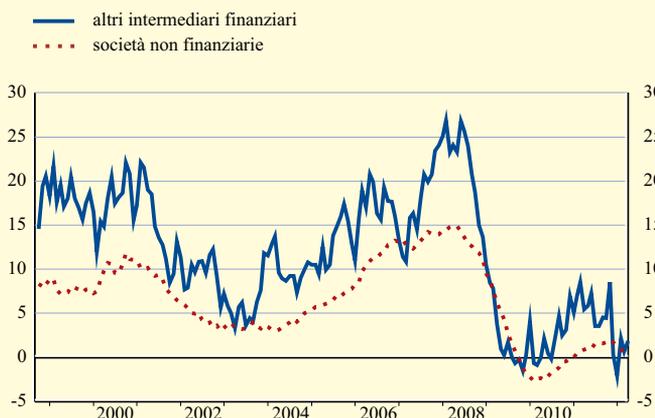
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 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>												
2010	93,7	1.128,5	4.668,5	-	1.127,6	899,0	2.641,9	5.158,0	-	638,5	3.700,6	819,0
2011	91,1	1.139,3	4.722,7	-	1.146,8	860,8	2.715,1	5.232,4	-	626,2	3.777,5	828,8
2011 4° trim.	91,1	1.139,3	4.722,7	-	1.146,8	860,8	2.715,1	5.232,4	-	626,2	3.777,5	828,8
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	87,9	1.150,8	4.703,4	-	1.137,2	849,2	2.716,9	5.241,7	-	621,3	3.792,0	828,4
2011 dic.	91,1	1.139,3	4.722,7	-	1.146,8	860,8	2.715,1	5.232,4	-	626,2	3.777,5	828,8
2012 gen.	87,7	1.168,2	4.718,6	-	1.146,5	853,6	2.718,5	5.239,9	-	626,8	3.781,9	831,3
feb.	84,2	1.161,8	4.710,0	-	1.142,2	849,5	2.718,3	5.236,8	-	624,2	3.782,9	829,7
mar. <sup>(p)</sup>	87,9	1.150,8	4.703,4	-	1.137,2	849,2	2.716,9	5.241,7	-	621,3	3.792,0	828,4
<b>Transazioni</b>												
2010	6,3	56,3	-1,9	45,9	-37,5	-26,3	61,9	146,9	155,5	-8,5	133,7	21,7
2011	1,4	-22,9	58,4	64,1	22,1	-20,8	57,1	80,1	100,8	-11,6	84,5	7,2
2011 4° trim.	-4,5	-9,0	-32,5	-30,0	-26,8	-8,4	2,8	-17,2	17,4	-1,2	-11,9	-4,1
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	-3,0	14,1	-7,0	-5,0	-6,7	-7,5	7,2	14,4	19,8	-2,2	15,8	0,8
2011 dic.	-1,1	-32,3	-32,2	-31,8	-25,5	-4,3	-2,4	-5,4	-1,0	0,1	0,1	-5,6
2012 gen.	-3,2	29,8	0,9	1,2	1,2	-6,5	6,2	8,8	13,4	1,5	4,3	2,9
feb.	-3,5	-4,5	-2,4	-0,7	-2,6	-2,0	2,2	-0,5	0,6	-2,0	2,1	-0,7
mar. <sup>(p)</sup>	3,7	-11,2	-5,5	-5,5	-5,3	1,0	-1,2	6,1	5,8	-1,7	9,3	-1,5
<b>Variazioni percentuali</b>												
2010	7,2	5,1	0,0	1,0	-3,2	-2,8	2,4	2,9	3,1	-1,3	3,8	2,8
2011	1,6	-2,0	1,2	1,4	2,0	-2,3	2,2	1,6	1,9	-1,8	2,3	0,9
2011 4° trim.	1,6	-2,0	1,2	1,4	2,0	-2,3	2,2	1,6	1,9	-1,8	2,3	0,9
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	-0,3	2,0	0,3	0,5	-0,4	-2,8	1,7	0,6	1,7	-2,0	1,1	0,7
2011 dic.	1,6	-2,0	1,2	1,4	2,0	-2,3	2,2	1,6	1,9	-1,8	2,3	0,9
2012 gen.	-1,3	2,2	0,9	1,0	0,7	-2,9	2,2	1,3	2,0	-1,6	1,8	1,1
feb.	-8,3	0,8	0,6	0,7	0,1	-3,2	2,0	1,2	1,8	-1,8	1,8	0,8
mar. <sup>(p)</sup>	-0,3	2,0	0,3	0,5	-0,4	-2,8	1,7	0,6	1,7	-2,0	1,1	0,7

### F5 Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie <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.

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



**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>													
2011	83,4	63,7	6,3	13,4	1.115,5	155,6	579,6	213,5	322,4	4.720,4	1.139,0	860,8	2.720,6
2011 4° trim.	83,4	63,7	6,3	13,4	1.115,5	155,6	579,6	213,5	322,4	4.720,4	1.139,0	860,8	2.720,6
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	86,0	67,9	5,0	13,1	1.142,0	184,8	590,0	220,9	331,0	4.702,8	1.137,6	850,2	2.715,0
2012 gen.	84,5	65,1	6,1	13,3	1.151,5	178,3	603,8	223,1	324,6	4.722,4	1.150,2	851,7	2.720,5
feb.	82,7	63,4	6,1	13,2	1.142,2	182,7	593,7	222,8	325,6	4.711,1	1.143,8	848,9	2.718,4
mar. <sup>(p)</sup>	86,0	67,9	5,0	13,1	1.142,0	184,8	590,0	220,9	331,0	4.702,8	1.137,6	850,2	2.715,0
<b>Transazioni</b>													
2011	1,9	2,8	1,1	-2,0	-23,7	12,8	-19,4	-10,3	6,0	57,1	21,2	-20,8	56,7
2011 4° trim.	-15,0	-15,2	1,0	-0,8	-55,8	-22,6	-54,6	4,5	-5,7	-31,4	-33,7	-9,1	11,3
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	2,8	4,3	-1,3	-0,1	29,0	29,2	12,5	7,7	8,9	-5,3	1,6	-6,5	-0,3
2012 gen.	1,3	1,4	-0,2	0,0	36,9	22,7	25,3	9,7	1,8	6,9	12,6	-8,3	2,7
feb.	-1,7	-1,7	0,1	-0,1	-7,6	4,4	-9,2	0,0	1,7	-5,1	-4,6	-0,8	0,3
mar. <sup>(p)</sup>	3,3	4,5	-1,2	-0,1	-0,3	2,1	-3,6	-2,1	5,4	-7,1	-6,4	2,6	-3,2
<b>Variazioni percentuali</b>													
2011	2,1	3,9	21,7	-13,3	-2,1	8,9	-3,2	-4,9	1,9	1,2	1,9	-2,3	2,1
2011 4° trim.	2,1	3,9	21,7	-13,3	-2,1	8,9	-3,2	-4,9	1,9	1,2	1,9	-2,3	2,1
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	-0,5	1,9	-7,8	-8,4	1,9	34,4	0,0	3,9	4,0	0,3	-0,4	-2,8	1,7
2012 gen.	-1,7	-0,8	20,1	-13,5	2,1	25,2	1,5	3,3	2,5	0,9	0,8	-2,9	2,2
feb.	-8,2	-8,5	12,5	-14,2	0,7	15,1	-1,4	2,9	3,1	0,6	0,2	-3,2	2,0
mar. <sup>(p)</sup>	-0,5	1,9	-7,8	-8,4	1,9	34,4	0,0	3,9	4,0	0,3	-0,4	-2,8	1,7

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

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti				
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10 Imprese individuali	11	12	13
<b>Consistenze</b>														
2011	5.242,7	628,4	140,9	183,8	303,7	3.784,3	14,5	56,6	3.713,2	830,1	419,7	142,8	87,5	599,8
2011 4° trim.	5.242,7	628,4	140,9	183,8	303,7	3.784,3	14,5	56,6	3.713,2	830,1	419,7	142,8	87,5	599,8
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	5.231,3	618,6	136,5	180,2	301,9	3.786,4	14,1	56,6	3.715,8	826,3	418,2	142,4	85,6	598,3
2012 gen.	5.236,6	624,4	140,1	182,5	301,8	3.782,2	14,2	56,7	3.711,4	830,0	418,6	143,2	87,3	599,5
feb.	5.228,3	619,4	137,7	180,9	300,8	3.780,8	14,0	56,6	3.710,2	828,2	418,2	143,2	86,2	598,9
mar. <sup>(p)</sup>	5.231,3	618,6	136,5	180,2	301,9	3.786,4	14,1	56,6	3.715,8	826,3	418,2	142,4	85,6	598,3
<b>Transazioni</b>														
2011	80,7	-11,7	-3,7	-6,4	-1,6	85,1	-0,2	2,7	82,6	7,3	8,8	-6,4	-2,5	16,2
2011 4° trim.	-12,5	-0,7	2,1	-2,0	-0,8	-9,0	0,3	0,4	-9,7	-2,9	10,1	-4,8	-0,1	2,1
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	-6,3	-7,1	-4,2	-2,1	-0,9	3,4	-0,4	0,1	3,7	-2,6	-1,7	-0,2	-1,3	-1,1
2012 gen.	-4,8	-3,1	-0,8	-0,7	-1,7	-2,1	-0,3	0,0	-1,9	0,4	-0,9	0,6	-0,1	0,0
feb.	-5,7	-4,4	-2,3	-1,4	-0,7	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,9	-0,3	0,1	-0,9	-0,1
mar. <sup>(p)</sup>	4,2	0,4	-1,1	0,0	1,5	5,9	0,1	0,1	5,7	-2,1	-0,6	-0,9	-0,3	-0,9
<b>Variazioni percentuali</b>														
2011	1,6	-1,8	-2,5	-3,4	-0,5	2,3	-1,7	5,0	2,3	0,9	2,1	-4,3	-2,9	2,8
2011 4° trim.	1,6	-1,8	-2,5	-3,4	-0,5	2,3	-1,7	5,0	2,3	0,9	2,1	-4,3	-2,9	2,8
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	0,6	-2,0	-1,4	-3,7	-1,3	1,1	1,1	5,1	1,0	0,7	2,2	-3,9	-2,4	2,3
2012 gen.	1,3	-1,6	-1,3	-2,9	-0,9	1,9	-1,1	5,4	1,8	1,1	2,4	-3,1	-2,2	2,6
feb.	1,2	-1,8	-1,6	-3,2	-1,1	1,8	0,1	4,7	1,7	0,8	2,1	-2,8	-2,7	2,2
mar. <sup>(p)</sup>	0,6	-2,0	-1,4	-3,7	-1,3	1,1	1,1	5,1	1,0	0,7	2,2	-3,9	-2,4	2,3

Fonte: BCE.

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

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

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

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

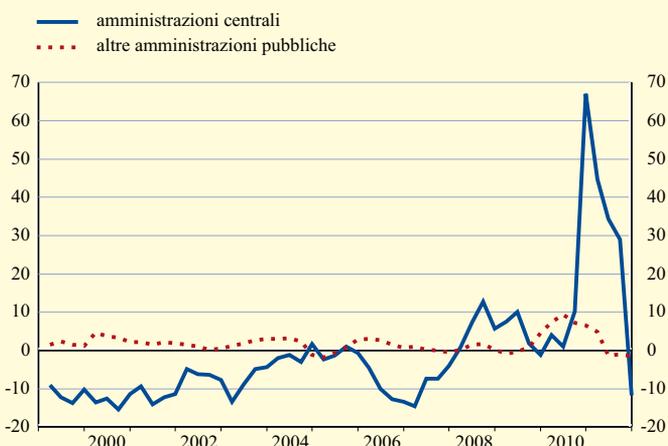
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2010	1.221,8	397,5	225,2	553,0	46,1	2.963,0	2.010,9	952,1	49,5	902,6
2011 <sup>(p)</sup>	1.160,0	348,1	221,9	567,7	21,8	3.020,5	2.022,2	998,4	62,6	935,8
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.	1.145,8	343,5	224,0	553,7	24,7	3.155,7	2.133,1	1.022,7	62,7	960,0
4° trim. <sup>(p)</sup>	1.160,0	348,1	221,9	567,7	21,8	3.020,5	2.022,2	998,4	62,6	935,8
<b>Transazioni</b>										
2010	207,2	156,3	14,9	24,1	11,9	6,3	8,3	-2,3	0,6	-3,0
2011 <sup>(p)</sup>	-58,2	-46,3	-0,1	11,1	-23,4	15,6	-26,4	42,2	13,1	29,1
2011 1° trim.	-28,2	-34,3	4,4	4,9	-3,2	56,3	0,2	56,1	6,9	49,1
2° trim.	-36,5	-13,0	-6,5	-2,1	-14,9	44,5	21,8	22,7	6,1	16,6
3° trim.	-7,1	-3,3	0,6	-2,0	-2,4	65,9	59,6	6,3	1,4	5,0
4° trim. <sup>(p)</sup>	13,5	4,3	1,4	10,3	-3,0	-151,0	-108,0	-42,9	-1,3	-41,6
<b>Variazioni percentuali</b>										
2010	20,6	67,1	7,1	4,6	35,1	0,6	0,5	-0,1	0,8	-0,2
2011 <sup>(p)</sup>	-4,8	-11,7	-0,1	2,0	-51,9	0,6	-1,2	4,5	27,0	3,2
2011 1° trim.	14,3	44,7	9,6	3,4	0,6	0,6	-0,7	2,3	16,3	1,5
2° trim.	7,1	34,4	-1,1	1,4	-38,6	2,6	0,5	6,6	30,4	5,4
3° trim.	6,2	28,9	0,2	1,8	-43,3	5,2	4,0	7,4	24,6	6,4
4° trim. <sup>(p)</sup>	-4,8	-11,7	-0,1	2,0	-51,9	0,6	-1,2	4,5	27,0	3,2

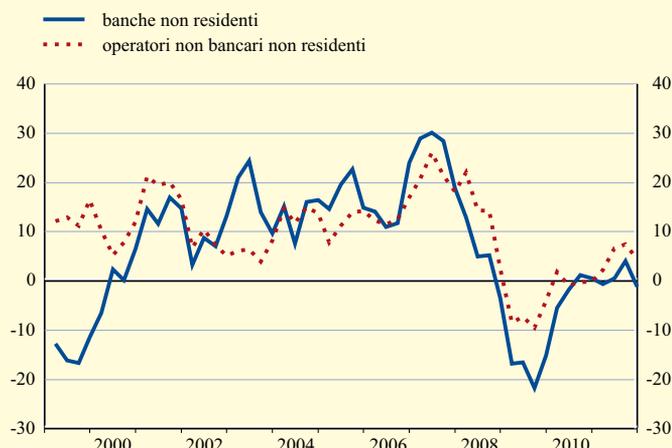
### F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche <sup>2)</sup>

(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>

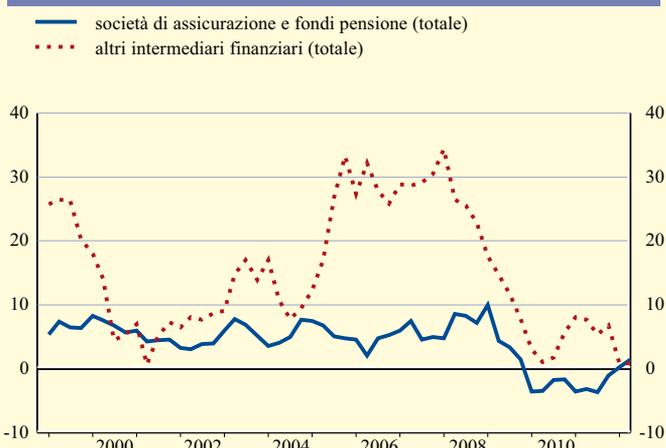
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 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	
			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	con controparti centrali	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>Consistenze</b>															
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	704,3	92,1	79,9	512,7	4,0	0,2	15,5	2.220,5	389,8	284,9	1.190,8	14,7	0,5	339,8	259,8
2011 4° trim.	704,3	92,1	79,9	512,7	4,0	0,2	15,5	2.220,5	389,8	284,9	1.190,8	14,7	0,5	339,8	259,8
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	710,8	98,0	86,7	504,6	4,5	0,2	16,8	2.207,1	416,8	266,8	1.147,4	15,6	0,4	360,2	275,7
2011 dic.	704,3	92,1	79,9	512,7	4,0	0,2	15,5	2.220,5	389,8	284,9	1.190,8	14,7	0,5	339,8	259,8
2012 gen.	720,3	109,0	83,4	510,0	4,0	0,2	13,7	2.249,3	415,6	271,6	1.188,8	12,7	0,3	360,4	270,6
feb.	721,2	106,7	87,1	506,9	4,2	0,2	16,1	2.250,7	407,9	277,9	1.175,9	14,1	0,3	374,6	286,2
mar. <sup>(p)</sup>	710,8	98,0	86,7	504,6	4,5	0,2	16,8	2.207,1	416,8	266,8	1.147,4	15,6	0,4	360,2	275,7
<b>Transazioni</b>															
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	2,2	11,7	4,2	-13,9	1,1	-0,1	-0,9	19,5	28,8	-29,1	16,4	3,9	0,1	-0,5	5,3
2011 4° trim.	-8,2	3,6	-5,2	-6,1	0,1	0,0	-0,7	-99,2	4,5	-23,7	19,0	3,3	0,1	-102,3	-79,8
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	7,4	6,0	6,9	-7,4	0,5	0,0	1,4	-10,8	27,8	-17,7	-42,2	1,0	-0,2	20,5	15,5
2011 dic.	-1,9	3,5	0,1	-3,8	-0,2	0,0	-1,4	-64,3	-8,1	-4,3	6,3	-4,4	0,1	-53,9	-44,3
2012 gen.	16,1	17,0	3,5	-2,7	0,1	0,0	-1,8	30,4	26,1	-13,0	-1,2	-2,0	-0,2	20,7	10,4
feb.	1,9	-2,1	3,8	-2,4	0,1	0,0	2,4	3,2	-6,9	6,5	-12,2	1,4	0,0	14,4	15,6
mar. <sup>(p)</sup>	-10,6	-8,9	-0,4	-2,3	0,3	0,0	0,7	-44,5	8,5	-11,2	-28,9	1,6	0,0	-14,5	-10,5
<b>Variazioni percentuali</b>															
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	0,3	14,4	5,6	-2,6	43,3	-	-5,2	0,9	8,0	-9,3	1,4	36,1	-	-0,2	2,0
2011 4° trim.	0,3	14,4	5,6	-2,6	43,3	-	-5,2	0,9	8,0	-9,3	1,4	36,1	-	-0,2	2,0
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	1,5	17,4	15,0	-3,8	43,3	-	18,7	0,9	10,9	-13,0	-1,1	32,8	-	8,0	14,6
2011 dic.	0,3	14,4	5,6	-2,6	43,3	-	-5,2	0,9	8,0	-9,3	1,4	36,1	-	-0,2	2,0
2012 gen.	0,7	17,6	9,5	-3,1	39,2	-	-18,3	3,6	8,6	-10,9	1,9	16,7	-	16,6	23,7
feb.	2,2	25,4	14,8	-3,6	38,3	-	4,2	2,5	7,8	-9,7	2,1	26,8	-	8,0	13,5
mar. <sup>(p)</sup>	1,5	17,4	15,0	-3,8	43,3	-	18,7	0,9	10,9	-13,0	-1,1	32,8	-	8,0	14,6

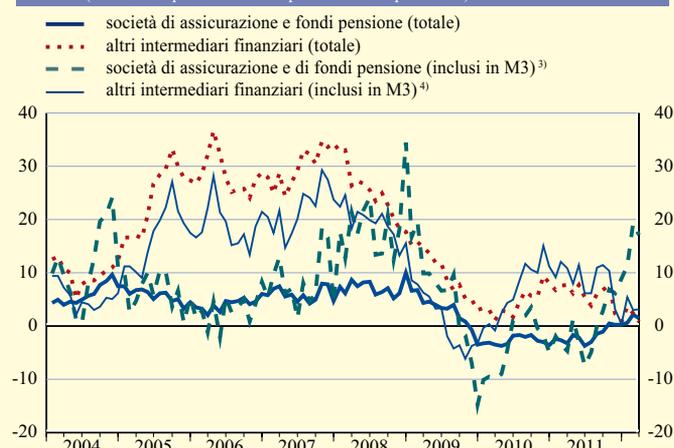
### F9 Depositi totali per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

	Società non finanziarie							Famiglie <sup>3)</sup>						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Consistenze</b>														
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	1.686,0	1.044,2	453,6	97,6	72,3	2,0	16,3	5.894,4	2.256,0	948,2	723,8	1.837,0	106,7	22,7
2011 4° trim.	1.686,0	1.044,2	453,6	97,6	72,3	2,0	16,3	5.894,4	2.256,0	948,2	723,8	1.837,0	106,7	22,7
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	1.667,3	1.019,5	454,8	101,2	76,0	2,1	13,6	5.944,4	2.223,1	995,5	737,3	1.864,0	105,0	19,6
2011 dic.	1.686,0	1.044,2	453,6	97,6	72,3	2,0	16,3	5.894,4	2.256,0	948,2	723,8	1.837,0	106,7	22,7
2012 gen.	1.637,1	993,9	452,5	98,6	75,1	2,0	15,0	5.903,5	2.228,9	966,8	726,9	1.852,6	105,9	22,4
feb.	1.629,1	987,0	451,6	100,3	74,1	2,1	14,0	5.918,9	2.218,1	982,1	734,0	1.858,4	105,6	20,7
mar. <sup>(p)</sup>	1.667,3	1.019,5	454,8	101,2	76,0	2,1	13,6	5.944,4	2.223,1	995,5	737,3	1.864,0	105,0	19,6
<b>Transazioni</b>														
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	2,5	3,7	-2,6	8,7	-7,3	0,5	-0,5	134,7	7,7	42,5	50,6	43,5	-2,6	-7,0
2011 4° trim.	21,7	46,6	-17,1	0,7	-6,5	0,3	-2,4	57,0	14,8	25,9	13,8	15,1	-1,3	-11,2
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	-17,1	-23,1	0,4	4,9	3,2	0,1	-2,6	51,3	-32,4	47,5	13,6	28,3	-2,6	-3,1
2011 dic.	30,1	43,5	-7,0	0,0	-2,9	0,0	-3,5	67,9	32,5	12,9	10,9	20,4	-0,5	-8,3
2012 gen.	-48,4	-49,6	-0,8	0,9	2,3	0,0	-1,2	9,6	-26,8	18,3	3,1	15,9	-0,7	-0,3
feb.	-6,6	-5,9	-1,8	3,0	-1,0	0,1	-1,0	16,3	-10,4	15,7	7,2	6,8	-1,2	-1,7
mar. <sup>(p)</sup>	38,0	32,5	3,1	0,9	1,9	0,0	-0,4	25,4	4,8	13,5	3,3	5,6	-0,7	-1,1
<b>Variazioni percentuali</b>														
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	0,1	0,4	-0,6	9,8	-9,3	31,4	-5,2	2,3	0,3	4,7	7,6	2,4	-2,4	-23,6
2011 4° trim.	0,1	0,4	-0,6	9,8	-9,3	31,4	-5,2	2,3	0,3	4,7	7,6	2,4	-2,4	-23,6
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	1,2	1,8	-1,0	12,6	-6,5	4,2	-5,1	2,9	-0,1	9,6	7,3	2,8	-4,8	-37,5
2011 dic.	0,1	0,4	-0,6	9,8	-9,3	31,4	-5,2	2,3	0,3	4,7	7,6	2,4	-2,4	-23,6
2012 gen.	0,8	0,5	1,3	9,7	-10,0	38,4	13,2	2,3	-0,3	6,6	7,2	2,4	-2,7	-25,6
feb.	0,8	0,9	0,1	11,0	-8,7	1,6	4,1	2,5	-0,4	7,8	7,3	2,6	-3,9	-33,2
mar. <sup>(p)</sup>	1,2	1,8	-1,0	12,6	-6,5	4,2	-5,1	2,9	-0,1	9,6	7,3	2,8	-4,8	-37,5

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

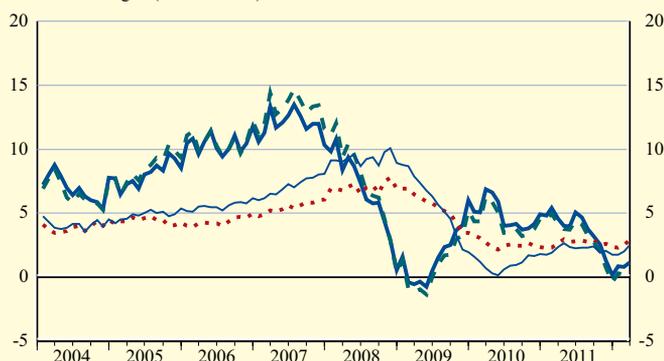
- società non finanziarie (totale)
- ..... famiglie (totale)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

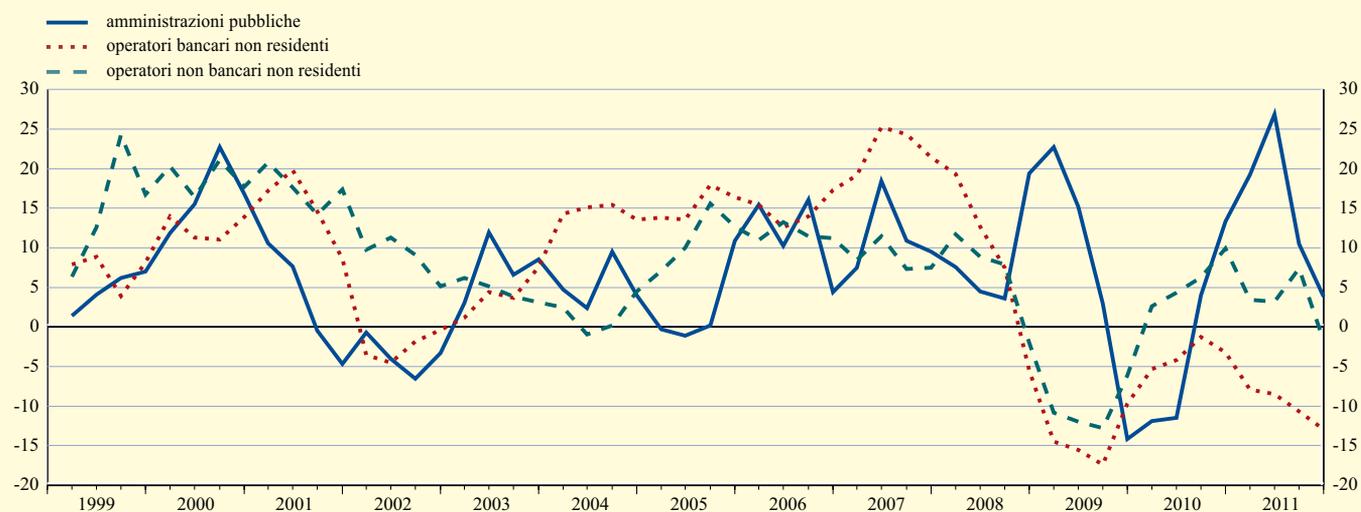
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2010	427,6	196,2	47,7	109,6	74,1	3.488,8	2.492,0	996,9	45,9	950,9
2011 <sup>(p)</sup>	442,7	195,5	48,6	113,5	85,2	3.153,0	2.175,4	976,2	44,2	932,0
2011 1° trim.	475,6	235,8	52,3	108,7	78,8	3.310,0	2.342,6	967,4	41,4	926,0
2° trim.	521,5	266,4	55,0	112,6	87,5	3.276,4	2.291,6	984,8	47,7	937,1
3° trim.	464,8	211,4	54,3	111,4	87,8	3.343,0	2.295,3	1.047,7	50,0	997,7
4° trim. <sup>(p)</sup>	442,7	195,5	48,6	113,5	85,2	3.153,0	2.175,4	976,2	44,2	932,0
<b>Transazioni</b>										
2010	49,9	47,4	4,3	-5,0	2,9	0,8	-83,9	84,7	7,5	77,1
2011 <sup>(p)</sup>	16,9	3,4	0,6	2,3	10,6	-334,5	-318,0	-17,9	-2,2	-15,7
2011 1° trim.	50,4	43,4	4,7	-2,4	4,7	-81,4	-75,9	-5,6	-3,6	-1,9
2° trim.	45,7	30,9	2,7	3,9	8,2	-19,7	-41,5	21,8	6,4	15,4
3° trim.	-56,9	-55,1	-1,0	-1,2	0,2	0,6	-49,1	49,7	1,4	48,3
4° trim. <sup>(p)</sup>	-22,3	-15,9	-5,9	2,0	-2,5	-234,0	-151,5	-83,9	-6,4	-77,5
<b>Variazioni percentuali</b>										
2010	13,3	32,2	9,9	-4,4	4,1	0,3	-3,2	9,9	12,7	9,6
2011 <sup>(p)</sup>	3,9	1,3	1,3	2,0	14,3	-9,7	-13,0	-1,7	-4,5	-1,6
2011 1° trim.	19,2	41,4	4,0	-1,4	9,2	-4,8	-7,9	3,4	-10,5	4,2
2° trim.	26,8	61,3	1,2	-2,6	14,0	-5,2	-8,5	3,2	5,0	3,1
3° trim.	10,5	21,6	-7,8	-1,9	17,0	-5,6	-10,7	7,4	3,3	7,6
4° trim. <sup>(p)</sup>	3,9	1,3	1,3	2,0	14,3	-9,7	-13,0	-1,7	-4,5	-1,6

**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.

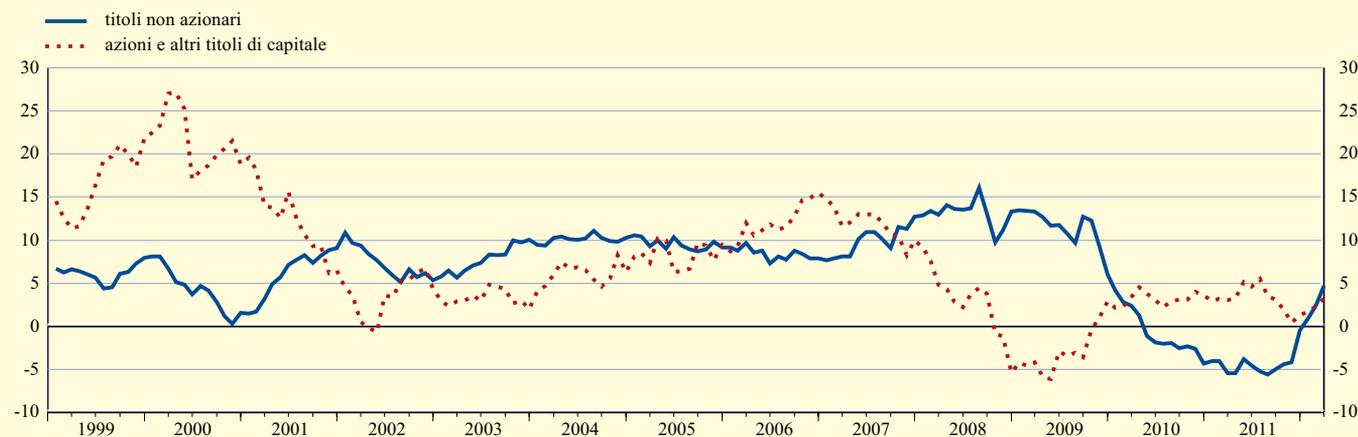
## 2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM <sup>1), 2)</sup>

(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>												
2010	5.991,2	1.778,4	107,4	1.507,8	16,4	1.500,9	27,8	1.052,6	1.535,9	445,3	787,8	302,8
2011	5.699,3	1.763,8	87,8	1.374,6	22,9	1.489,5	28,3	932,4	1.509,0	487,0	726,4	295,5
2011 4° trim.	5.699,3	1.763,8	87,8	1.374,6	22,9	1.489,5	28,3	932,4	1.509,0	487,0	726,4	295,5
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	5.902,5	1.819,2	97,9	1.487,5	31,5	1.490,8	25,0	950,6	1.528,2	491,6	741,9	294,7
2011 dic.	5.699,3	1.763,8	87,8	1.374,6	22,9	1.489,5	28,3	932,4	1.509,0	487,0	726,4	295,5
2012 gen.	5.764,0	1.781,7	88,6	1.424,9	23,3	1.497,6	23,8	924,1	1.527,8	497,5	734,2	296,2
feb.	5.852,7	1.813,6	91,0	1.465,6	31,0	1.504,3	23,6	923,7	1.516,7	492,8	731,4	292,5
mar. <sup>(p)</sup>	5.902,5	1.819,2	97,9	1.487,5	31,5	1.490,8	25,0	950,6	1.528,2	491,6	741,9	294,7
<b>Transazioni</b>												
2010	-270,7	-167,1	-6,9	42,8	-2,0	10,2	-14,8	-132,9	54,4	28,2	5,2	20,9
2011	-25,9	45,4	8,0	-4,3	5,5	-19,9	0,4	-60,9	18,5	61,4	-31,6	-11,2
2011 4° trim.	75,2	66,4	0,5	-14,5	-0,2	36,5	2,3	-15,9	-6,7	6,4	-9,7	-3,5
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	264,8	61,7	12,9	132,5	9,7	5,2	-2,3	45,1	30,7	12,6	19,1	-0,9
2011 dic.	55,4	60,2	-3,8	-5,1	0,5	-6,7	0,8	9,5	-0,9	8,1	-9,9	1,0
2012 gen.	110,9	28,1	3,1	56,2	1,2	12,0	-3,6	13,9	17,1	9,5	8,1	-0,5
feb.	94,5	31,1	3,7	38,7	8,0	5,7	0,1	7,2	-4,5	0,0	-1,4	-3,1
mar. <sup>(p)</sup>	59,4	2,5	6,1	37,6	0,5	-12,5	1,2	23,9	18,2	3,1	12,3	2,8
<b>Variazioni percentuali</b>												
2010	-4,3	-8,5	-5,5	2,9	-11,1	0,7	-35,4	-11,2	3,6	6,5	0,6	7,5
2011	-0,4	2,7	7,9	-0,4	33,8	-1,3	0,8	-6,2	1,2	14,1	-4,2	-3,6
2011 4° trim.	-0,4	2,7	7,9	-0,4	33,8	-1,3	0,8	-6,2	1,2	14,1	-4,2	-3,6
2012 1° trim. <sup>(p)</sup>	4,7	7,7	22,9	8,7	51,5	1,2	-14,6	-2,9	3,2	16,7	-2,5	-1,9
2011 dic.	-0,4	2,7	7,9	-0,4	33,8	-1,3	0,8	-6,2	1,2	14,1	-4,2	-3,6
2012 gen.	1,0	4,7	11,5	2,6	28,6	0,1	-9,4	-7,5	1,7	16,0	-4,7	-2,2
feb.	2,5	6,1	19,3	5,0	63,7	0,1	-14,2	-6,0	2,3	15,9	-3,8	-2,0
mar. <sup>(p)</sup>	4,7	7,7	22,9	8,7	51,5	1,2	-14,6	-2,9	3,2	16,7	-2,5	-1,9

## 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	5.517,1	-	-	-	-	-	-	12.247,8	96,0	4,0	2,1	0,2	1,1	0,4
2011 3° trim.	6.003,8	-	-	-	-	-	-	12.441,8	96,1	3,9	1,9	0,3	1,1	0,4
4° trim. <sup>(p)</sup>	6.160,4	-	-	-	-	-	-	12.322,0	96,2	3,8	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 3° trim.	2.133,1	44,1	55,9	34,8	2,8	3,3	9,0	1.022,7	40,0	60,0	41,3	2,2	3,3	7,0
4° trim. <sup>(p)</sup>	2.022,2	44,5	55,5	35,6	2,5	2,7	9,3	998,4	38,2	61,8	41,2	2,6	3,3	7,8
<b>Titoli non azionari</b>														
<i>Emessi da residenti nell'area dell'euro</i>														
2009	2.079,9	94,8	5,2	3,1	0,2	0,3	1,4	2.980,2	98,1	1,9	1,2	0,2	0,1	0,3
2010	1.885,8	94,3	5,7	3,3	0,1	0,3	1,7	3.052,8	98,6	1,4	0,8	0,1	0,1	0,4
2011 3° trim.	1.799,8	94,8	5,2	2,6	0,1	0,3	1,8	2.874,2	98,4	1,6	0,9	0,2	0,1	0,4
4° trim. <sup>(p)</sup>	1.851,6	95,3	4,7	2,5	0,1	0,3	1,5	2.915,3	98,2	1,8	1,0	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	506,6	33,3	66,7	40,5	3,9	0,9	13,6
2011 3° trim.	478,8	54,7	45,3	21,8	0,3	0,4	17,1	483,1	32,5	67,5	39,2	6,0	0,8	12,5
4° trim. <sup>(p)</sup>	457,1	56,4	43,6	21,1	0,3	0,3	16,0	475,2	32,2	67,8	39,7	5,6	0,7	13,6
<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 3° trim.	6.085,4	92,2	7,8	4,6	0,3	1,4	0,8	10.993,9	97,0	3,0	2,0	0,2	0,1	0,4
4° trim. <sup>(p)</sup>	6.319,3	92,1	7,9	5,1	0,2	1,3	0,7	10.947,9	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
<i>Non residenti nell'area dell'euro</i>														
2009	2.532,8	49,2	50,8	34,2	1,8	2,2	9,6	836,7	53,5	46,5	31,4	1,1	1,7	7,5
2010	2.492,0	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 3° trim.	2.295,3	57,0	43,0	27,0	2,1	1,8	7,8	1.047,7	59,1	40,9	28,6	1,5	1,7	4,6
4° trim. <sup>(p)</sup>	2.175,4	59,1	40,9	25,6	2,1	1,8	7,3	976,2	56,1	43,9	30,0	2,0	1,5	5,1

**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 3° trim.	5.180,3	81,8	18,2	9,7	1,7	2,1	2,5
4° trim. <sup>(p)</sup>	5.236,8	82,0	18,0	9,4	1,7	2,0	2,6

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 ago.	6.200,9	411,9	2.384,0	1.736,9	840,3	233,9	594,0
set.	6.080,9	420,9	2.383,9	1.632,8	830,9	235,5	576,8
ott.	6.177,6	422,3	2.370,6	1.736,1	845,0	234,3	569,3
nov.	6.082,7	418,8	2.345,2	1.704,0	827,4	234,9	552,4
dic.	6.213,2	416,0	2.503,8	1.733,1	838,6	236,6	485,1
2012 gen. <sup>(p)</sup>	6.479,7	435,1	2.586,1	1.820,0	865,9	234,9	537,7
feb. <sup>(p)</sup>	6.636,7	446,9	2.637,8	1.879,8	885,6	235,4	551,2
Transazioni							
2011 2° trim.	71,4	5,6	41,9	25,9	13,1	3,3	-18,5
3° trim.	-4,7	29,0	-21,2	-41,9	-15,8	2,9	42,3
4° trim.	-184,2	-33,8	-2,9	-26,4	-11,1	2,0	-112,1

### 2. Passività

	Totale	Depositi e prestiti ricevuti	Quote di fondi di investimento emesse			Altre passività (incl. prodotti finanziari derivati)	
			Totale	Detenute da residenti nell'area dell'euro			Detenute da non residenti nell'area dell'euro
				Fondi di investimento			
	1	2	3	4	5	6	7
Consistenze in essere							
2011 ago.	6.200,9	130,3	5.551,2	4.280,4	623,3	1.270,8	519,3
set.	6.080,9	126,7	5.423,0	4.175,4	604,2	1.247,6	531,1
ott.	6.177,6	127,4	5.532,0	4.243,8	616,2	1.288,2	518,3
nov.	6.082,7	128,7	5.448,2	4.163,1	597,8	1.285,1	505,9
dic.	6.213,2	117,8	5.664,8	4.264,5	614,0	1.400,3	430,7
2012 gen. <sup>(p)</sup>	6.479,7	124,2	5.883,7	4.410,1	653,2	1.473,6	471,9
feb. <sup>(p)</sup>	6.636,7	135,0	6.021,1	4.516,9	678,3	1.504,2	480,6
Transazioni							
2011 2° trim.	71,4	-4,2	78,0	25,3	10,5	52,7	-2,4
3° trim.	-4,7	6,5	-44,0	-55,1	-31,0	11,0	32,9
4° trim.	-184,2	-13,8	-39,7	-57,6	-2,7	18,8	-130,7

### 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 lug.	5.831,9	1.837,1	1.674,6	1.434,4	291,4	116,1	478,2	5.743,3	88,6	1.032,5
ago.	5.551,2	1.807,4	1.495,2	1.381,8	290,8	114,0	462,0	5.462,8	88,4	1.060,3
set.	5.423,0	1.786,2	1.414,0	1.387,7	290,9	119,0	425,1	5.333,8	89,2	1.066,9
ott.	5.532,0	1.789,1	1.503,9	1.406,2	294,0	115,6	423,1	5.449,7	82,2	1.051,6
nov.	5.448,2	1.758,0	1.473,5	1.384,3	293,5	118,7	420,1	5.365,4	82,8	1.083,5
dic.	5.664,8	1.920,6	1.496,6	1.402,5	297,1	122,1	425,9	5.579,5	85,3	991,9
2012 gen. <sup>(p)</sup>	5.883,7	2.021,4	1.575,9	1.431,7	300,1	122,3	432,3	5.798,3	85,4	938,1
feb. <sup>(p)</sup>	6.021,1	2.059,8	1.631,3	1.463,4	300,9	121,9	443,8	5.934,7	86,3	923,8
Transazioni										
2011 ago.	-48,9	-13,9	-23,0	-10,7	0,9	-0,2	-1,9	-48,9	0,0	32,8
set.	-32,3	-16,4	-11,1	-4,2	0,9	0,6	-2,1	-32,5	0,3	-12,2
ott.	-18,4	1,3	-2,6	-5,9	1,3	-0,7	-11,8	-11,8	-6,6	-5,7
nov.	-21,6	-8,8	-8,5	-5,7	0,0	0,1	1,3	-22,2	0,6	19,1
dic.	0,4	10,5	-6,5	-3,4	2,5	-0,3	-2,5	-1,7	2,1	0,7
2012 gen. <sup>(p)</sup>	13,1	11,7	2,3	-0,5	0,5	0,1	-1,0	13,2	-0,1	6,1
feb. <sup>(p)</sup>	25,4	8,3	2,5	10,3	1,0	-0,8	4,1	24,6	0,8	2,7

Fonte: BCE.

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

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

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

**1. Titoli non azionari**

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
		Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze in essere</b>											
2011 1° trim.	2.351,9	1.430,8	383,5	676,0	200,2	5,6	165,6	921,1	246,5	350,6	14,1
2° trim.	2.387,6	1.430,3	386,4	671,6	196,3	5,8	170,1	957,3	252,3	358,6	17,8
3° trim.	2.383,9	1.414,2	380,7	682,4	184,2	4,7	162,1	969,7	252,4	369,7	18,7
4° trim. <sup>(p)</sup>	2.503,8	1.422,6	391,0	673,9	185,5	4,5	167,6	1.081,2	270,4	436,8	20,4
<b>Transazioni</b>											
2011 2° trim.	41,9	-0,4	1,7	-3,5	-1,6	0,4	2,7	40,8	8,2	11,7	3,6
3° trim.	-21,2	-16,8	-5,9	1,3	-7,6	-0,4	-4,3	-4,4	6,0	-4,1	5,3
4° trim. <sup>(p)</sup>	2,9	-0,1	3,6	-6,7	-1,1	-0,3	4,3	-1,3	-3,2	1,6	-0,3

**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>											
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.	1.632,8	615,7	53,3	-	35,8	20,4	506,3	1.017,0	141,8	323,7	72,5
4° trim. <sup>(p)</sup>	1.733,1	636,5	51,1	-	36,4	21,5	527,4	1.096,6	154,7	356,8	71,2
<b>Transazioni</b>											
2011 2° trim.	25,9	-1,0	-0,6	-	1,3	0,3	-2,0	26,9	2,9	8,5	6,9
3° trim.	-41,9	-8,8	-4,9	-	-0,7	0,2	-3,4	-33,0	-5,1	-11,8	-3,2
4° trim. <sup>(p)</sup>	-26,4	-9,7	-1,7	-	-2,3	0,4	-6,1	-16,8	-0,9	-7,3	0,9

**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>											
2011 1° trim.	882,1	745,4	78,0	-	667,4	-	-	136,7	22,6	41,8	0,5
2° trim.	886,8	752,0	79,3	-	672,7	-	-	134,8	22,1	42,8	0,5
3° trim.	830,9	698,7	94,5	-	604,2	-	-	132,2	20,1	42,6	0,5
4° trim. <sup>(p)</sup>	838,6	709,0	95,0	-	614,0	-	-	129,6	20,7	40,1	0,6
<b>Transazioni</b>											
2011 2° trim.	13,1	11,7	1,2	-	10,5	-	-	1,4	0,3	1,2	0,0
3° trim.	-15,8	-15,1	16,0	-	-31,0	-	-	-0,8	-0,5	-0,4	0,0
4° trim. <sup>(p)</sup>	-11,1	-2,4	0,3	-	-2,7	-	-	-8,7	-0,8	-9,1	-0,1

Fonte: BCE.

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

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

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

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

### 1. Attività

	Totale	Depositi e prestiti	Prestiti cartolarizzati						Titoli non azionari	Altre attività cartolarizzate	Azioni e altri titoli di capitale	Altre attività	
			Totale	Originati nell'area dell'euro				Originati all'esterno dell'area dell'euro					
				IFM	Mantenuti nel bilancio delle IFM <sup>1)</sup>	Altri intermediari finanziari, società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie						Amministrazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<b>Consistenze</b>													
2010 4° trim.	2.353,0	373,8	1.525,8	1.226,2	606,4	140,5	22,4	6,0	130,8	250,5	92,5	41,9	68,6
2011 1° trim.	2.255,3	351,4	1.484,5	1.185,1	595,3	142,5	21,8	5,9	129,2	241,6	89,0	36,3	52,4
2° trim.	2.216,4	340,1	1.461,2	1.167,0	585,5	144,7	20,4	5,2	123,9	232,5	88,6	35,7	58,3
3° trim.	2.202,1	321,7	1.465,6	1.180,7	590,5	142,8	20,5	5,1	116,3	232,5	86,9	37,8	57,6
4° trim.	2.269,5	324,6	1.530,3	1.244,8	583,1	147,8	20,8	4,8	112,0	228,9	90,0	36,8	58,8
<b>Transazioni</b>													
2010 4° trim.	45,8	24,6	24,7	30,8	-	-5,0	-1,4	-0,4	0,6	-5,4	-0,9	-0,6	3,4
2011 1° trim.	-95,2	-25,0	-39,9	-44,3	-	5,3	-0,3	-0,1	-0,5	-9,9	-2,4	-5,1	-12,8
2° trim.	-43,1	-11,2	-25,6	-21,5	-	1,9	-0,7	-0,3	-5,0	-7,9	0,0	0,0	1,7
3° trim.	-23,7	-18,4	3,2	13,2	-	-2,1	-0,1	0,0	-7,8	-2,2	-2,1	-1,1	-3,1
4° trim.	67,1	3,1	63,0	62,2	-	4,2	0,3	-0,4	-3,4	-3,4	2,3	-1,0	3,2

### 2. Passività

	Totale	Prestiti e depositi ricevuti	Titoli di debito emessi			Capitale e riserve	Altre passività
			Totale	Fino a 2 anni	Oltre 2 anni		
1	2	3	4	5	6	7	
<b>Consistenze</b>							
2010 4° trim.	2.353,0	136,5	1.970,6	89,3	1.881,2	42,8	203,1
2011 1° trim.	2.255,3	135,1	1.884,4	79,6	1.804,7	36,3	199,5
2° trim.	2.216,4	135,9	1.840,5	77,9	1.762,5	35,2	204,9
3° trim.	2.202,1	134,1	1.823,6	75,0	1.748,6	34,7	209,6
4° trim.	2.269,5	150,3	1.881,3	78,8	1.802,4	34,0	203,9
<b>Transazioni</b>							
2010 4° trim.	45,8	16,0	24,8	5,7	19,1	-2,1	7,1
2011 1° trim.	-95,2	-1,1	-83,3	-10,1	-73,2	-6,0	-4,8
2° trim.	-43,1	1,4	-47,6	-5,7	-41,8	-0,8	3,8
3° trim.	-23,7	-2,2	-23,0	-3,3	-19,6	-1,7	3,2
4° trim.	67,1	16,5	58,6	5,3	53,3	-1,1	-6,9

### 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 <sup>2)</sup>					Settore debitore esterno all'area dell'euro	Totale	Residenti nell'area dell'euro			Non residenti nell'area dell'euro	
		Famiglie	Società non azionarie	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche			Totale	IFM	Non IFM		
													Società veicolo finanziarie
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<b>Consistenze</b>													
2010 4° trim.	1.226,2	853,9	251,5	18,1	0,2	7,1	43,5	250,5	130,3	45,5	84,8	36,3	120,1
2011 1° trim.	1.185,1	803,6	261,2	17,9	0,2	7,2	36,2	241,6	124,3	42,3	82,0	36,5	117,4
2° trim.	1.167,0	788,6	253,1	19,3	0,4	9,8	37,5	232,5	124,2	41,0	83,2	35,4	108,4
3° trim.	1.180,7	795,4	256,0	18,6	0,4	9,6	34,8	232,5	122,3	42,1	80,1	33,8	110,2
4° trim.	1.244,8	828,2	262,2	18,5	0,2	6,6	35,3	228,9	120,2	40,4	79,7	33,0	108,1
<b>Transazioni</b>													
2010 4° trim.	30,8	16,6	14,3	-1,6	-0,1	0,1	2,1	-5,4	-5,3	-1,1	-4,2	-2,4	-0,2
2011 1° trim.	-44,3	-52,2	3,2	-0,4	0,0	0,0	-1,7	-9,9	-5,7	-3,1	-2,7	-0,1	-4,2
2° trim.	-21,5	-20,8	0,2	0,8	0,2	2,6	-3,9	-7,9	0,4	-0,4	0,7	-0,7	-8,3
3° trim.	13,2	6,2	1,4	-0,7	0,0	-0,2	-1,2	-2,2	-3,1	-0,2	-2,9	-1,2	1,0
4° trim.	62,2	32,2	6,1	-0,8	-0,1	-3,0	0,2	-3,4	-1,6	-1,6	0,0	-0,2	-1,8

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) Esclude le cartolarizzazioni dei prestiti fra IFM.

**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
2009 1° trim.	6.181,0	797,2	493,6	2.359,3	774,9	1.061,2	108,0	243,6	186,9	156,3
2° trim.	6.318,2	782,7	487,2	2.381,9	807,4	1.187,3	97,8	247,8	170,8	155,2
3° trim.	6.515,5	784,0	482,9	2.429,4	788,6	1.362,6	95,3	250,4	168,0	154,1
4° trim.	6.646,8	786,8	476,5	2.469,5	809,7	1.442,2	95,2	254,8	158,9	153,2
2010 1° trim.	6.872,8	784,0	483,8	2.580,7	825,8	1.518,7	93,0	263,3	175,5	148,1
2° trim.	6.899,2	785,3	487,3	2.614,3	807,9	1.504,7	90,3	269,5	190,3	149,7
3° trim.	7.071,5	783,1	495,4	2.702,8	825,5	1.545,4	86,0	271,3	212,8	149,1
4° trim.	7.005,6	774,2	498,9	2.643,7	848,6	1.574,3	76,8	271,7	166,2	151,2
2011 1° trim.	7.062,5	774,9	496,4	2.667,3	856,0	1.589,5	74,9	278,0	172,1	153,4
2° trim.	7.075,0	776,7	504,6	2.682,0	849,5	1.594,7	77,9	268,5	168,8	152,4
3° trim.	7.070,8	793,6	498,3	2.707,4	799,0	1.544,4	84,8	268,1	223,3	151,8
4° trim.	7.134,3	787,4	501,9	2.693,9	813,8	1.593,4	87,7	269,0	232,6	154,6

**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 assicurazione fondi comuni	Società non finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2009 1° trim.	2.359,3	1.936,5	530,3	1.037,9	218,7	13,5	136,1	422,8
2° trim.	2.381,9	1.984,0	544,0	1.058,6	227,6	15,0	138,9	397,8
3° trim.	2.429,4	2.025,0	555,0	1.090,8	226,3	15,1	137,7	404,4
4° trim.	2.469,5	2.060,6	545,4	1.120,0	238,9	16,7	139,7	408,9
2010 1° trim.	2.580,7	2.161,6	576,6	1.190,2	232,2	16,2	146,4	419,1
2° trim.	2.614,3	2.190,8	581,5	1.198,9	243,3	16,7	150,5	423,5
3° trim.	2.702,8	2.274,1	592,9	1.248,1	261,1	19,7	152,3	428,7
4° trim.	2.643,7	2.216,5	590,3	1.222,4	230,6	18,0	155,2	427,2
2011 1° trim.	2.667,3	2.249,5	609,8	1.214,4	253,9	19,0	152,5	417,8
2° trim.	2.682,0	2.254,4	630,3	1.234,3	215,2	16,3	158,4	427,6
3° trim.	2.707,4	2.276,8	637,4	1.229,8	230,6	17,9	161,2	430,6
4° trim.	2.693,9	2.261,3	626,9	1.170,5	280,5	20,6	162,7	432,7

**3. Passività e ricchezza finanziaria netta**

	Passività								Altri conti attivi/passivi e strumenti derivati	Ricchezza netta
	Totale	Prestiti ricevuti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Riserve tecniche di assicurazione			Riserve premi e riserve sinistri		
					Totale	Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita	Correzioni per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2009 1° trim.	6.128,1	346,9	31,7	377,8	5.230,9	2.777,5	1.608,8	844,6	140,9	52,9
2° trim.	6.181,1	320,6	33,0	395,4	5.295,2	2.849,7	1.599,5	846,0	136,8	137,1
3° trim.	6.342,5	302,5	36,1	442,1	5.420,8	2.939,4	1.637,5	844,0	141,0	172,9
4° trim.	6.444,9	283,2	39,5	438,8	5.537,2	3.008,0	1.686,6	842,7	146,2	202,0
2010 1° trim.	6.639,5	291,2	39,5	456,8	5.703,2	3.096,9	1.742,9	863,4	148,9	233,3
2° trim.	6.717,5	295,5	40,9	428,6	5.802,3	3.123,1	1.811,4	867,8	150,3	181,7
3° trim.	6.876,0	311,1	39,8	437,5	5.943,1	3.185,4	1.892,5	865,2	144,5	195,5
4° trim.	6.828,5	279,6	42,3	445,1	5.922,6	3.220,4	1.834,6	867,6	138,8	177,2
2011 1° trim.	6.885,6	297,6	40,1	461,4	5.947,9	3.250,9	1.808,9	888,1	138,5	176,9
2° trim.	6.909,7	300,2	43,0	449,1	5.977,1	3.270,8	1.825,5	880,8	140,3	165,3
3° trim.	7.018,3	306,2	41,9	402,9	6.113,1	3.259,9	1.974,8	878,4	154,2	52,5
4° trim.	7.029,7	302,6	41,6	405,1	6.130,6	3.268,3	1.989,5	872,7	149,9	104,6

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>4° trim. 2011</b>						
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						605
Saldo commerciale <sup>1)</sup>						-32
<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	1.244	128	778	65	273	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	25	8	7	4	5	
Consumo di capitale fisso	364	97	206	11	49	
Margine operativo netto e reddito misto <sup>1)</sup>	533	271	233	30	-2	
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>						
Margine operativo lordo e reddito misto						7
Redditi da lavoro dipendente						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	709	40	275	321	73	117
Interessi	403	37	74	219	73	53
Altri redditi da capitale	306	3	201	102	0	64
Reddito nazionale netto <sup>1)</sup>	2.075	1.705	81	51	238	
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	322	246	64	12	0	0
Contributi sociali	476	476				1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	485	1	18	35	431	1
Altri trasferimenti correnti	205	75	26	49	55	10
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	46	33	11	1	1	2
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	46			46		1
Altro	112	42	15	1	55	8
Reddito netto disponibile <sup>1)</sup>	2.045	1.484	6	54	501	
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.934	1.380			554	
Spese per consumi individuali	1.718	1.380			338	
Spese per consumi collettivi	216				216	
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	15	0	0	15	0	0
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero <sup>1)</sup>	111	119	6	39	53	-25
<b>Conto capitale</b>						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	450	146	231	11	61	
Investimenti fissi lordi	472	146	254	11	61	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-23	0	-23	0	0	
Consumo di capitale fisso						
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0	0	7	0	-7	0
Trasferimenti in conto capitale	64	9	3	17	35	10
Imposte in conto capitale	10	6	1	3		0
Altri trasferimenti in conto capitale	54	3	1	14	35	10
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) <sup>1)</sup>	32	74	-4	30	-69	-32
Discrepanza statistica	0	-8	8	0	0	0

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

(miliardi di euro)

Risorse	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>4° trim. 2011</b>						
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						573
<i>Saldo commerciale</i>						
<b>Formazione del conto dei redditi</b>						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	2.164	504	1.225	110	326	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	251					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) <sup>2)</sup>	2.416					
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	533	271	233	30	-2	
Redditi da lavoro dipendente	1.247	1.247				3
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	289				289	-13
Redditi da capitale	715	227	123	342	23	111
Interessi	390	62	47	269	11	67
Altri redditi da capitale	326	165	76	73	12	44
<i>Reddito nazionale netto</i>						
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
Reddito nazionale netto	2.075	1.705	81	51	238	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	322				322	1
Contributi sociali	475	1	18	52	404	1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	484	484				3
Altri trasferimenti correnti	178	92	15	47	23	37
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	46			46		1
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	45	35	9	1	0	2
Altro	86	57	6	0	23	34
<i>Reddito netto disponibile</i>						
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
Reddito netto disponibile	2.045	1.484	6	54	501	
Spese per consumi finali						
Spese per consumi individuali						
Spese per consumi collettivi						
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	15	15				0
<i>Risparmio netto/conto corrente verso l'estero</i>						
<b>Conto capitale</b>						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	111	119	6	39	-53	-25
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	364	97	206	11	49	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	71	12	25	9	25	3
Imposte in conto capitale	10				10	0
Altri trasferimenti in conto capitale	61	12	25	9	15	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>4° trim. 2011</b>								
<b>Bilancio di apertura: attività finanziarie</b>								
Totale delle attività finanziarie		18.548	16.196	33.644	15.185	6.715	3.750	16.985
Oro monetario e DSP				469				
Banconote, monete e depositi		6.726	1.934	10.349	2.471	823	712	3.673
Titoli di debito a breve termine		43	83	512	350	54	32	710
Titoli di debito a lungo termine		1.336	240	6.015	2.441	2.650	448	4.004
Prestiti		77	3.184	13.524	3.658	464	534	1.936
<i>di cui: a lungo termine</i>		58	1.802	10.555	2.589	348	460	.
Azioni e altre partecipazioni		3.995	7.108	1.787	5.987	2.352	1.322	5.884
Azioni quotate		648	1.200	317	1.808	518	215	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.086	5.529	1.178	3.219	290	958	.
Quote di fondi di investimento		1.260	379	292	959	1.543	148	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.834	169	3	0	232	4	241
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		535	3.478	986	278	140	698	540
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie</b>								
Totale delle transazioni in attività finanziarie		84	97	725	-6	-33	61	-110
Oro monetario e DSP				0				0
Banconote, monete e depositi		84	48	758	-106	-8	3	-146
Titoli di debito a breve termine		12	9	63	-3	10	6	-64
Titoli di debito a lungo termine		29	3	83	27	-34	-2	-24
Prestiti		6	49	-144	56	2	10	37
<i>di cui: a lungo termine</i>		6	43	-8	50	-2	15	.
Azioni e altre partecipazioni		-6	22	-7	59	3	5	86
Azioni quotate		3	-2	-3	-31	2	-2	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		25	25	8	104	-11	3	.
Quote di fondi di investimento		-33	-1	-12	-14	12	4	.
Riserve tecniche di assicurazione		6	-2	0	0	-6	0	5
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		-47	-32	-28	-38	1	38	-4
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Conto delle altre variazioni: attività finanziarie</b>								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		46	278	-60	168	23	-9	251
Oro monetario e DSP				7				
Banconote, monete e depositi		2	-1	-24	-4	-5	0	48
Titoli di debito a breve termine		1	2	-12	52	-1	-1	-4
Titoli di debito a lungo termine		-26	21	-40	-25	-18	-5	56
Prestiti		0	6	0	34	1	0	7
<i>di cui: a lungo termine</i>		0	2	-6	26	1	5	.
Azioni e altre partecipazioni		3	170	18	108	42	2	196
Azioni quotate		3	38	9	114	10	-7	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		-27	137	9	-24	3	6	.
Quote di fondi di investimento		27	-5	0	17	29	4	.
Riserve tecniche di assicurazione		52	0	0	0	0	0	6
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		14	79	-9	2	4	-6	-58
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Bilancio di chiusura: attività finanziarie</b>								
Totale delle attività finanziarie		18.678	16.571	34.310	15.347	6.705	3.802	17.126
Oro monetario e DSP				476				
Banconote, monete e depositi		6.811	1.982	11.083	2.361	810	715	3.575
Titoli di debito a breve termine		57	94	563	399	63	37	641
Titoli di debito a lungo termine		1.340	264	6.057	2.443	2.598	442	4.036
Prestiti		83	3.239	13.380	3.748	467	544	1.979
<i>di cui: a lungo termine</i>		64	1.847	10.542	2.665	347	480	.
Azioni e altre partecipazioni		3.992	7.299	1.797	6.154	2.397	1.330	6.165
Azioni quotate		655	1.236	323	1.891	530	206	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.084	5.691	1.194	3.300	283	967	.
Quote di fondi di investimento		1.253	373	280	963	1.583	156	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.892	168	3	0	226	4	252
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		503	3.525	949	242	144	730	478
<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>4° trim. 2011</b>								
<b>Bilancio di apertura: passività finanziarie</b>								
Totale delle passività		6.728	25.413	32.611	14.627	6.865	9.323	14.987
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			30	23.561	33	0	262	2.802
Titoli di debito a breve termine			94	639	71	1	749	229
Titoli di debito a lungo termine			827	4.585	2.803	32	6.013	2.874
Prestiti		6.180	8.580		3.430	308	1.741	3.138
<i>di cui: a lungo termine</i>		5.821	6.093		1.883	116	1.431	.
Azioni e altre partecipazioni		7	11.955	2.529	8.069	382	6	5.485
Azioni quotate			3.142	348	181	97	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		7	8.813	1.114	2.658	283	6	.
Quote di fondi di investimento				1.067	5.230			.
Riserve tecniche di assicurazione		35	336	71	1	6.039	1	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		505	3.591	1.226	220	104	552	457
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>	-1.529	11.820	-9.217	1.033	558	-150	-5.574	
<b>Conto finanziario, transazioni in passività</b>								
Totale delle transazioni in passività		19	93	676	-11	-9	129	-78
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0	728	0	0	11	-107
Titoli di debito a breve termine			-9	65	-4	0	-36	16
Titoli di debito a lungo termine			14	-39	40	0	88	-20
Prestiti		14	6		-23	-11	62	-32
<i>di cui: a lungo termine</i>		16	8		35	1	59	.
Azioni e altre partecipazioni		0	29	26	38	1	0	67
Azioni quotate			3	4	1	0	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	26	8	80	1	0	.
Quote di fondi di investimento				14	-43			.
Riserve tecniche di assicurazione		0	0	0	0	3	0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		4	52	-104	-63	-3	5	-1
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>	32	66	4	49	5	-24	-69	-32
<b>Conto delle altre variazioni: passività finanziarie</b>								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		-20	205	-54	317	54	-155	343
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0	30	0	0	0	-13
Titoli di debito a breve termine			1	5	4	0	1	28
Titoli di debito a lungo termine			0	10	16	-2	-132	72
Prestiti		-2	0		12	0	1	36
<i>di cui: a lungo termine</i>		-2	1		7	0	1	.
Azioni e altre partecipazioni		0	221	-120	277	3	0	157
Azioni quotate			154	-20	8	0	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	67	-11	-13	3	0	.
Quote di fondi di investimento				-89	281			.
Riserve tecniche di assicurazione		0	0	0	0	58	0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		-18	-17	21	7	-4	-26	63
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>	100	66	73	-6	-148	-32	146	-93
<b>Bilancio di chiusura: passività finanziarie</b>								
Totale delle passività finanziarie		6.726	25.710	33.233	14.932	6.910	9.298	15.252
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			29	24.319	33	0	274	2.683
Titoli di debito a breve termine			86	710	71	1	714	272
Titoli di debito a lungo termine			841	4.556	2.859	30	5.968	2.925
Prestiti		6.191	8.586		3.419	297	1.804	3.142
<i>di cui: a lungo termine</i>		5.835	6.102		1.926	117	1.491	.
Azioni e altre partecipazioni		7	12.205	2.435	8.385	386	6	5.709
Azioni quotate			3.300	333	191	97	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		7	8.905	1.111	2.725	287	6	.
Quote di fondi di investimento				992	5.469			.
Riserve tecniche di assicurazione		35	336	71	1	6.100	1	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		492	3.626	1.142	164	96	530	520
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>	-1.398	11.952	-9.139	1.076	415	-206	-5.496	

Fonte: BCE.

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

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri)

Impieghi	2007	2008	2009	1° trim. 2010- 4° trim. 2010	2° trim. 2010- 1° trim. 2011	3° trim. 2010- 2° trim. 2011	4° trim. 2010- 3° trim. 2011	1° trim. 2011- 4° 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	4.279	4.461	4.442	4.491	4.518	4.551	4.580	4.606
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	99	94	85	82	84	87	92	95
Consumo di capitale fisso	1.294	1.361	1.385	1.416	1.426	1.436	1.443	1.451
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i> <sup>1)</sup>	2.401	2.365	2.111	2.213	2.241	2.260	2.273	2.272
<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	3.698	3.945	2.976	2.816	2.862	2.939	2.997	3.037
Interessi	2.129	2.383	1.607	1.411	1.442	1.487	1.535	1.577
Altri redditi da capitale	1.568	1.561	1.369	1.404	1.419	1.452	1.463	1.461
<i>Reddito nazionale netto</i> <sup>1)</sup>	7.768	7.804	7.533	7.754	7.814	7.876	7.927	7.957
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.136	1.145	1.029	1.054	1.072	1.083	1.100	1.109
Contributi sociali	1.596	1.671	1.676	1.701	1.712	1.724	1.739	1.755
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.586	1.657	1.774	1.821	1.826	1.832	1.840	1.848
Altri trasferimenti correnti	738	771	776	776	776	779	779	779
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	183	187	181	181	180	180	180	180
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	184	188	182	181	181	180	180	180
Altro	370	395	413	413	415	418	418	419
<i>Reddito netto disponibile</i> <sup>1)</sup>	7.675	7.703	7.424	7.641	7.700	7.764	7.817	7.845
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	6.887	7.140	7.143	7.304	7.353	7.400	7.441	7.466
Spese per consumi individuali	6.188	6.404	6.373	6.532	6.580	6.626	6.666	6.691
Spese per consumi collettivi	698	736	771	772	773	774	775	775
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	61	70	61	56	56	56	58	59
<i>Risparmio netto</i> <sup>1)</sup>	788	562	280	337	347	364	376	379
<b>Conto capitale</b>								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	2.066	2.075	1.715	1.790	1.835	1.856	1.874	1.873
Investimenti fissi lordi	1.989	2.010	1.763	1.772	1.797	1.812	1.825	1.833
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	76	65	-48	18	38	44	50	41
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-1	1	1	1	1	1	1	0
Trasferimenti in conto capitale	153	152	185	227	214	205	169	162
Imposte in conto capitale	24	24	34	25	26	26	27	31
Altri trasferimenti in conto capitale	129	128	151	202	188	180	142	132
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> (dal conto capitale) <sup>1)</sup>	32	-143	-42	-27	-52	-47	-45	-32

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	1° trim. 2010- 4° trim. 2010	2° trim. 2010- 1° trim. 2011	3° trim. 2010- 2° trim. 2011	4° trim. 2010- 3° trim. 2011	1° trim. 2011- 4° trim. 2011
<b>Formazione del conto dei redditi</b>								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	8.072	8.281	8.023	8.202	8.269	8.334	8.388	8.423
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	960	946	894	940	956	960	967	972
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) <sup>2)</sup>	9.032	9.227	8.917	9.143	9.225	9.294	9.355	9.395
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	2.401	2.365	2.111	2.213	2.241	2.260	2.273	2.272
Redditi da lavoro dipendente	4.287	4.468	4.452	4.503	4.530	4.563	4.593	4.618
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	1.067	1.047	996	1.036	1.053	1.060	1.072	1.078
Redditi da capitale	3.712	3.868	2.950	2.818	2.851	2.932	2.988	3.026
Interessi	2.092	2.327	1.563	1.367	1.398	1.440	1.485	1.523
Altri redditi da capitale	1.620	1.541	1.388	1.450	1.453	1.492	1.503	1.503
<i>Reddito nazionale netto</i>								
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
Reddito nazionale netto	7.768	7.804	7.533	7.754	7.814	7.876	7.927	7.957
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.144	1.154	1.034	1.059	1.077	1.089	1.107	1.115
Contributi sociali	1.595	1.670	1.674	1.699	1.710	1.722	1.737	1.753
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.578	1.649	1.768	1.815	1.820	1.825	1.833	1.841
Altri trasferimenti correnti	644	671	669	666	665	669	671	670
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	184	188	182	181	181	180	180	180
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	180	184	178	178	177	177	177	176
Altro	280	298	308	307	308	312	314	313
<i>Reddito netto disponibile</i>								
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
Reddito netto disponibile	7.675	7.703	7.424	7.641	7.700	7.764	7.817	7.845
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	70	61	56	56	56	58	59
<i>Risparmio netto</i>								
<b>Conto capitale</b>								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	788	562	280	337	347	364	376	379
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.294	1.361	1.385	1.416	1.426	1.436	1.443	1.451
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	168	161	194	237	225	215	179	175
Imposte in conto capitale	24	24	34	25	26	26	27	31
Altri trasferimenti in conto capitale	144	137	160	212	199	189	152	144
<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	1° trim. 2010- 4° trim. 2010	2° trim. 2010- 1° trim. 2011	3° trim. 2010- 2° trim. 2011	4° trim. 2010- 3° trim. 2011	1° trim. 2011- 4° trim. 2011
<b>Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta</b>								
Redditi da lavoro dipendente (+)	4.287	4.468	4.452	4.503	4.530	4.563	4.593	4.618
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.484	1.522	1.446	1.454	1.466	1.481	1.491	1.496
Interessi attivi (+)	316	351	241	214	221	230	239	246
Interessi passivi (-)	220	249	146	126	130	137	143	147
Altri redditi da capitali attivi (+)	789	786	718	719	728	735	747	752
Altri redditi da capitali passivi (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc. (-)	834	872	841	848	855	861	872	875
Contributi sociali netti (-)	1.592	1.667	1.671	1.696	1.707	1.719	1.734	1.750
Prestazioni sociali nette (+)	1.573	1.644	1.763	1.809	1.814	1.820	1.827	1.835
Trasferimenti correnti netti attivi (+)	63	70	71	70	68	69	69	69
<b>= Reddito lordo disponibile</b>	<b>5.854</b>	<b>6.043</b>	<b>6.022</b>	<b>6.089</b>	<b>6.125</b>	<b>6.172</b>	<b>6.206</b>	<b>6.234</b>
Spese per consumi finali (-)	5.081	5.241	5.156	5.291	5.335	5.379	5.418	5.439
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	60	69	61	55	55	56	58	59
<b>= Risparmio lordo</b>	<b>833</b>	<b>871</b>	<b>927</b>	<b>853</b>	<b>846</b>	<b>848</b>	<b>847</b>	<b>854</b>
Consumo di capitale fisso (-)	358	372	376	380	382	384	386	387
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	12	-1	10	11	11	10	10	8
Altre variazioni nella ricchezza netta (+)	1.310	-1.776	-799	731	711	586	-192	-720
<b>= Variazioni nella ricchezza netta</b>	<b>1.797</b>	<b>-1.278</b>	<b>-238</b>	<b>1.215</b>	<b>1.185</b>	<b>1.061</b>	<b>279</b>	<b>-246</b>
<b>Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta</b>								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	661	646	554	560	568	571	577	580
Consumo di capitale fisso (-)	358	372	376	380	382	384	386	387
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	421	460	-13	38	104	125	132	125
Banconote, monete e depositi	351	438	123	119	139	137	147	117
Partecipazioni in fondi comuni monetari	37	-4	-43	-57	-36	-27	-17	-21
Titoli di debito <sup>1)</sup>	33	27	-93	-24	1	15	2	29
Attività a lungo	171	25	500	392	299	251	217	193
Depositi	-31	-29	85	56	41	50	51	50
Titoli di debito	85	17	16	-14	28	32	44	53
Azioni e altre partecipazioni	-104	-97	170	119	35	-3	-23	-26
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	39	76	119	103	53	23	28	36
Quote di fondi comuni di investimento	-143	-173	52	17	-18	-26	-51	-62
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	221	133	228	231	195	172	145	115
Finanziamenti: principali componenti (-)								
Prestiti	384	257	103	126	119	136	121	87
di cui: da IFM dell'area dell'euro	283	83	65	147	170	168	148	81
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Attività non finanziarie	1.227	-372	-1.101	620	665	298	262	-269
Attività finanziarie	102	-1.459	303	136	44	238	-466	-477
Azioni e altre partecipazioni	79	-1.209	109	75	71	222	-373	-457
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	8	-239	173	105	35	48	-43	25
Flussi netti restanti (+)	-42	52	-2	-26	6	97	65	75
<b>= Variazioni nella ricchezza netta</b>	<b>1.797</b>	<b>-1.278</b>	<b>-238</b>	<b>1.215</b>	<b>1.185</b>	<b>1.061</b>	<b>279</b>	<b>-246</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività non finanziarie (+)	28.117	28.018	27.096	27.896	27.932	27.980	28.242	27.820
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	5.264	5.813	5.788	5.829	5.870	5.911	5.907	5.970
Banconote, monete e depositi	4.851	5.321	5.476	5.600	5.598	5.650	5.658	5.730
Partecipazioni in fondi comuni monetari	280	317	241	185	209	199	194	169
Titoli di debito <sup>1)</sup>	133	175	71	44	63	63	54	70
Attività a lungo	12.200	10.718	11.555	12.080	12.160	12.167	11.699	11.799
Depositi	965	913	970	1.027	1.037	1.055	1.068	1.081
Titoli di debito	1.284	1.307	1.375	1.314	1.336	1.355	1.325	1.327
Azioni e altre partecipazioni	5.152	3.806	4.118	4.311	4.319	4.261	3.801	3.823
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	3.761	2.877	3.000	3.107	3.149	3.093	2.735	2.739
Quote di fondi di investimento	1.391	929	1.118	1.204	1.170	1.168	1.066	1.084
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	4.798	4.692	5.092	5.428	5.468	5.496	5.505	5.569
Restanti attività finanziarie (+)	308	312	306	315	309	390	394	375
Passività (-)								
Prestiti	5.569	5.820	5.942	6.102	6.103	6.162	6.180	6.191
di cui: da IFM dell'area dell'euro	4.831	4.914	4.968	5.213	5.256	5.304	5.313	5.281
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>40.320</b>	<b>39.041</b>	<b>38.803</b>	<b>40.018</b>	<b>40.168</b>	<b>40.287</b>	<b>40.063</b>	<b>39.773</b>

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Passività emesse dalle IFM con scadenza inferiore ai due anni e passività emesse da altri settori con scadenza inferiore all'anno.

**3.4 Società non finanziarie**

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri; consistenze a fine periodo)

	2007	2008	2009	1° trim. 2010- 4° trim. 2010	2° trim. 2010- 1° trim. 2011	3° trim. 2010- 2° trim. 2011	4° trim. 2010- 3° trim. 2011	1° trim. 2011- 4° trim. 2011
<b>Reddito e risparmio</b>								
Valore aggiunto lordo (+)	4.648	4.759	4.497	4.635	4.684	4.730	4.769	4.792
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.711	2.833	2.776	2.807	2.830	2.859	2.884	2.906
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (-)	49	46	39	33	34	37	40	41
= <b>Margine operativo lordo (+)</b>	1.888	1.880	1.682	1.794	1.820	1.835	1.845	1.845
Consumo di capitale fisso (-)	726	767	784	803	810	816	820	824
= <b>Margine operativo netto (+)</b>	1.162	1.113	899	991	1.010	1.019	1.025	1.021
Redditi da capitale attivi (+)	639	637	549	552	554	572	577	572
Interessi attivi	218	239	174	157	161	168	175	181
Altri redditi da capitale	421	398	376	395	393	404	402	391
Interest and rents payable (-)	366	421	299	263	270	281	292	301
= <b>Reddito lordo di impresa (+)</b>	1.436	1.329	1.149	1.280	1.295	1.310	1.311	1.292
Utili distribuiti (-)	1.005	1.027	936	944	959	964	974	977
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	248	236	152	168	176	179	184	190
Contributi sociali da riscuotere (+)	64	68	70	69	70	70	71	71
Prestazioni sociali da erogare (-)	63	65	68	69	70	70	70	70
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	43	48	47	46	46	44	44	45
= <b>Risparmio netto</b>	141	21	17	123	114	124	109	82
<b>Investimento, finanziamento e risparmio</b>								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	409	369	78	159	191	200	210	210
Investimenti fissi lordi (+)	1.058	1.077	911	944	963	976	988	996
Consumo di capitale fisso (-)	726	767	784	803	810	816	820	824
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	77	60	-50	18	37	39	43	39
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	167	72	91	43	28	41	-2	-33
Banconote, monete e depositi	153	15	87	67	63	66	45	0
Partecipazioni in fondi comuni monetari	-20	33	40	-23	-27	-27	-43	-44
Titoli di debito <sup>1)</sup>	34	24	-35	-2	-7	2	-4	10
Attività a lungo	763	664	242	471	480	544	559	554
Depositi	-8	39	0	12	23	22	24	53
Titoli di debito	51	-42	18	-9	2	14	17	23
Azioni e altre partecipazioni	412	331	110	238	249	304	321	275
Altri prestiti (in prevalenza intragruppo)	308	336	114	230	206	204	197	203
Restanti attività nette (+)	209	-27	56	-35	-32	-41	-66	-111
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Debito	928	664	79	181	209	280	261	243
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	538	394	-113	-11	27	75	79	50
di cui: titoli di debito	32	48	88	65	44	43	48	46
Azioni e altre partecipazioni	413	315	284	260	272	271	266	232
Azioni quotate	62	5	58	31	30	28	29	28
Azioni non quotate e altre partecipazioni	350	310	227	229	242	242	237	203
Trasferimenti netti di capitali attivi (-)	69	74	83	73	70	68	66	65
= <b>Risparmio netto</b>	141	21	17	123	114	124	109	82
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie								
Attività a breve	1.788	1.879	1.959	1.992	1.958	1.946	1.944	1.968
Banconote, monete e depositi	1.507	1.538	1.631	1.693	1.668	1.674	1.680	1.704
Partecipazioni in fondi comuni monetari	163	192	214	192	183	171	158	146
Titoli di debito <sup>1)</sup>	118	149	114	107	107	102	107	118
Attività a lungo	10.813	9.370	10.282	10.953	11.134	11.268	10.604	10.910
Depositi	213	255	232	258	237	239	254	278
Titoli di debito	230	180	195	197	219	215	216	240
Azioni e altre partecipazioni	8.026	6.278	7.075	7.474	7.625	7.706	6.950	7.153
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	2.344	2.657	2.779	3.024	3.052	3.108	3.184	3.239
Restanti attività nette	253	204	190	41	141	92	86	96
Passività								
Debito	8.644	9.326	9.423	9.588	9.655	9.761	9.837	9.849
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	4.465	4.870	4.711	4.695	4.726	4.751	4.766	4.725
di cui: titoli di debito	647	702	824	882	859	878	921	927
Azioni e altre partecipazioni	14.376	11.123	12.436	13.148	13.427	13.417	11.955	12.205
Azioni quotate	5.068	2.941	3.502	3.813	3.923	3.914	3.142	3.300
Azioni non quotate e altre partecipazioni	9.308	8.182	8.934	9.334	9.504	9.503	8.813	8.905

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	1° trim. 2010- 4° trim. 2010	2° trim. 2010- 1° trim. 2011	3° trim. 2010- 2° trim. 2011	4° trim. 2010- 3° trim. 2011	1° trim. 2011- 4° trim. 2011
<b>Conto finanziario, transazioni finanziarie</b>								
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	22	73	-48	-19	-24	-35	2	50
Banconote, monete e depositi	7	57	-33	-9	-9	-15	5	16
Partecipazioni in fondi comuni monetari	4	12	0	-17	-24	-23	-12	11
Titoli di debito <sup>1)</sup>	11	3	-14	7	9	3	9	23
Attività a lungo	240	119	286	282	246	268	220	100
Depositi	47	-9	19	-8	8	11	17	10
Titoli di debito	108	72	105	180	144	128	69	3
Prestiti	-15	25	6	26	19	22	14	4
Azioni quotate	21	-10	-57	13	16	16	11	7
Azioni non quotate e altre partecipazioni	14	16	-15	1	4	5	12	-4
Quote di fondi comuni di investimento	64	25	229	70	56	86	98	81
Restanti attività finanziarie (+)	2	13	24	20	2	-47	-48	-37
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Titoli di debito	3	4	5	0	0	2	3	3
Prestiti	-2	32	-2	11	17	13	8	7
Azioni e altre partecipazioni	3	8	4	7	6	1	1	1
Riserve tecniche di assicurazione	247	121	234	273	217	180	139	103
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	224	119	230	249	197	168	132	103
Riserve premi e riserve sinistri	22	1	4	24	21	12	7	-1
<b>= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni</b>	<b>13</b>	<b>40</b>	<b>21</b>	<b>-7</b>	<b>-16</b>	<b>-11</b>	<b>23</b>	<b>-1</b>
<b>Conto delle altre variazioni</b>								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	-9	-515	207	99	33	60	-122	-113
Altre attività nette	-32	53	27	-13	-63	-44	-62	33
Altre variazioni nelle passività (-)								
Azioni e altre partecipazioni	-21	-172	12	-10	-8	12	-43	-44
Riserve tecniche di assicurazione	28	-254	186	107	40	50	-31	41
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	16	-244	183	107	42	55	-30	40
Riserve premi e riserve sinistri	12	-10	3	0	-2	-5	-2	0
<b>= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</b>	<b>-47</b>	<b>-35</b>	<b>37</b>	<b>-12</b>	<b>-62</b>	<b>-46</b>	<b>-110</b>	<b>-76</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	318	393	340	326	319	319	350	361
Banconote, monete e depositi	163	224	195	190	181	181	199	193
Partecipazioni in fondi comuni monetari	91	101	93	77	75	75	81	87
Titoli di debito <sup>1)</sup>	63	67	51	58	63	63	70	81
Attività a lungo	5.470	5.080	5.650	6.015	6.069	6.100	5.993	5.974
Depositi	594	599	617	611	624	624	624	617
Titoli di debito	2.202	2.265	2.441	2.604	2.617	2.631	2.634	2.581
Prestiti	410	433	437	463	462	467	464	467
Azioni quotate	750	491	523	563	576	570	518	530
Azioni non quotate e altre partecipazioni	348	321	301	293	292	290	290	283
Quote di fondi comuni di investimento	1.166	971	1.331	1.481	1.497	1.517	1.463	1.496
Restanti attività finanziarie (+)	174	237	212	242	252	239	268	274
Passività (-)								
Titoli di debito	20	23	31	33	31	33	32	31
Prestiti	244	281	273	293	297	300	308	297
Azioni e altre partecipazioni	580	416	432	429	445	429	382	386
Riserve tecniche di assicurazione	5.290	5.156	5.576	5.957	6.013	6.035	6.039	6.100
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	4.481	4.356	4.769	5.126	5.168	5.196	5.203	5.269
Riserve premi e riserve sinistri	809	800	807	831	844	839	836	830
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>-173</b>	<b>-168</b>	<b>-110</b>	<b>-129</b>	<b>-146</b>	<b>-141</b>	<b>-150</b>	<b>-206</b>

Fonte: BCE.

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

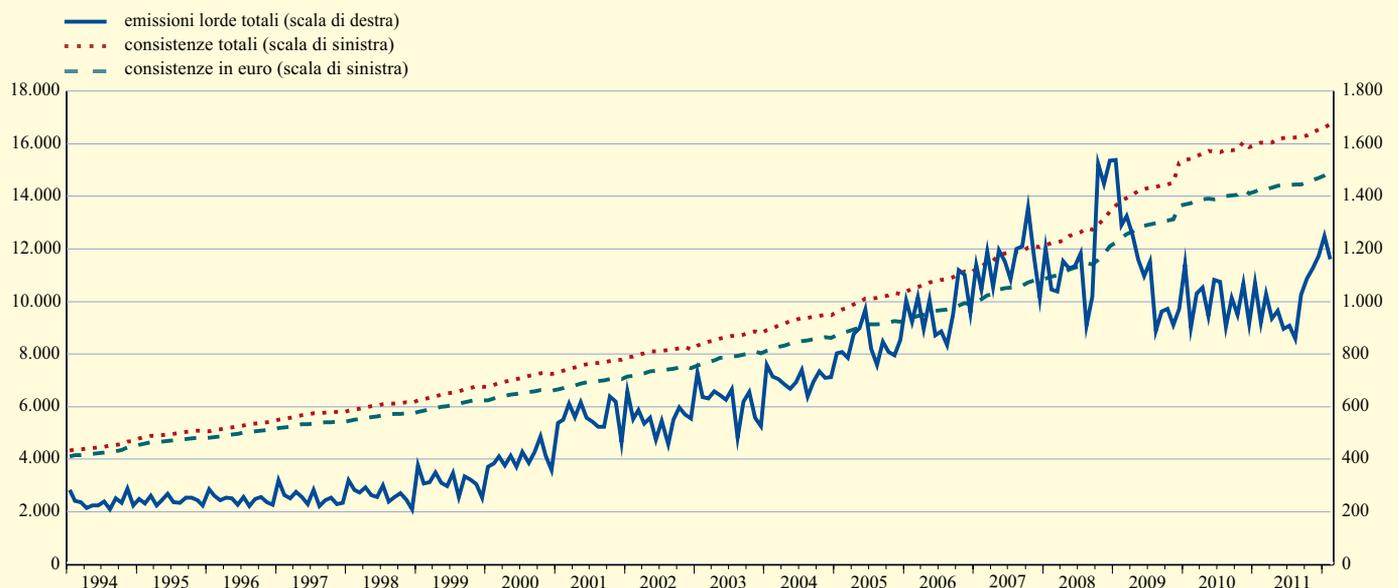


## MERCATI FINANZIARI

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

	Totale in euro <sup>1)</sup>			Residenti nell'area dell'euro								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute					
				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	11	12	
	<b>Totale</b>											
2011 feb.	16.464,2	866,8	100,3	14.279,2	813,9	92,1	16.039,9	920,2	98,7	4,1	48,5	4,1
mar.	16.462,3	986,9	-1,6	14.270,1	919,9	-8,9	16.015,7	1.028,0	0,3	3,3	9,8	3,5
apr.	16.483,1	889,7	21,4	14.317,0	850,3	47,5	16.041,6	934,9	50,9	3,2	25,0	3,3
mag.	16.586,4	922,5	101,6	14.409,5	865,9	90,9	16.190,0	963,7	118,1	3,6	41,7	1,8
giu.	16.619,1	851,8	32,7	14.433,6	799,9	24,0	16.207,5	896,8	24,6	3,8	50,7	3,2
lug.	16.589,3	852,6	-30,3	14.423,9	825,3	-10,4	16.221,0	907,2	-11,1	3,7	14,3	2,4
ago.	16.619,5	806,8	30,4	14.454,9	772,4	31,3	16.228,8	858,3	19,0	3,2	47,7	2,4
set.	16.652,2	1.002,0	33,0	14.461,3	926,1	6,9	16.274,8	1.026,6	8,7	3,3	61,1	3,0
ott.	16.703,2	1.034,5	51,8	14.539,8	992,9	79,1	16.318,4	1.086,5	69,6	3,3	59,4	3,5
nov.	16.787,2	1.061,8	83,4	14.629,9	1.014,6	89,3	16.441,5	1.125,8	93,8	2,4	5,0	3,0
dic.	16.858,2	1.124,5	71,0	14.698,8	1.082,1	68,9	16.538,7	1.173,3	68,9	4,0	194,6	4,8
2012 gen.	.	.	.	14.794,5	1.117,0	98,7	16.617,7	1.249,2	91,2	4,0	77,2	5,6
feb.	.	.	.	14.930,9	1.042,1	141,5	16.752,6	1.159,7	159,1	4,3	104,6	6,3
	<b>A lungo termine</b>											
2011 feb.	15.018,9	284,2	105,7	12.911,6	253,2	95,5	14.468,2	285,1	92,1	5,0	42,8	5,6
mar.	15.029,3	313,5	10,9	12.928,6	277,4	17,4	14.461,2	311,7	14,9	4,2	20,4	5,1
apr.	15.082,7	303,3	53,7	12.992,9	278,4	64,6	14.507,5	308,9	67,8	4,2	48,4	4,8
mag.	15.158,8	275,8	75,0	13.060,5	243,4	66,5	14.613,2	266,4	80,2	4,5	14,8	3,4
giu.	15.212,0	259,0	52,7	13.111,8	227,7	50,7	14.662,1	256,6	53,7	4,6	44,0	3,8
lug.	15.193,8	203,3	-20,4	13.100,8	192,1	-13,3	14.673,5	213,8	-12,8	4,4	25,9	2,7
ago.	15.188,6	121,6	-5,2	13.099,9	112,0	-1,0	14.653,5	122,0	-9,6	4,0	28,4	2,5
set.	15.180,2	229,2	-7,7	13.087,7	189,8	-11,4	14.682,1	213,9	-4,1	4,0	42,7	2,8
ott.	15.253,9	278,3	75,6	13.167,2	250,9	81,4	14.728,1	268,0	69,8	4,0	73,9	3,2
nov.	15.325,5	210,8	71,4	13.248,7	191,6	81,0	14.841,3	212,2	87,6	3,2	4,8	3,0
dic.	15.382,7	236,9	56,1	13.318,9	227,7	69,2	14.939,5	245,3	72,6	4,1	142,5	4,4
2012 gen.	.	.	.	13.389,7	301,3	74,1	14.991,6	330,3	62,8	4,0	89,5	5,3
feb.	.	.	.	13.518,1	305,0	132,6	15.113,4	335,7	143,3	4,3	92,5	6,2

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



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

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

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

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

### 1. Consistenze ed emissioni lorde

	Consistenze						Emissioni lorde <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>												
2010	15.872	5.246	3.291	850	5.932	554	1.007	625	80	69	205	29
2011	16.539	5.530	3.301	868	6.216	624	999	609	98	62	191	39
2011 1° trim.	16.016	5.347	3.257	824	6.024	564	1.006	592	92	59	220	43
2° trim.	16.208	5.363	3.249	832	6.167	597	932	551	86	60	192	43
3° trim.	16.275	5.425	3.229	854	6.160	607	931	580	78	60	180	33
4° trim.	16.539	5.530	3.301	868	6.216	624	1.129	714	136	70	172	36
2011 nov.	16.441	5.457	3.265	870	6.229	621	1.126	730	107	63	181	45
dic.	16.539	5.530	3.301	868	6.216	624	1.173	784	156	60	139	34
2012 gen.	16.618	5.541	3.295	878	6.271	633	1.249	767	118	65	249	51
feb.	16.753	5.606	3.296	883	6.314	654	1.160	742	81	65	218	54
<b>A breve termine</b>												
2010	1.540	572	122	67	724	54	759	534	34	57	115	19
2011	1.599	702	110	77	634	77	747	511	47	53	107	29
2011 1° trim.	1.554	618	114	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.	1.593	613	113	83	712	72	747	512	42	53	114	26
4° trim.	1.599	702	110	77	634	77	887	629	75	60	94	28
2011 nov.	1.600	652	105	84	686	74	914	665	68	54	95	31
dic.	1.599	702	110	77	634	77	928	679	89	52	78	29
2012 gen.	1.626	709	109	80	649	79	919	626	67	53	139	34
feb.	1.639	716	114	82	644	83	824	572	51	53	122	27
<b>A lungo termine<sup>2)</sup></b>												
2010	14.332	4.674	3.168	783	5.207	499	248	91	46	12	90	9
2011	14.939	4.827	3.191	791	5.583	547	252	98	50	9	84	10
2011 1° trim.	14.461	4.729	3.143	752	5.325	512	306	130	50	10	102	13
2° trim.	14.662	4.781	3.125	759	5.465	532	277	111	55	9	90	12
3° trim.	14.682	4.812	3.116	770	5.448	535	183	67	36	7	66	7
4° trim.	14.939	4.827	3.191	791	5.583	547	242	85	61	10	78	8
2011 nov.	14.841	4.805	3.160	786	5.544	547	212	65	39	9	85	13
dic.	14.939	4.827	3.191	791	5.583	547	245	106	67	8	61	4
2012 gen.	14.992	4.832	3.186	797	5.622	554	330	141	51	12	110	17
feb.	15.113	4.889	3.182	801	5.670	571	336	171	30	12	96	27
<b>di cui: a lungo termine con tasso fisso</b>												
2010	9.477	2.633	1.099	671	4.697	377	156	50	13	10	77	6
2011	10.026	2.777	1.151	697	4.994	408	151	54	12	8	70	7
2011 1° trim.	9.639	2.700	1.109	655	4.787	387	195	78	13	8	87	9
2° trim.	9.862	2.743	1.141	666	4.912	401	173	62	20	8	74	8
3° trim.	9.887	2.773	1.149	678	4.887	400	112	35	8	6	58	5
4° trim.	10.026	2.777	1.151	697	4.994	408	123	41	7	9	61	5
2011 nov.	9.970	2.765	1.144	692	4.962	407	117	29	7	9	64	8
dic.	10.026	2.777	1.151	697	4.994	408	119	48	8	7	53	3
2012 gen.	10.088	2.799	1.157	703	5.021	409	218	95	16	11	86	9
feb.	10.208	2.845	1.163	707	5.076	417	240	106	18	11	88	16
<b>di cui: a lungo termine con tasso variabile</b>												
2010	4.384	1.761	1.964	106	432	121	78	34	29	1	10	4
2011	4.409	1.781	1.886	91	513	139	84	37	32	1	11	3
2011 1° trim.	4.330	1.741	1.916	93	458	123	90	42	32	1	11	4
2° trim.	4.299	1.765	1.838	89	477	129	84	42	23	1	13	4
3° trim.	4.289	1.767	1.808	88	491	133	56	26	21	0	5	3
4° trim.	4.409	1.781	1.886	91	513	139	106	36	51	1	15	3
2011 nov.	4.358	1.762	1.860	90	507	138	81	28	28	1	19	5
dic.	4.409	1.781	1.886	91	513	139	116	53	55	1	7	1
2012 gen.	4.394	1.766	1.874	91	519	143	92	37	30	1	16	8
feb.	4.398	1.775	1.861	91	520	151	81	56	11	0	5	10

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.

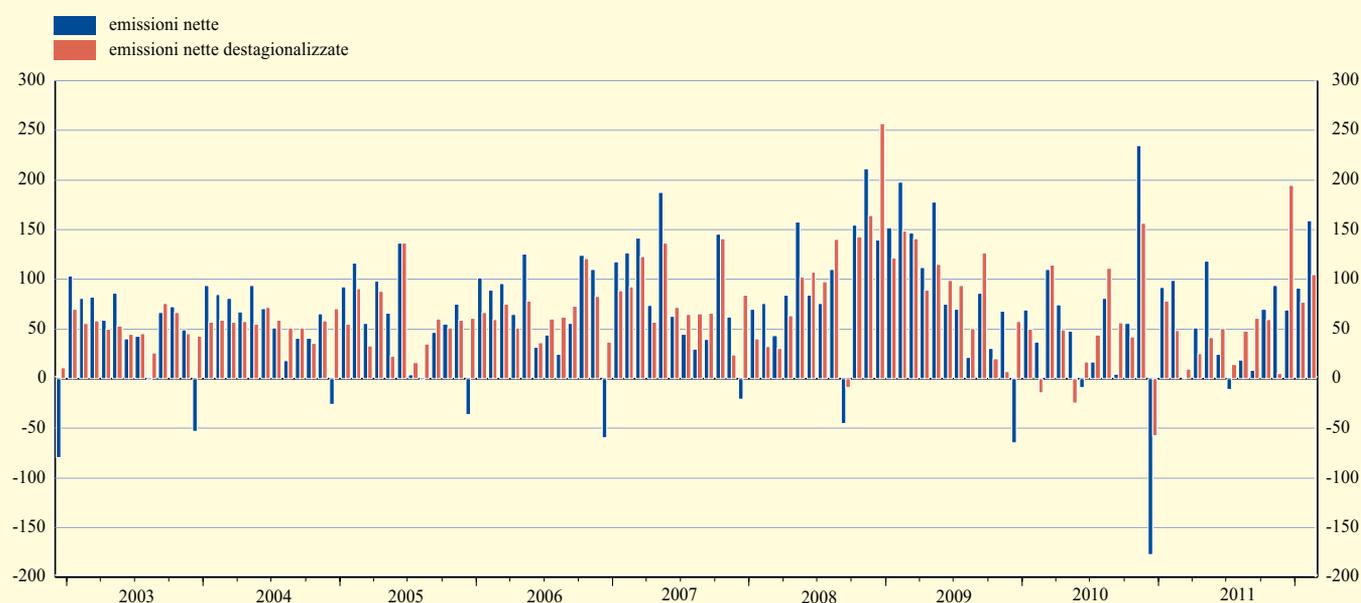
2) La differenza residua fra il totale dei titoli di debito a lungo termine e i titoli di debito a lungo termine con tasso fisso e variabile consiste in obbligazioni a cedola zero e in effetti di rivalutazione.

**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>												
2010	45,4	-1,2	4,7	5,0	31,6	5,3	45,3	-1,4	4,8	5,0	31,8	5,1
2011	52,8	22,7	-2,5	3,7	23,4	5,6	53,0	23,0	-2,3	3,8	23,1	5,3
2011 1° trim.	63,7	43,0	-20,3	4,3	32,5	4,3	45,5	24,0	-3,9	2,8	16,7	5,9
2° trim.	64,5	5,0	-1,7	2,7	47,5	11,0	39,1	0,6	-6,9	-0,2	34,2	11,5
3° trim.	5,5	12,8	-10,1	4,5	-3,8	2,0	41,0	20,4	5,2	6,2	5,6	3,7
4° trim.	77,4	29,8	22,0	3,2	17,6	4,9	86,3	47,2	-3,6	6,4	36,1	0,3
2011 nov.	93,8	29,0	1,9	6,5	45,1	11,1	5,0	21,5	-41,1	5,8	8,1	10,7
dic.	68,9	58,3	30,9	-5,9	-15,6	1,3	194,6	110,0	18,2	5,3	65,2	-4,2
2012 gen.	91,2	16,4	-0,9	10,8	55,5	9,4	77,2	-7,6	18,7	7,1	39,3	19,7
feb.	159,1	74,4	10,5	7,4	44,9	22,0	104,6	41,1	19,4	5,2	16,2	22,6
<b>A lungo termine</b>												
2010	54,0	1,9	2,0	5,3	41,3	3,5	54,3	1,9	2,2	5,3	41,4	3,5
2011	48,3	12,0	-1,3	2,7	31,0	3,9	48,8	12,1	-1,1	2,8	31,1	3,9
2011 1° trim.	58,1	27,4	-16,9	2,3	40,5	4,9	53,4	17,1	-1,9	2,5	31,2	4,6
2° trim.	67,2	16,7	-5,1	2,4	46,7	6,5	35,7	5,6	-9,4	-0,6	35,1	5,0
3° trim.	-8,8	3,1	-6,5	0,9	-6,9	0,6	32,3	10,9	7,3	2,2	9,1	2,7
4° trim.	76,7	0,8	23,1	5,4	43,8	3,6	73,8	15,0	-0,4	7,0	48,9	3,2
2011 nov.	87,6	3,2	5,8	6,8	63,4	8,4	4,8	7,6	-38,4	6,3	21,0	8,4
dic.	72,6	9,5	26,2	1,1	36,6	-0,8	142,5	40,8	16,8	5,4	80,5	-0,9
2012 gen.	62,8	8,8	-0,6	7,4	40,7	6,6	89,5	5,4	20,6	9,0	46,0	8,4
feb.	143,3	64,7	5,6	5,8	49,6	17,7	92,5	39,6	9,3	4,6	20,2	18,9

**F16 Emissioni nette di titoli non azionari: dati destagionalizzati e non destagionalizzati**  
(miliardi di euro; transazioni nel mese; valori nominali)



Fonte: BCE.

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

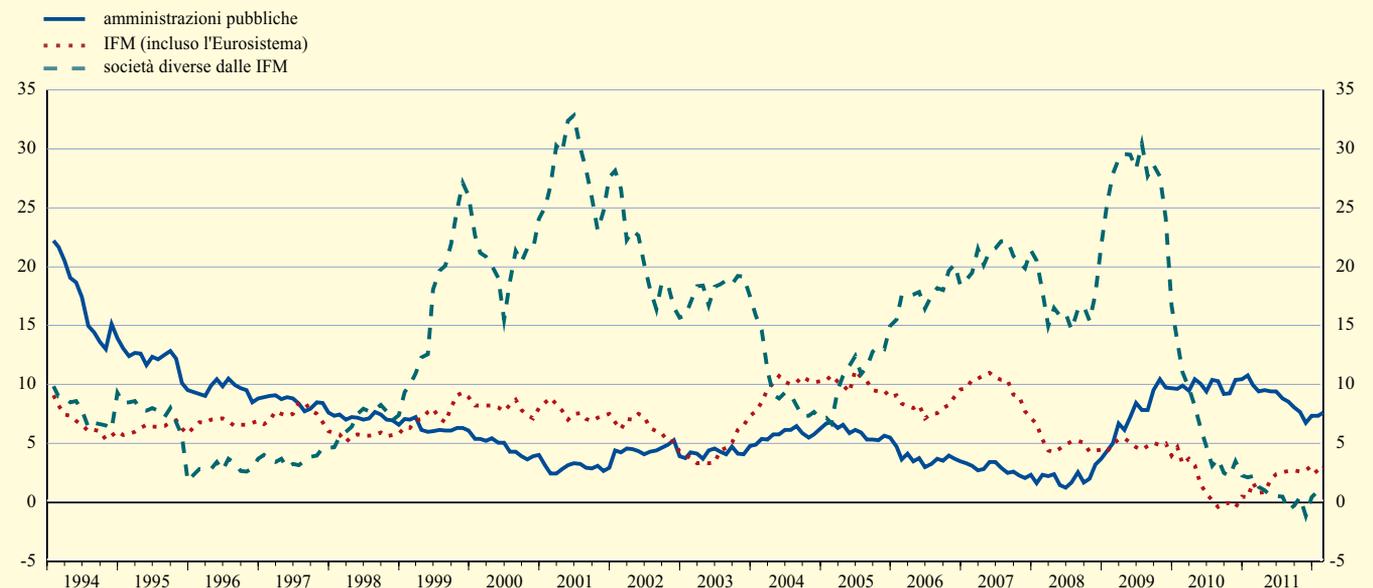
### 4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2011 feb.	4,1	1,6	2,3	5,5	6,7	11,9	4,1	2,5	1,4	6,1	6,4	9,4
mar.	3,3	0,8	1,2	4,8	5,9	14,5	3,5	2,2	-1,0	5,2	6,3	12,1
apr.	3,2	0,4	1,1	3,4	6,0	14,6	3,3	2,9	-0,8	2,5	5,3	12,3
mag.	3,6	1,7	0,3	4,3	6,1	17,4	1,8	3,0	-4,1	3,7	2,7	15,8
giu.	3,8	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	16,0
ago.	3,2	1,9	-1,2	5,2	5,6	15,3	2,4	1,3	-3,9	4,4	4,9	22,0
set.	3,3	2,3	-0,6	4,8	5,1	14,2	3,0	2,4	-0,3	4,4	4,0	16,8
ott.	3,3	2,9	-0,2	4,7	4,7	12,8	3,5	2,9	0,4	7,1	4,2	12,9
nov.	2,4	3,2	-2,3	5,1	3,0	13,6	3,0	3,4	-0,7	6,5	3,4	11,0
dic.	4,0	5,2	-0,9	5,4	4,7	12,1	4,8	7,7	0,3	9,3	4,1	4,0
2012 gen.	4,0	4,3	-0,6	6,2	4,8	15,4	5,6	7,6	1,6	9,6	4,5	14,9
feb.	4,3	4,5	0,0	6,6	4,8	19,9	6,3	7,8	3,9	8,7	4,7	17,8
	A lungo termine											
2011 feb.	5,0	1,7	1,3	6,4	10,1	8,6	5,6	4,1	0,2	6,1	10,0	8,5
mar.	4,2	0,8	0,2	5,7	9,4	9,0	5,1	3,3	-2,0	5,6	11,0	9,4
apr.	4,2	0,9	0,1	5,0	9,5	9,5	4,8	3,5	-1,6	4,0	10,0	8,7
mag.	4,5	2,0	-0,6	5,2	9,1	12,1	3,4	3,6	-4,9	3,1	7,9	11,0
giu.	4,6	2,4	-0,3	4,4	9,4	9,4	3,8	2,9	-2,1	1,5	7,8	11,9
lug.	4,4	2,6	-0,5	4,8	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	1,2	-3,9	2,8	6,8	12,1
set.	4,0	2,7	-1,1	3,4	7,9	9,4	2,8	2,1	-0,4	1,3	5,0	9,3
ott.	4,0	2,6	-0,3	3,5	7,6	8,7	3,2	1,7	1,0	3,0	5,3	8,5
nov.	3,2	2,7	-2,3	4,0	6,4	10,0	3,0	1,9	0,1	4,8	4,9	9,1
dic.	4,1	3,1	-0,5	4,4	7,2	9,4	4,4	3,3	1,3	7,4	6,5	6,9
2012 gen.	4,0	2,4	-0,1	5,7	7,0	11,1	5,3	3,5	2,7	9,4	7,3	10,1
feb.	4,3	2,9	0,0	6,0	7,0	13,5	6,2	4,7	4,1	9,3	7,3	15,2

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



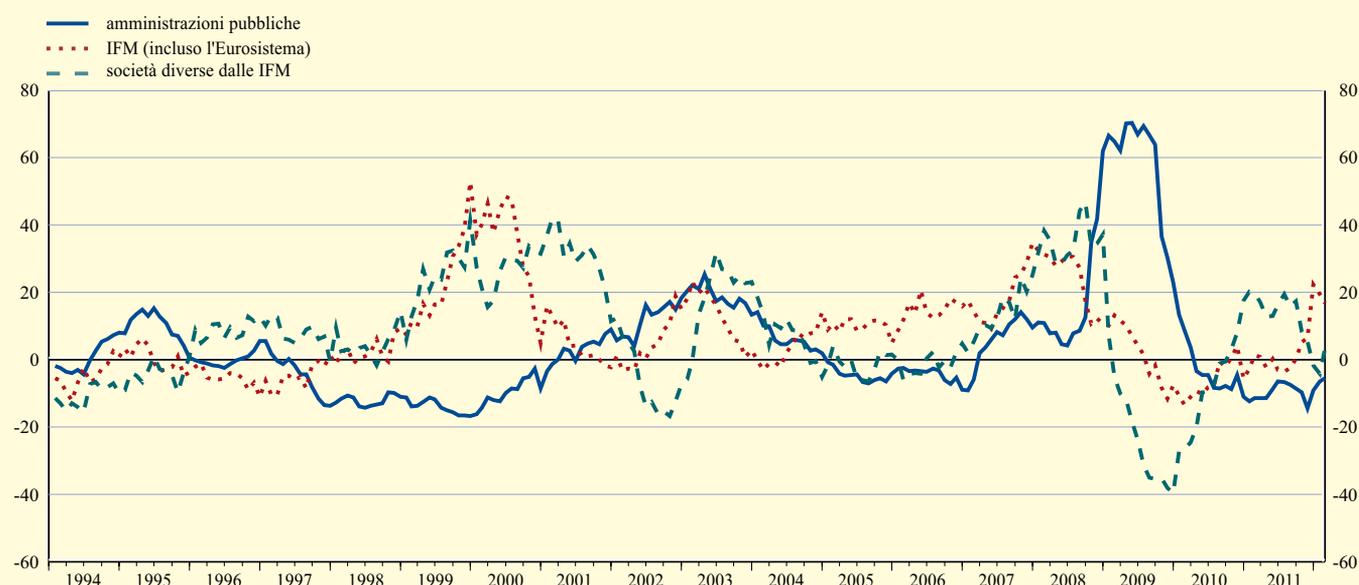
Fonte: BCE.

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

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

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	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											
2010	8,8	5,7	6,4	19,6	9,9	8,8	-0,6	-3,9	0,7	-1,5	6,4	27,5
2011	6,4	5,0	3,4	6,3	7,8	7,6	-0,6	-1,4	-5,3	-1,9	22,3	16,1
2011 1° trim.	6,9	3,4	3,1	9,2	9,7	5,6	0,4	-1,8	-1,9	-1,2	19,0	20,0
2° trim.	6,5	4,6	3,7	6,4	8,2	7,9	-0,5	-2,1	-4,7	-1,5	23,5	18,4
3° trim.	6,6	6,2	4,2	5,2	7,4	8,9	-1,5	-1,4	-7,7	-2,3	25,7	13,0
4° trim.	5,6	5,7	2,7	4,5	6,1	8,1	-1,0	-0,5	-6,9	-2,5	21,0	13,9
2011 set.	6,1	6,4	4,7	4,3	6,4	8,3	-1,6	-1,2	-8,5	-3,7	28,3	13,4
ott.	5,7	5,7	3,6	4,2	6,2	7,5	-0,6	-1,0	-6,3	-2,9	25,8	12,7
nov.	5,2	5,2	1,6	4,6	5,8	8,5	-1,8	0,0	-7,9	-2,3	14,6	15,1
dic.	5,5	5,7	1,1	5,0	6,3	8,0	0,4	0,3	-4,4	-1,0	18,7	14,3
2012 gen.	5,7	5,2	2,1	6,4	6,4	8,7	-0,1	-0,5	-4,5	-0,9	15,6	19,3
feb.	6,1	5,6	3,1	6,5	6,7	10,1	0,2	0,4	-4,9	-0,8	15,3	24,4
	Euro											
2010	9,1	5,6	7,4	19,9	10,0	8,3	-0,3	-3,3	0,4	-1,9	5,9	26,2
2011	6,5	4,2	3,6	6,6	8,1	7,2	-0,2	0,0	-5,9	-2,8	22,2	15,3
2011 1° trim.	7,0	2,2	3,3	9,6	9,9	4,5	1,0	-0,1	-2,8	-1,7	19,1	21,0
2° trim.	6,6	3,8	4,0	6,5	8,5	7,3	0,3	-0,6	-4,8	-2,6	23,5	18,1
3° trim.	6,7	5,5	4,5	5,9	7,6	8,6	-1,2	-0,2	-8,4	-3,5	25,6	11,1
4° trim.	5,7	5,5	2,6	4,7	6,4	8,5	-0,6	0,9	-7,6	-3,5	20,8	12,3
2011 set.	6,2	5,7	4,6	4,8	6,6	8,4	-1,5	-0,1	-9,8	-4,6	28,3	11,4
ott.	5,8	5,4	3,5	4,5	6,4	8,2	-0,1	0,5	-6,9	-3,9	25,6	11,0
nov.	5,5	5,2	1,8	4,7	6,1	9,0	-1,3	1,5	-8,4	-3,4	14,3	13,7
dic.	5,7	5,7	0,8	5,0	6,5	8,6	0,6	1,8	-5,3	-2,1	18,4	13,1
2012 gen.	6,0	5,5	2,6	6,1	6,6	10,0	0,7	1,5	-4,7	-2,2	15,3	18,2
feb.	6,4	6,0	3,6	6,1	6,8	10,7	1,0	2,5	-5,1	-2,1	15,1	22,6

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



Fonte: BCE.

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

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

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

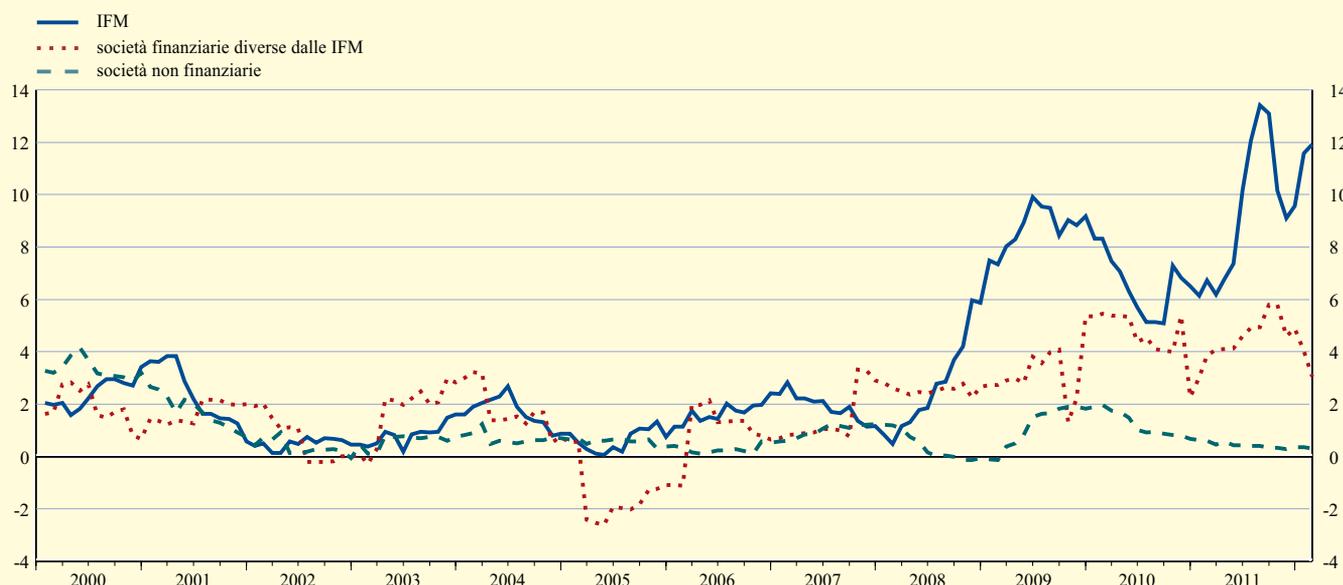
##### 1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 2008=100	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2010 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	104,5	1,4	514,3	6,1	365,8	3,0	3.879,7	0,6
feb.	4.845,8	104,7	1,5	535,0	6,7	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	1,4	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	3.880,5	0,4
lug.	4.504,3	105,7	1,9	458,8	12,1	325,5	4,9	3.720,0	0,4
ago.	3.975,3	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	3.394,7	0,3
nov.	3.893,4	106,0	1,5	330,6	9,1	271,5	4,6	3.291,3	0,3
dic.	3.906,8	106,1	1,6	340,1	9,6	270,7	4,9	3.296,0	0,3
2012 gen.	4.121,3	106,3	1,7	376,5	11,6	298,0	4,0	3.446,8	0,4
feb.	4.290,7	106,4	1,6	399,0	11,9	311,3	3,1	3.580,3	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

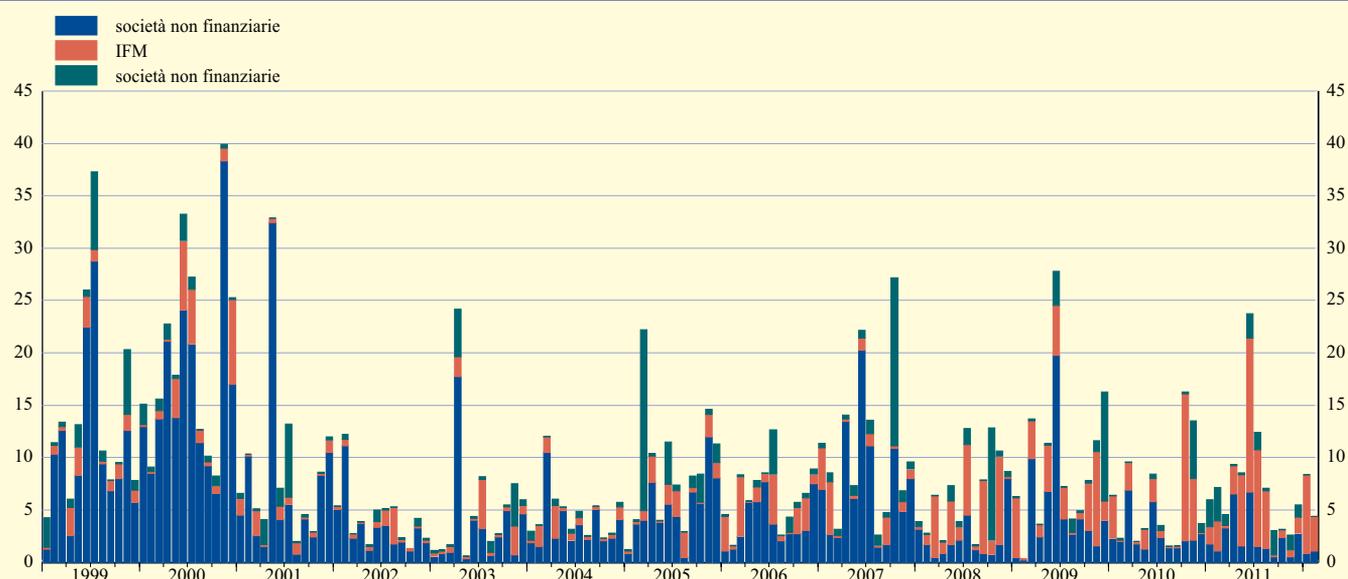
(miliardi di euro; valori di mercato)

##### 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
2010 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.	6,0	1,3	4,7	1,6	0,0	1,6	2,6	0,0	2,6	1,8	1,3	0,5
feb.	7,1	0,2	6,9	2,9	0,0	2,9	3,2	0,0	3,2	1,1	0,2	0,8
mar.	4,4	1,0	3,5	0,1	0,0	0,1	1,0	0,2	0,8	3,3	0,7	2,6
apr.	9,4	0,5	8,8	2,7	0,0	2,7	0,1	0,0	0,1	6,5	0,5	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
dic.	5,5	1,0	4,5	1,5	0,0	1,5	1,2	0,0	1,2	2,8	1,0	1,8
2012 gen.	8,3	0,4	7,9	7,5	0,0	7,5	0,0	0,1	-0,1	0,9	0,3	0,5
feb.	4,4	2,3	2,1	3,3	0,0	3,3	0,0	0,2	-0,2	1,0	2,0	-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
2011 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	0,66	1,46	2,61	2,85	1,62
dic.	0,54	2,78	3,20	3,06	1,81	1,97	0,65	1,50	2,76	2,90	1,38
2012 gen.	0,53	2,94	3,48	3,15	1,83	1,96	0,61	1,27	2,95	2,92	1,23
feb.	0,52	2,90	3,37	3,15	1,83	1,96	0,60	1,22	2,96	3,01	1,06

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

	Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Debiti da carte di credito revolving <sup>3)</sup>	Credito al consumo				(TAEG) <sup>4)</sup>	Prestiti per acquisto di abitazione				(TAEG) <sup>4)</sup>	Prestiti a imprese individuali e a società di persone		
			Periodo iniziale di determinazione del tasso			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	
2011 mar.	8,04	16,88	5,43	6,22	7,82	7,32	3,00	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	17,17	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	17,11	5,56	6,47	7,78	7,39	3,43	3,74	3,84	3,94	3,96	4,22	4,93	4,02	
dic.	8,37	17,08	5,26	6,44	7,64	7,16	3,49	3,74	3,81	3,95	4,02	4,13	4,84	3,92	
2012 gen.	8,46	17,06	5,61	6,58	8,08	7,57	3,50	3,71	3,75	4,03	4,03	3,89	4,76	3,93	
feb.	8,41	17,05	5,70	6,58	8,09	7,62	3,44	3,64	3,70	3,95	3,92	3,87	4,71	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	13
2011 mar.	4,12	4,02	4,38	4,63	4,99	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	2,87	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	2,79	3,56	3,64	3,99	3,87	4,06
set.	4,54	4,59	4,94	4,79	4,94	4,46	4,31	2,84	3,44	3,69	3,63	3,64	3,74
ott.	4,61	4,70	5,10	4,86	4,99	4,56	4,27	2,98	3,54	3,78	3,89	3,60	3,71
nov.	4,61	4,77	5,26	4,98	5,10	4,65	4,26	2,80	3,66	3,42	3,92	3,60	3,71
dic.	4,67	4,89	5,15	4,98	5,05	4,58	4,27	3,02	3,74	3,11	3,95	3,73	3,75
2012 gen.	4,64	4,93	5,36	4,78	5,04	4,40	4,33	2,66	3,70	3,06	3,45	2,70	3,80
feb.	4,59	4,86	5,25	4,71	5,02	4,65	4,41	2,50	3,76	3,31	3,92	3,77	3,64

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Per questa categoria di strumenti, i dati relativi alle famiglie e alle società non finanziarie devono essere uniti e attribuiti al settore famiglie, dato che le consistenze relative alle società non finanziarie sono trascurabili rispetto a quelle del settore delle famiglie nell'insieme degli Stati membri partecipanti.
- 3) Questa categoria di strumenti non include debito da carte di credito a saldo, ovvero con concessione di credito a tasso zero nel ciclo di fatturazione.
- 4) Il tasso annuo effettivo globale (TAEG) copre il costo totale del prestito. Quest'ultimo comprende una componente relativa al tasso d'interesse e una componente relativa ad altre spese (accessorie) come i costi d'istruttoria, d'amministrazione, per la preparazione dei documenti, per le garanzie.

**4.5 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro <sup>1) \*</sup>**  
(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

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

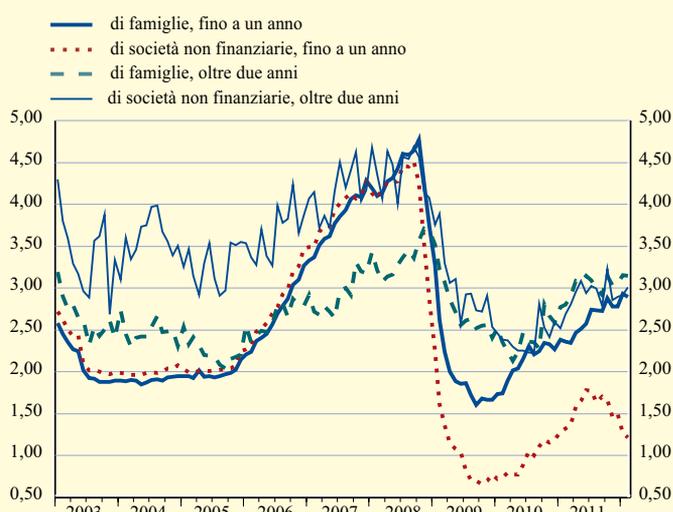
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine 9
	A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso <sup>2), 3)</sup>		A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita			
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2011 mar.	0,45	2,38	2,71	1,61	1,88	0,54	1,85	3,13	1,65	
apr.	0,46	2,41	2,73	1,65	1,90	0,61	1,94	3,12	1,72	
mag.	0,49	2,45	2,74	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	2,59	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	2,70	2,80	1,80	1,96	0,66	2,17	3,16	2,24	
dic.	0,54	2,73	2,78	1,81	1,97	0,65	2,14	3,13	2,37	
2012 gen.	0,53	2,76	2,78	1,83	1,96	0,61	2,09	3,16	2,46	
feb.	0,52	2,79	2,80	1,83	1,96	0,60	2,08	3,20	2,62	

**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
2011 mar.	3,71	3,80	3,84	7,92	6,40	5,20	3,68	3,49	3,48
apr.	3,81	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	3,79	3,92	8,14	6,48	5,32	4,11	3,85	3,73
ott.	4,12	3,78	3,91	8,17	6,44	5,33	4,18	3,86	3,74
nov.	4,12	3,77	3,91	8,09	6,44	5,34	4,20	3,89	3,75
dic.	4,12	3,74	3,89	8,11	6,43	5,31	4,26	3,87	3,72
2012 gen.	4,06	3,71	3,87	8,14	6,40	5,28	4,23	3,81	3,68
feb.	4,04	3,69	3,86	8,10	6,42	5,28	4,18	3,78	3,67

**F21 Nuovi depositi con durata prestabilita**

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

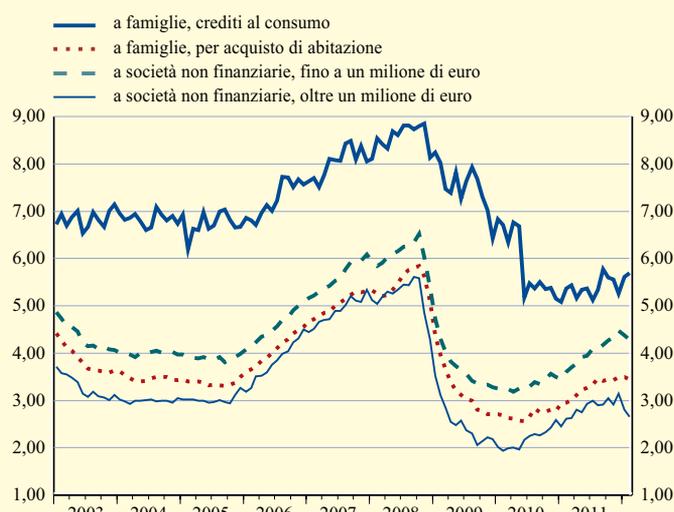


Fonte: BCE.

\* 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)

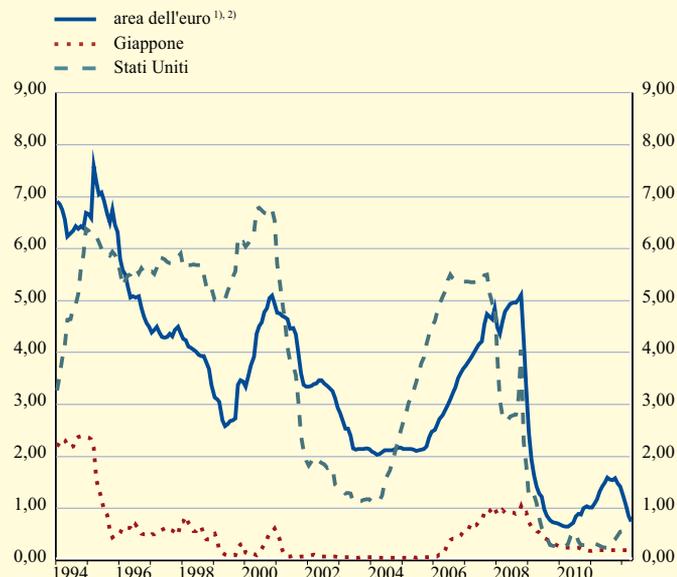
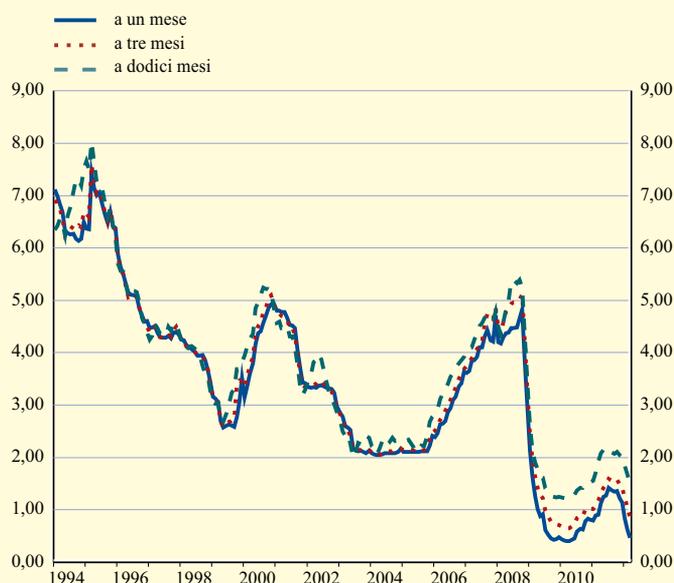
	Area dell'euro <sup>1),2)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 1	Depositi a un mese (Euribor) 2	Depositi a tre mesi (Euribor) 3	Depositi a sei mesi (Euribor) 4	Depositi a dodici mesi (Euribor) 5	Depositi a tre mesi (Libor) 6	Depositi a tre mesi (Libor) 7
2009	0,71	0,89	1,22	1,43	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
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
2012 1° trim.	0,37	0,64	1,04	1,34	1,67	0,51	0,20
2011 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
2012 gen.	0,38	0,84	1,22	1,50	1,84	0,57	0,20
feb.	0,37	0,63	1,05	1,35	1,68	0,50	0,20
mar.	0,36	0,47	0,86	1,16	1,50	0,47	0,20
apr.	0,35	0,41	0,74	1,04	1,37	0,47	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.

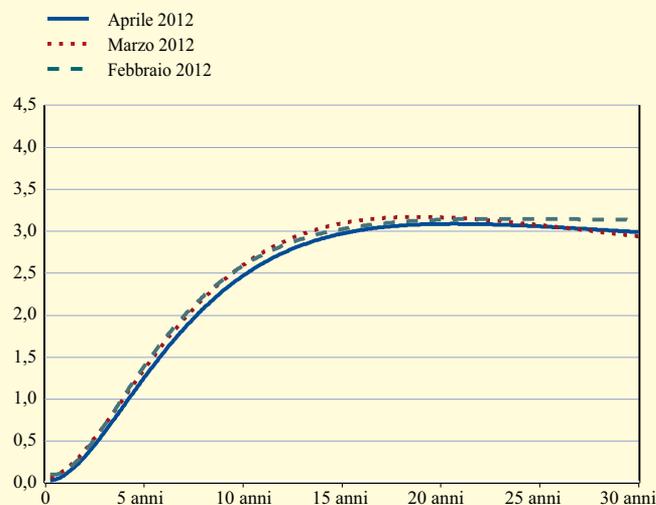
#### 4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro<sup>1)</sup>

(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
2011 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
2012 1° trim.	0,07	0,16	0,39	1,36	1,95	2,60	2,53	2,21	0,34	0,95	2,97	4,26
2011 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
2012 gen.	0,11	0,21	0,45	1,44	2,03	2,67	2,55	2,22	0,39	1,03	3,07	4,26
feb.	0,11	0,15	0,37	1,39	1,99	2,59	2,49	2,22	0,29	0,95	3,06	4,06
mar.	0,07	0,16	0,39	1,36	1,95	2,60	2,53	2,21	0,34	0,95	2,97	4,26
apr.	0,03	0,10	0,32	1,26	1,84	2,47	2,44	2,15	0,26	0,85	2,84	4,10

#### 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.

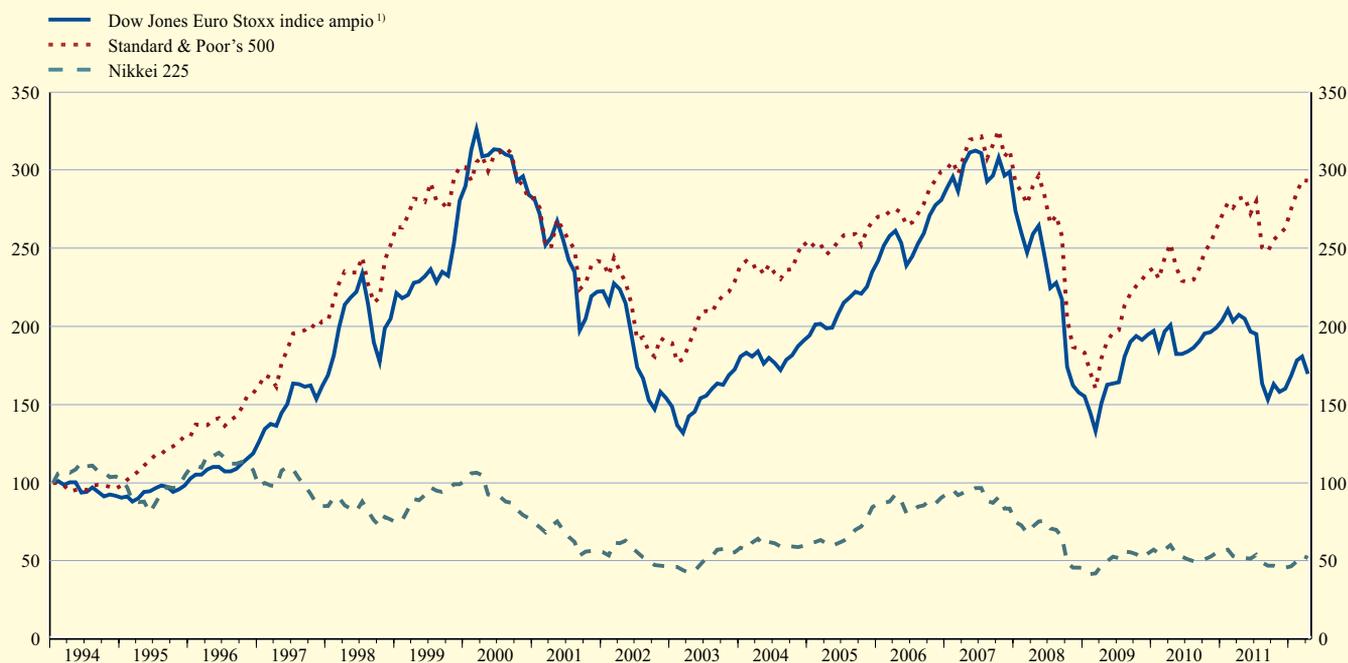
## 4.8 Indici del mercato azionario

(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
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
2012 1° trim.	243,7	2.473,6	499,1	150,3	372,3	324,6	129,7	333,3	221,7	253,7	300,6	480,6	1.348,8	9.295,3
2011 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
2012 gen.	233,4	2.382,1	477,6	146,9	351,8	317,3	120,4	319,2	206,9	248,8	305,0	473,6	1.300,6	8.616,7
feb.	247,2	2.508,2	507,2	152,1	377,3	327,0	134,4	336,3	223,9	254,6	300,1	477,6	1.352,5	9.242,3
mar.	250,7	2.532,2	512,9	152,0	388,0	329,5	134,6	344,6	234,3	257,7	296,7	490,5	1.389,2	9.962,3
apr.	235,0	2.340,8	497,6	145,9	380,9	301,1	116,8	327,8	221,2	237,7	275,2	488,5	1.386,4	9.627,4

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

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

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



## PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

### 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati <sup>2)</sup>	
	Indice 2005 = 100	Totale	Beni		Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
			Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici										
in perc. del totale nel 2012	100,0	100,0	81,8	58,5	41,5	100,0	11,9	7,2	28,5	11,0	41,5	88,2	11,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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
2011	112,8	2,7	1,7	3,3	1,8	-	-	-	-	-	-	2,6	3,5
2011 1° trim.	111,3	2,5	1,3	3,1	1,6	1,0	0,9	0,5	0,2	6,3	0,5	2,4	3,3
2° trim.	113,1	2,8	1,8	3,3	1,9	0,8	1,1	0,3	0,3	2,8	0,6	2,6	3,6
3° trim.	112,9	2,7	1,7	3,2	2,0	0,3	1,1	0,1	-0,3	0,4	0,5	2,6	3,5
4° trim.	114,1	2,9	2,0	3,7	1,9	0,8	1,1	1,0	1,1	1,5	0,3	2,9	3,5
2012 1° trim.	114,3	2,7	1,9	3,3	1,8	0,8	0,7	0,6	0,2	4,1	0,5	2,6	3,4
2011 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.	114,4	2,7	2,0	3,3	1,9	0,1	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,2	2,7	3,5
2012 gen.	113,4	2,7	1,9	3,2	1,9	0,4	0,2	-0,2	0,0	2,6	0,2	2,5	3,5
feb.	114,0	2,7	1,9	3,4	1,8	0,3	0,3	0,8	0,1	1,1	0,1	2,6	3,4
mar.	115,5	2,7	1,9	3,3	1,8	0,3	0,3	0,2	0,2	1,6	0,1	2,6	3,3
apr. <sup>3)</sup>		2,6											

	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 2012	19,1	11,9	7,2	39,5	28,5	11,0	10,1	6,0	6,5	3,1	14,5	7,3
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
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
2011	2,7	3,3	1,8	3,7	0,8	11,9	1,8	1,4	2,9	-1,3	2,0	2,1
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	3,3	-1,8	2,3	2,1
4° trim.	3,3	4,2	1,8	3,9	1,2	11,5	1,7	1,4	3,0	-1,8	2,2	2,1
2012 1° trim.	3,2	4,0	2,0	3,3	1,1	9,1	1,7	1,5	2,9	-2,7	2,1	2,4
2011 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	2,1	2,2
dic.	3,1	4,1	1,6	3,4	1,2	9,7	1,7	1,4	3,2	-1,9	2,2	2,3
2012 gen.	3,1	4,1	1,6	3,2	0,9	9,2	1,8	1,5	2,8	-2,4	2,1	2,6
feb.	3,3	4,1	2,2	3,4	1,0	9,5	1,7	1,5	2,8	-3,0	2,2	2,4
mar.	3,3	3,9	2,2	3,4	1,4	8,5	1,7	1,4	3,1	-2,8	2,0	2,2

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

## 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

in perc. del totale nel 2005	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni										Prezzi delle costruzioni <sup>1)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>2)</sup>
	Totale (indice 2005 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici		
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo						
						Totale	Durevoli	Non durevoli				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2008	114,4	6,1	4,8	3,4	3,9	2,1	3,9	2,8	4,1	14,2	3,8	1,9
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,9	-5,3	0,4	-2,1	1,2	-2,5	-11,8	0,1	-3,2
2010	111,7	2,9	3,4	1,6	3,5	0,3	0,4	0,9	0,3	6,4	1,9	1,1
2011	118,3	5,9	5,5	3,8	5,9	1,4	3,1	2,1	3,3	11,9	3,3	1,0
2010 4° trim.	113,5	4,8	4,6	3,1	5,9	0,8	1,5	1,4	1,5	9,6	2,8	1,9
2011 1° trim.	116,7	6,5	6,3	4,4	7,9	1,3	2,5	1,8	2,6	12,5	4,1	2,0
2° trim.	118,5	6,3	5,8	4,3	6,8	1,3	3,4	1,9	3,7	11,9	3,0	1,1
3° trim.	118,9	5,9	5,5	3,8	5,6	1,5	3,3	2,2	3,5	11,8	3,3	1,0
4° trim.	119,3	5,1	4,5	2,9	3,4	1,5	3,3	2,5	3,4	11,3	2,9	-0,2
2011 set.	119,0	5,8	5,3	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	1,6	3,4	2,5	3,5	12,3	-	-
nov.	119,5	5,4	4,7	3,0	3,5	1,4	3,4	2,5	3,6	12,3	-	-
dic.	119,2	4,3	3,7	2,5	2,7	1,4	3,1	2,3	3,3	9,4	-	-
2012 gen.	120,1	3,8	3,2	1,9	1,6	1,2	3,0	2,3	3,1	9,2	-	-
feb.	120,8	3,6	3,0	1,6	1,0	1,1	2,8	2,4	2,9	9,3	-	-

### 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		
	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	2,0	2,6	2,7	2,8	2,3	2,4	3,9
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,0	-18,0	-11,4	-22,8	107,1	0,9	-0,1	-0,4	2,0	-0,4	-3,4	-6,0
2010	60,7	44,6	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	107,9	0,7	1,5	1,7	0,9	1,0	2,8	5,0
2011	79,7	12,2	22,4	7,7	12,9	20,7	7,5	109,3	1,3	2,2	2,5	0,9	2,0	3,7	5,9
2011 1° trim.	77,3	42,9	46,1	41,4	41,0	47,2	36,6	108,8	1,2	2,2	2,5	0,7	2,3	5,1	7,9
2° trim.	81,3	11,6	28,8	4,6	13,3	26,2	5,1	109,2	1,3	2,1	2,5	0,8	1,9	3,7	5,7
3° trim.	79,3	3,8	16,7	-1,6	4,9	11,7	0,3	109,5	1,3	2,2	2,4	0,9	1,9	3,2	5,3
4° trim.	80,7	-2,5	3,6	-5,2	-1,7	4,4	-6,0	109,7	1,4	2,1	2,4	1,3	1,8	2,7	4,5
2012 1° trim.	90,1	-5,8	-7,8	-4,9	-4,9	-4,0	-5,6	.	.	.	.	.	.	.	.
2011 nov.	81,4	-1,9	4,7	-4,9	-0,7	6,0	-5,5	-	-	-	-	-	-	-	-
dic.	81,7	-6,7	-3,6	-8,1	-6,3	-2,5	-9,0	-	-	-	-	-	-	-	-
2012 gen.	86,2	-4,6	-4,1	-4,8	-4,1	-1,9	-5,8	-	-	-	-	-	-	-	-
feb.	89,7	-7,5	-10,5	-6,0	-6,5	-6,5	-6,5	-	-	-	-	-	-	-	-
mar.	94,2	-5,4	-8,6	-3,8	-4,0	-3,3	-4,6	-	-	-	-	-	-	-	-
apr.	91,4	-3,9	-5,6	-3,1	-2,5	0,1	-4,5	-	-	-	-	-	-	-	-

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

- 1) Prezzi degli input delle costruzioni residenziali.
- 2) Dati a carattere sperimentale basati su fonti nazionali non armonizzate (per ulteriori informazioni cfr. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).
- 3) Qualità Brent (per consegne a termine di un mese).
- 4) Si riferisce a prezzi espressi in euro. Ponderati in base alla struttura delle importazioni dell'area dell'euro nel periodo 2004-2006.
- 5) Si riferisce a prezzi espressi in euro. Ponderati sulla base della domanda interna (prodotto interno al lordo delle importazioni e al netto delle esportazioni) dell'area dell'euro nel periodo 2004-06. Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni cfr. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).
- 6) I deflatori delle importazioni e delle esportazioni si riferiscono a beni e servizi e includono il commercio tra i paesi dell'area dell'euro.

## 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

### 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
Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>1)</sup>												
2010	109,2	-0,8	-1,3	-6,0	1,2	-2,0	-1,3	0,1	2,7	1,8	1,1	1,5
2011	110,2	0,9	-1,7	-0,2	0,3	0,6	3,0	1,6	3,8	3,3	0,9	1,4
2011 1° trim.	109,6	0,0	0,2	-2,4	0,5	-1,2	1,8	2,5	4,6	3,3	0,8	0,8
2° trim.	110,2	1,1	-1,8	-0,4	1,7	0,4	3,3	3,3	4,0	3,5	0,8	1,9
3° trim.	110,1	1,2	-2,3	-0,2	0,6	1,8	3,5	0,5	2,0	2,9	1,0	1,5
4° trim.	110,7	1,3	-2,8	1,6	-1,6	1,4	3,1	0,1	4,8	3,4	0,8	1,6
Redditi per occupato												
2010	111,5	1,6	1,5	3,7	0,8	1,3	2,4	2,2	3,5	1,5	0,8	1,1
2011	114,0	2,3	2,5	3,5	3,2	2,0	2,1	2,2	2,1	3,0	1,4	1,5
2011 1° trim.	113,3	2,2	3,6	4,0	3,8	1,7	1,8	1,8	2,2	2,9	1,0	0,7
2° trim.	113,9	2,3	2,1	4,4	2,7	1,6	1,9	3,2	2,4	3,0	1,3	1,4
3° trim.	114,2	2,3	2,4	3,4	2,9	2,3	2,4	2,5	1,8	2,9	1,5	1,6
4° trim.	114,7	2,2	2,0	2,2	3,5	2,2	2,3	1,5	2,0	3,2	1,7	2,5
Produttività del lavoro per occupato <sup>2)</sup>												
2010	102,1	2,4	2,8	10,3	-0,4	3,3	3,7	2,1	0,8	-0,3	-0,2	-0,3
2011	103,5	1,3	4,3	3,7	2,9	1,3	-0,8	0,6	-1,7	-0,3	0,5	0,1
2011 1° trim.	103,4	2,2	3,4	6,5	3,2	3,0	0,1	-0,7	-2,3	-0,4	0,1	-0,1
2° trim.	103,3	1,3	4,0	4,7	1,0	1,2	-1,3	-0,2	-1,5	-0,5	0,5	-0,5
3° trim.	103,7	1,1	4,8	3,6	2,3	0,4	-1,0	2,0	-0,2	0,0	0,5	0,0
4° trim.	103,6	0,9	5,0	0,6	5,2	0,7	-0,8	1,4	-2,6	-0,2	0,9	0,9
Redditi per ora lavorata												
2010	113,3	1,1	0,1	1,2	1,3	1,1	2,0	1,8	2,5	0,6	0,8	1,3
2011	115,6	2,1	0,3	2,5	3,2	2,0	2,4	1,8	2,4	2,4	1,4	1,8
2011 1° trim.	114,6	1,6	-1,1	1,6	2,7	2,0	1,9	1,6	1,5	2,1	1,0	1,1
2° trim.	115,8	2,5	1,4	3,7	3,4	2,1	3,1	3,0	3,6	2,8	1,6	2,1
3° trim.	115,6	2,2	0,4	2,8	3,0	2,0	2,1	1,9	1,4	2,3	1,7	1,9
4° trim.	116,5	1,9	0,5	1,9	3,8	1,9	2,4	0,8	2,9	2,3	1,3	2,2
Produttività per ora lavorata <sup>3)</sup>												
2010	104,1	1,9	2,8	7,7	-0,3	2,9	3,4	1,6	-0,2	-1,1	-0,3	-0,2
2011	105,4	1,2	3,5	3,0	2,7	1,4	-0,6	0,2	-1,2	-0,7	0,5	0,4
2011 1° trim.	105,1	1,8	0,4	4,5	2,2	3,4	0,2	-1,1	-2,3	-0,8	0,1	0,4
2° trim.	105,5	1,6	4,3	4,4	1,6	1,8	-0,4	-0,3	-0,1	-0,5	0,7	0,3
3° trim.	105,5	1,0	4,9	3,3	2,1	0,3	-1,4	1,4	-0,7	-0,5	0,6	0,0
4° trim.	105,6	0,7	4,5	0,4	5,2	0,5	-0,7	0,9	-1,6	-0,8	0,5	0,7

### 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	8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2010	104,3	1,5	1,4	1,8	1,0	1,8	1,8	1,7	
2011	107,2	2,8	2,6	3,5	3,2	2,4	2,6	2,0	
2011 1° trim.	106,1	2,5	2,2	3,4	2,4	1,9	2,5	2,0	
2° trim.	107,2	3,3	3,1	3,8	4,2	2,6	2,9	1,9	
3° trim.	107,3	2,6	2,5	3,1	2,8	2,3	2,6	2,1	
4° trim.	108,1	2,8	2,6	3,5	3,3	2,6	2,6	2,0	

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>									
2008	9.244,2	9.158,9	5.207,1	1.898,9	1.989,7	63,2	85,3	3.882,1	3.796,8
2009	8.922,9	8.804,8	5.126,5	1.986,5	1.741,4	-49,7	118,0	3.273,6	3.155,6
2010	9.158,0	9.043,8	5.262,2	2.013,5	1.749,7	18,4	114,2	3.746,1	3.631,9
2011	9.414,3	9.281,5	5.403,1	2.030,9	1.807,2	40,3	132,8	4.121,4	3.988,6
2010 4° trim.	2.310,2	2.282,0	1.334,3	504,3	439,4	3,9	28,2	978,9	950,7
2011 1° trim.	2.338,3	2.316,2	1.343,2	506,8	450,6	15,6	22,0	1.008,5	986,5
2° trim.	2.350,9	2.322,7	1.346,1	507,9	452,2	16,6	28,2	1.023,8	995,6
3° trim.	2.361,8	2.323,2	1.354,4	507,7	452,1	9,0	38,6	1.044,5	1.005,9
4° trim.	2.359,3	2.315,6	1.357,6	508,4	451,1	-1,5	43,6	1.041,8	998,1
<i>in percentuale del PIL</i>									
2011	100,0	98,6	57,4	21,6	19,2	0,4	1,4	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2010 4° trim.	0,3	0,3	0,4	0,1	-0,5	-	-	1,5	1,5
2011 1° trim.	0,7	0,4	0,0	0,0	1,6	-	-	1,3	0,7
2° trim.	0,1	-0,2	-0,5	0,0	-0,2	-	-	1,2	0,4
3° trim.	0,1	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	-	-	1,4	0,7
4° trim.	-0,3	-0,7	-0,5	-0,3	-0,5	-	-	-0,4	-1,4
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2008	0,4	0,3	0,4	2,3	-1,1	-	-	1,0	0,9
2009	-4,3	-3,8	-1,2	2,6	-12,1	-	-	-12,7	-11,7
2010	1,9	1,2	0,9	0,5	-0,5	-	-	11,3	9,6
2011	1,5	0,5	0,2	0,1	1,4	-	-	6,1	3,8
2010 4° trim.	2,1	1,7	1,1	-0,1	1,3	-	-	11,8	11,1
2011 1° trim.	2,4	1,6	0,9	0,4	3,5	-	-	9,9	8,1
2° trim.	1,6	0,7	0,3	0,3	1,5	-	-	6,4	4,2
3° trim.	1,3	0,4	0,3	0,0	1,0	-	-	5,6	3,3
4° trim.	0,7	-0,6	-0,6	-0,3	0,6	-	-	3,6	0,4
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>									
2010 4° trim.	0,3	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,0	-	-
2011 1° trim.	0,7	0,4	0,0	0,0	0,3	0,1	0,3	-	-
2° trim.	0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,1	0,4	-	-
3° trim.	0,1	-0,2	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,3	-	-
4° trim.	-0,3	-0,7	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	0,4	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>									
2008	0,4	0,3	0,2	0,5	-0,2	-0,1	0,1	-	-
2009	-4,3	-3,8	-0,7	0,5	-2,6	-1,0	-0,6	-	-
2010	1,9	1,2	0,5	0,1	-0,1	0,7	0,7	-	-
2011	1,5	0,5	0,1	0,0	0,2	0,1	1,0	-	-
2010 4° trim.	2,1	1,6	0,7	0,0	0,2	0,8	0,5	-	-
2011 1° trim.	2,4	1,6	0,5	0,1	0,6	0,4	0,8	-	-
2° trim.	1,6	0,7	0,2	0,0	0,2	0,3	0,9	-	-
3° trim.	1,3	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	1,0	-	-
4° trim.	0,7	-0,6	-0,4	-0,1	0,2	-0,3	1,3	-	-

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) Includo 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>												
2008	8.298,9	141,9	1.652,6	561,5	1.597,8	356,5	385,3	930,7	859,8	1.520,8	291,9	945,3
2009	8.029,5	125,8	1.466,1	536,4	1.517,0	359,6	428,0	905,0	810,2	1.582,0	299,4	893,4
2010	8.218,5	137,1	1.553,3	512,3	1.561,9	357,6	439,3	921,9	823,3	1.609,3	302,3	939,5
2011	8.443,3	144,3	1.636,0	518,2	1.614,7	354,9	437,4	957,0	845,6	1.628,0	307,3	970,9
2010 4° trim.	2.072,9	35,1	396,6	126,8	395,4	89,0	109,4	234,1	208,1	402,2	76,0	237,3
2011 1° trim.	2.096,6	36,7	404,4	129,9	401,7	88,7	108,3	235,6	209,3	405,6	76,4	241,7
2° trim.	2.106,5	36,8	407,6	129,1	403,4	88,6	108,6	238,7	210,8	406,9	76,0	244,4
3° trim.	2.118,2	35,5	413,3	128,8	404,2	88,9	110,2	240,7	212,0	407,5	77,0	243,6
4° trim.	2.118,0	35,3	408,4	130,1	404,5	88,6	110,2	242,1	213,2	407,9	77,8	241,3
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2011	100,0	1,7	19,4	6,1	19,1	4,2	5,2	11,3	10,0	19,3	3,6	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2010 4° trim.	0,4	0,6	1,5	-1,5	0,4	0,9	-0,2	0,4	0,3	-0,1	0,0	-0,1
2011 1° trim.	0,7	1,7	1,4	0,9	1,0	-0,9	1,2	-0,2	0,9	0,3	-0,2	1,0
2° trim.	0,2	0,2	0,6	-0,5	-0,1	0,3	0,0	0,3	0,5	0,1	-0,8	0,1
3° trim.	0,2	-0,4	0,3	-0,7	0,1	0,3	0,8	0,3	0,4	0,2	0,8	-0,4
4° trim.	-0,2	0,2	-1,7	0,3	-0,1	0,9	-0,6	0,5	-0,1	0,2	0,3	-1,0
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2008	0,6	1,8	-2,3	-1,1	1,1	2,8	1,2	1,2	1,6	1,9	1,7	-1,3
2009	-4,3	-0,5	-13,4	-6,8	-5,5	1,7	3,9	0,4	-6,7	1,3	0,7	-4,4
2010	2,0	1,8	6,9	-4,2	2,6	2,6	1,0	0,3	1,7	0,8	0,4	0,7
2011	1,5	1,6	3,6	-1,0	1,9	0,7	0,4	0,9	2,3	0,6	-0,2	1,3
2010 4° trim.	2,2	1,7	7,4	-3,1	3,0	2,7	-0,2	0,7	2,4	0,2	0,0	1,1
2011 1° trim.	2,3	0,7	6,2	-0,2	3,3	1,1	-0,9	0,9	2,8	0,5	0,2	3,5
2° trim.	1,6	1,6	4,6	-2,0	2,3	0,7	-0,5	1,0	2,7	0,5	-0,9	1,5
3° trim.	1,4	2,2	3,8	-1,8	1,3	0,7	1,9	0,8	2,1	0,5	-0,1	0,6
4° trim.	0,8	1,7	0,6	0,0	0,8	0,6	1,4	0,9	1,8	0,8	0,1	-0,3
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2010 4° trim.	0,4	0,0	0,3	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2011 1° trim.	0,7	0,0	0,3	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	0,1	0,0	0,0	-
3° trim.	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
4° trim.	-0,2	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2008	0,6	0,0	-0,5	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	-
2009	-4,3	0,0	-2,7	-0,5	-1,1	0,1	0,2	0,0	-0,7	0,2	0,0	-
2010	2,0	0,0	1,2	-0,3	0,5	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2	0,0	-
2011	1,5	0,0	0,7	-0,1	0,4	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2010 4° trim.	2,2	0,0	1,4	-0,2	0,6	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	-
2011 1° trim.	2,3	0,0	1,1	0,0	0,6	0,0	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
2° trim.	1,6	0,0	0,9	-0,1	0,4	0,0	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
3° trim.	1,4	0,0	0,7	-0,1	0,3	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
4° trim.	0,8	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	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	Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo					
									5	6				7
100,0	77,8	77,8	69,2	68,7	28,1	22,3	18,3	2,6	15,7	9,1	22,2			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2009	-13,7	90,5	-14,9	-16,0	-19,2	-20,9	-5,0	-17,4	-3,0	-5,5	-7,8			
2010	4,1	97,1	7,3	7,7	10,0	9,2	3,0	2,7	3,1	3,8	-8,0			
2011	2,5	100,5	3,5	4,7	4,7	4,3	8,9	0,5	0,5	0,6	-4,8			
2011 1° trim.	4,5	100,6	6,5	8,1	8,1	9,1	13,2	0,9	2,5	0,7	-2,3			
2° trim.	2,2	100,7	4,1	5,3	5,3	4,4	9,4	1,7	1,2	1,7	-5,3			
3° trim.	3,5	101,5	3,9	4,7	4,8	3,8	9,7	0,6	1,8	0,4	-3,2			
4° trim.	0,0	99,4	-0,2	1,1	1,1	0,0	4,0	-0,9	-3,3	-0,6	-8,2			
2011 set.	1,9	100,1	2,1	2,7	2,8	2,1	5,9	0,1	-1,0	0,2	-3,3			
ott.	0,3	100,0	0,9	1,8	1,7	0,2	4,9	0,0	-3,2	0,6	-5,0			
nov.	0,3	99,6	0,0	0,9	1,0	-0,3	4,7	-2,0	-3,4	-1,8	-6,4			
dic.	0,1	98,7	-1,6	0,4	0,5	0,1	2,3	-0,8	-3,3	-0,6	-12,4			
2012 gen.	-1,8	98,6	-1,7	-0,7	-0,7	-1,6	1,7	-2,4	-3,0	-2,3	-7,0			
feb.	-3,1	99,0	-1,9	-2,6	-2,6	-4,3	0,9	-5,2	-6,1	-4,9	3,0			
variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)														
2011 set.	-2,2	-	-2,5	-2,5	-2,8	-2,0	-3,6	-1,7	-3,9	-1,3	-1,9			
ott.	-0,2	-	0,0	0,0	0,2	-0,7	0,8	0,4	-1,2	0,4	-0,9			
nov.	0,1	-	-0,4	-0,5	-0,3	0,0	0,0	-1,5	0,0	-1,6	0,0			
dic.	-0,9	-	-0,9	-0,6	-0,5	-1,0	-1,0	0,1	0,0	0,0	-2,3			
2012 gen.	0,0	-	0,0	-0,1	-0,3	0,7	-0,4	-0,8	0,5	-0,8	0,7			
feb.	-0,6	-	0,4	-0,7	-0,7	-1,3	0,7	-1,6	-2,1	-1,5	6,9			

### 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						Carburante	Migliaia (dest.) <sup>2)</sup>	Totale
	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Totale	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari					
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici				
100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	38,4	51,0	9,0	12,8	10,6	13	14	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2009	87,3	-22,7	95,6	-18,3	-4,3	100,5	-2,4	-1,7	-2,4	-1,9	-4,2	-5,7	925	3,3
2010	102,8	17,7	105,2	10,2	2,1	101,5	0,9	0,5	1,8	2,2	1,1	-2,8	843	-8,5
2011	111,6	8,6	114,7	8,9	1,6	100,9	-0,6	-1,0	0,1	-1,3	0,0	-3,6	838	-1,1
2011 2° trim.	114,3	11,7	114,6	9,6	1,7	100,8	-0,5	-0,5	0,0	1,8	-1,2	-3,8	826	-1,8
3° trim.	110,8	5,4	115,7	8,8	1,8	101,2	-0,5	-0,8	0,1	-2,2	-0,1	-4,6	824	2,9
4° trim.	108,6	-0,6	114,5	4,0	1,0	100,1	-1,3	-1,7	-0,8	-4,1	-0,3	-4,3	835	-1,7
2012 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	769	-11,4
2012 1° trim.	108,3	0,9	113,9	4,7	1,8	100,7	-0,7	-0,4	-0,9	-4,3	-0,4	-4,8	822	-0,6
nov.	106,9	-2,3	114,7	3,9	1,1	100,4	-1,4	-1,5	-1,0	-4,1	-1,3	-4,5	827	-3,3
dic.	110,7	-0,3	114,7	3,4	0,2	99,2	-1,7	-2,9	-0,7	-3,8	0,6	-3,7	856	-1,1
2012 gen.	107,5	-4,3	114,7	1,2	1,0	100,3	-1,1	-1,7	-0,5	0,1	-2,5	-3,4	752	-13,3
feb.	106,7	-5,7	115,2	0,3	0,1	100,3	-2,0	-0,8	-1,6	.	.	.	759	-14,8
mar.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	796	-7,2
variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)														
2011 nov.	-	-1,3	-	0,7	-0,1	-	-0,3	-0,7	-0,1	0,9	-0,9	-0,3	-	0,6
dic.	-	3,5	-	0,0	-1,0	-	-1,2	-1,4	-0,9	-0,1	1,2	-1,2	-	3,5
2012 gen.	-	-2,8	-	0,0	1,1	-	1,1	0,9	1,0	1,1	-1,3	1,7	-	-12,2
feb.	-	-0,8	-	0,4	0,1	-	0,0	0,8	0,1	.	.	.	-	1,0
mar.	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	.	-	4,9

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 costituivano il 61,2 per cento dell'intero settore nel 2005.

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

**5.2 Produzione e domanda**

 (saldi 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	93,5	-8,4	-13,4	10,8	-1,0	82,0	-18,4	-10,1	-25,4	23,9	-14,1
2009	80,2	-28,7	-56,7	14,8	-14,7	70,8	-24,8	-7,0	-26,1	55,3	-10,7
2010	100,5	-4,7	-24,7	0,8	11,4	76,7	-14,2	-5,3	-12,3	31,2	-8,1
2011	101,0	0,1	-6,9	2,3	9,4	80,3	-14,5	-7,5	-18,2	23,3	-9,2
2011 1° trim.	106,9	6,1	-2,1	-1,8	18,7	80,7	-11,0	-6,2	-10,0	20,1	-7,5
2° trim.	105,2	4,0	-2,0	-0,7	13,1	80,9	-10,7	-6,7	-12,6	15,2	-8,3
3° trim.	98,4	-2,8	-9,0	4,5	5,2	80,0	-15,9	-7,4	-21,8	24,1	-10,1
4° trim.	93,6	-7,0	-14,6	7,0	0,6	79,7	-20,6	-9,7	-28,4	33,8	-10,8
2012 1° trim.	94,1	-6,6	-15,8	6,1	2,1	79,7	-20,0	-10,1	-24,2	34,7	-11,2
2011 nov.	93,5	-7,3	-14,2	7,1	-0,5	-	-20,5	-9,2	-28,8	33,9	-10,2
dic.	92,8	-7,2	-16,2	7,4	2,0	-	-21,3	-10,7	-27,7	34,8	-12,2
2012 gen.	93,4	-7,0	-16,4	6,5	1,9	79,8	-20,7	-10,9	-27,4	33,1	-11,6
feb.	94,5	-5,7	-14,2	5,9	3,0	-	-20,3	-10,0	-24,2	36,2	-10,7
mar.	94,5	-7,1	-16,8	6,0	1,5	-	-19,1	-9,4	-21,0	34,7	-11,3
apr.	92,8	-9,0	-19,4	6,1	-1,5	79,6	-19,9	-10,5	-24,0	33,5	-11,7

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale <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	-14,2	-20,7	-7,7	-10,0	-11,0	15,8	-3,3	0,4	-3,8	0,5	4,7
2009	-33,1	-42,1	-24,1	-15,5	-21,4	9,8	-15,4	-15,8	-20,8	-18,2	-8,5
2010	-28,8	-39,3	-18,4	-4,1	-6,6	7,2	1,6	4,5	1,9	3,5	8,0
2011	-27,4	-34,9	-20,0	-5,5	-5,8	11,1	0,5	5,4	2,2	5,4	8,6
2011 1° trim.	-27,8	-38,2	-17,3	-0,9	-0,5	8,1	5,9	10,1	7,6	9,8	12,9
2° trim.	-26,9	-33,8	-20,0	-2,4	-1,6	9,7	4,1	9,5	7,1	9,7	11,6
3° trim.	-27,7	-35,0	-20,4	-7,5	-7,3	12,8	-2,3	3,5	0,3	3,7	6,5
4° trim.	-27,4	-32,5	-22,3	-11,1	-13,6	14,0	-5,7	-1,6	-6,4	-1,7	3,3
2012 1° trim.	-26,5	-31,7	-21,2	-13,8	-14,7	16,2	-10,6	-0,6	-6,6	-0,4	5,1
2011 nov.	-26,0	-30,5	-21,4	-11,2	-14,1	13,8	-5,8	-2,0	-7,0	-1,8	2,8
dic.	-28,9	-33,5	-24,4	-12,2	-14,5	14,4	-7,6	-2,6	-8,4	-2,6	3,3
2012 gen.	-28,1	-33,2	-22,9	-15,5	-18,3	16,3	-11,9	-0,7	-7,3	0,6	4,7
feb.	-24,6	-31,4	-17,9	-14,0	-14,3	16,8	-11,0	-0,9	-6,9	-1,3	5,4
mar.	-26,7	-30,6	-22,8	-12,0	-11,6	15,5	-8,9	-0,3	-5,5	-0,6	5,2
apr.	-27,4	-30,7	-24,1	-11,4	-12,2	12,9	-9,0	-2,4	-8,2	-2,2	3,1

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 a partire dal 1990.
- 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>													
2011	146.684	125.631	21.053	4.951	23.066	9.901	35.996	4.022	4.127	1.322	18.088	34.487	10.724
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2011	100,0	85,6	14,4	3,4	15,7	6,8	24,5	2,7	2,8	0,9	12,3	23,5	7,3
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2009	-1,8	-1,8	-1,8	-2,2	-5,0	-6,8	-1,7	-0,7	0,1	-2,8	-2,5	1,4	1,0
2010	-0,5	-0,5	-0,7	-0,9	-3,1	-3,8	-0,7	-1,1	-1,0	-0,4	2,0	1,0	0,8
2011	0,1	0,3	-1,0	-2,6	-0,1	-3,8	0,6	1,6	-0,2	2,6	2,6	0,1	-0,2
2011 1° trim.	0,2	0,4	-0,7	-2,6	-0,3	-3,3	0,3	1,1	-0,2	3,3	3,2	0,4	0,3
2° trim.	0,4	0,5	-0,7	-2,2	-0,2	-3,0	1,0	2,0	-0,4	2,6	3,2	0,0	-0,4
3° trim.	0,2	0,4	-1,1	-2,5	0,2	-4,0	0,9	1,7	-0,1	1,0	2,1	0,1	-0,1
4° trim.	-0,2	0,0	-1,3	-3,1	0,0	-4,9	0,1	1,5	0,0	3,6	2,0	-0,1	-0,7
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
2011 1° trim.	0,0	0,0	0,1	-1,7	0,2	-1,2	0,0	1,3	0,3	2,4	0,9	0,0	-0,2
2° trim.	0,2	0,3	-0,5	0,4	0,0	-0,5	0,6	0,5	-0,3	-0,5	0,9	-0,1	-0,5
3° trim.	-0,2	-0,1	-0,5	-1,0	0,1	-1,6	-0,1	-0,3	0,1	-0,5	-0,2	0,1	0,0
4° trim.	-0,2	-0,2	-0,4	-0,8	-0,3	-1,6	-0,4	0,0	0,0	2,2	0,4	-0,1	-0,1
<b>Ore lavorate</b>													
<i>livelli (milioni)</i>													
2011	231.690	186.577	45.113	10.305	36.637	17.590	60.292	6.436	6.519	2.011	27.723	49.073	15.103
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2011	100,0	80,5	19,5	4,4	15,8	7,6	26,0	2,8	2,8	0,9	12,0	21,2	6,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2009	-3,4	-3,6	-2,7	-3,0	-8,9	-7,8	-3,0	-1,2	-1,5	-3,6	-3,7	1,1	-0,6
2010	0,0	0,0	-0,3	-0,9	-0,8	-3,9	-0,3	-0,8	-0,6	0,6	2,8	1,1	0,6
2011	0,2	0,5	-1,0	-1,9	0,6	-3,6	0,4	1,4	0,2	2,1	3,0	0,1	-0,5
2011 1° trim.	0,6	0,9	-0,6	0,3	1,6	-2,3	-0,1	1,0	0,2	3,3	3,7	0,4	-0,2
2° trim.	0,0	0,3	-1,3	-2,5	0,1	-3,5	0,5	1,0	-0,2	1,2	3,2	-0,2	-1,3
3° trim.	0,3	0,6	-0,9	-2,6	0,5	-3,8	1,1	2,2	0,4	1,5	2,6	-0,1	-0,1
4° trim.	0,0	0,3	-1,3	-2,7	0,2	-4,9	0,3	1,3	0,5	2,5	2,6	0,3	-0,6
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
2011 1° trim.	0,5	0,6	0,0	-0,4	0,4	0,1	0,4	1,7	1,1	1,2	1,5	0,4	0,0
2° trim.	-0,3	-0,1	-0,8	-0,9	-0,4	-1,3	0,2	-0,1	-0,5	-0,7	0,5	-0,3	-1,3
3° trim.	0,2	0,2	-0,1	-1,2	0,4	-1,1	0,5	0,4	0,2	0,8	0,1	0,1	1,0
4° trim.	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	-2,6	-0,8	-0,7	-0,3	1,2	0,5	0,1	-0,3
<b>Ore lavorate per persona occupata</b>													
<i>livelli (migliaia)</i>													
2011	1.580	1.485	2.143	2.081	1.588	1.777	1.675	1.600	1.580	1.521	1.533	1.423	1.408
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2009	-1,7	-1,8	-1,0	-0,8	-4,1	-1,0	-1,4	-0,5	-1,6	-0,8	-1,3	-0,3	-1,6
2010	0,5	0,5	0,4	0,0	2,4	-0,1	0,4	0,3	0,5	1,0	0,8	0,0	-0,2
2011	0,1	0,2	-0,1	0,8	0,6	0,2	-0,1	-0,2	0,4	-0,5	0,4	0,0	-0,3
2011 1° trim.	0,4	0,5	0,1	3,0	1,9	1,0	-0,3	-0,1	0,4	0,1	0,5	0,0	-0,5
2° trim.	-0,3	-0,2	-0,6	-0,3	0,3	-0,6	-0,6	-1,0	0,2	-1,4	0,0	-0,2	-0,8
3° trim.	0,1	0,2	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5	-0,2	0,0
4° trim.	0,2	0,3	0,0	0,4	0,2	-0,1	0,2	-0,1	0,5	-1,0	0,6	0,4	0,2
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
2011 1° trim.	0,5	0,8	-1,1	-0,9	0,3	0,0	0,4	1,1	1,8	0,2	0,2	1,6	0,3
2° trim.	-2,3	-3,1	1,3	3,9	-2,8	0,6	-1,9	-4,8	-4,1	-3,4	-3,7	-3,8	-1,8
3° trim.	-1,1	-0,9	-1,4	-0,6	-1,7	-0,7	-1,3	0,7	-0,8	1,2	-1,5	-1,0	-0,4
4° trim.	2,8	3,2	0,9	-2,1	4,1	-0,3	2,6	2,7	3,2	1,0	5,4	3,3	1,9

Fonte: elaborazioni della BCE basate sui dati Eurostat.

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

## 5.3 Mercato del lavoro

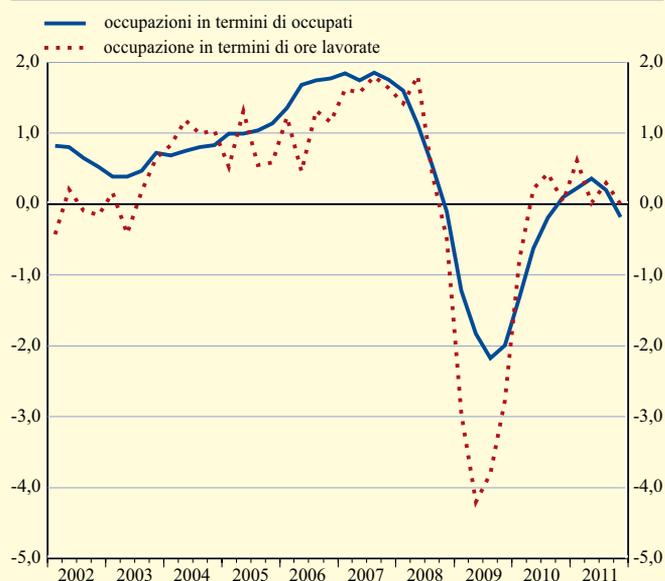
(dati destagionalizzati salvo diversa indicazione)

### 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
2008	11,950	7,6	9,278	6,6	2,672	16,0	6,037	7,0	5,913	8,5	1,9
2009	15,064	9,6	11,779	8,4	3,285	20,3	8,151	9,4	6,912	9,8	1,4
2010	15,931	10,1	12,660	8,9	3,271	20,9	8,595	10,0	7,336	10,3	1,5
2011	16,051	10,2	12,846	9,0	3,205	20,8	8,547	9,9	7,504	10,5	1,7
2011 1° trim.	15,662	10,0	12,483	8,8	3,179	20,6	8,331	9,7	7,331	10,3	1,8
2° trim.	15,720	10,0	12,566	8,8	3,155	20,5	8,374	9,7	7,347	10,3	1,7
3° trim.	16,108	10,2	12,912	9,1	3,197	20,8	8,541	9,9	7,568	10,6	1,6
4° trim.	16,713	10,6	13,424	9,4	3,290	21,5	8,941	10,3	7,772	10,8	1,7
2012 1° trim.	17,206	10,9	13,881	9,7	3,325	21,9	9,214	10,7	7,992	11,1	.
2011 ott.	16,515	10,4	13,262	9,3	3,254	21,3	8,835	10,2	7,681	10,7	-
nov.	16,753	10,6	13,435	9,4	3,318	21,6	8,940	10,3	7,813	10,9	-
dic.	16,872	10,6	13,575	9,5	3,297	21,6	9,049	10,5	7,822	10,9	-
2012 gen.	17,056	10,8	13,746	9,6	3,310	21,7	9,134	10,6	7,922	11,0	-
feb.	17,196	10,8	13,877	9,7	3,319	21,9	9,200	10,6	7,996	11,1	-
mar.	17,365	10,9	14,020	9,8	3,345	22,1	9,307	10,8	8,058	11,2	-

### F28 Occupazione: occupati e ore lavorate

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

— tasso di disoccupazione (scala di sinistra)  
- - - tasso di posti vacanti (scala di destra)



Fonte: Eurostat.

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



## FINANZA PUBBLICA

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

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

	Entrate correnti														Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
	Totale	Imposte dirette					Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE	Contributi sociali		Vendite di beni e servizi	Entrate in conto capitale			
		Famiglie	Imprese			Datori di lavoro			Lavoratori dipendenti			Imposte in conto capitale			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2003	44,9	44,2	11,5	8,8	2,7	13,2	0,4	15,7	8,2	4,6	2,3	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	45,0	12,3	8,7	3,4	13,4	0,3	15,3	8,0	4,5	2,3	0,3	0,3	41,3	
2007	45,3	45,1	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	0,2	0,3	40,9	
2009	44,9	44,5	11,6	9,2	2,3	12,8	0,3	15,8	8,3	4,5	2,5	0,3	0,4	40,6	
2010	44,7	44,5	11,6	9,0	2,5	12,9	0,3	15,6	8,2	4,5	2,6	0,3	0,3	40,4	
2011	45,3	45,0	11,8	9,1	2,7	13,0	0,3	15,7	8,2	4,6	2,6	0,3	0,3	40,9	

#### 2. Area dell'euro: spese

	Spese correnti														Per memoria: spese primarie <sup>3)</sup>
	Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE		Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2003	48,0	44,1	10,6	5,0	3,3	25,2	22,3	1,8	0,5	4,0	2,6	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	51,3	47,0	11,0	5,7	2,9	27,4	24,3	1,8	0,4	4,3	2,8	1,4	0,0	48,4	
2010	51,0	46,6	10,8	5,7	2,8	27,3	24,2	1,8	0,4	4,4	2,5	1,9	0,0	48,2	
2011	49,4	46,0	10,6	5,5	3,0	26,9	23,9	1,7	0,4	3,4	2,3	1,2	0,0	46,4	

#### 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
2003	-3,2	-2,5	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,6	5,0	5,2	1,9	2,3	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	-2,6	-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	0,0	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	22,3	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	5,7	5,8	2,1	2,6	8,4	13,6
2011	-4,1	-3,2	-0,7	-0,2	0,0	-1,1	21,5	10,6	5,5	5,8	2,1	2,6	8,2	13,3

#### 4. Paesi dell'area dell'euro: disavanzo (-)/avanzo (+) <sup>5)</sup>

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2008	-1,0	-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	-5,6	-3,2	-2,0	-14,0	-15,6	-11,2	-7,5	-5,4	-6,1	-0,8	-3,8	-5,6	-4,1	-10,2	-6,1	-8,0	-2,5
2010	-3,8	-4,3	0,2	-31,2	-10,3	-9,3	-7,1	-4,6	-5,3	-0,9	-3,7	-5,1	-4,5	-9,8	-6,0	-7,7	-2,5
2011	-3,7	-1,0	1,0	-13,1	-9,1	-8,5	-5,2	-3,9	-6,3	-0,6	-2,7	-4,7	-2,6	-4,2	-6,4	-4,8	-0,5

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	
2002	68,0	2,7	11,9	4,6	48,8	40,9	19,6	10,8	10,5	27,2
2003	69,2	2,1	12,5	5,1	49,6	40,2	19,8	11,3	9,1	29,1
2004	69,6	2,2	12,1	4,8	50,5	38,7	18,9	11,1	8,7	30,9
2005	70,5	2,4	12,2	4,5	51,3	37,0	18,1	11,2	7,7	33,5
2006	68,6	2,5	11,9	4,0	50,3	34,9	18,3	9,3	7,3	33,8
2007	66,3	2,2	11,3	3,9	48,9	32,6	17,1	8,5	7,0	33,7
2008	70,1	2,3	11,5	6,5	49,8	33,1	17,7	7,8	7,6	37,0
2009	79,9	2,5	12,6	8,3	56,5	37,3	20,7	8,9	7,7	42,6
2010	85,3	2,4	15,3	7,4	60,2	40,5	23,4	9,7	7,4	44,8
2011	87,2	2,4	15,4	7,4	62,0	42,6	23,8	10,0	8,7	44,7

**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
2002	68,0	56,3	6,2	4,7	0,8	7,6	60,4	5,3	15,5	25,3	27,2	66,9	1,1
2003	69,2	56,7	6,5	5,0	1,0	7,8	61,4	5,1	14,9	26,0	28,3	68,3	0,9
2004	69,6	56,6	6,6	5,1	1,3	7,7	62,0	4,7	14,7	26,3	28,6	68,6	1,0
2005	70,5	57,1	6,7	5,2	1,4	7,7	62,8	4,6	14,8	25,8	29,9	69,4	1,1
2006	68,6	55,4	6,5	5,4	1,4	7,3	61,3	4,4	14,3	24,2	30,1	67,9	0,7
2007	66,3	53,5	6,2	5,3	1,4	7,1	59,2	4,3	14,5	23,6	28,2	65,8	0,5
2008	70,1	56,9	6,6	5,3	1,3	10,0	60,1	5,0	17,6	23,4	29,1	69,2	0,9
2009	79,9	64,8	7,7	5,8	1,7	12,0	67,9	5,0	19,4	27,3	33,1	78,8	1,1
2010	85,3	69,3	8,3	5,8	1,9	12,9	72,4	5,2	22,6	28,6	34,2	84,1	1,3
2011	87,2	70,7	8,5	5,8	2,2	12,5	74,8	6,2	22,8	29,5	34,9	85,6	1,6

**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
2008	89,3	66,7	4,5	44,2	113,0	40,2	68,2	105,7	48,9	13,7	62,3	58,5	63,8	71,6	21,9	27,9	33,9
2009	95,8	74,4	7,2	65,1	129,4	53,9	79,2	116,0	58,5	14,8	68,1	60,8	69,5	83,1	35,3	35,6	43,5
2010	96,0	83,0	6,7	92,5	145,0	61,2	82,3	118,6	61,5	19,1	69,4	62,9	71,9	93,3	38,8	41,1	48,4
2011	98,0	81,2	6,0	108,2	165,3	68,5	85,8	120,1	71,6	18,2	72,0	65,2	72,2	107,8	47,6	43,3	48,6

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
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	1,0	0,6	2,1	0,5	0,8	0,8	2,7
2004	3,2	3,3	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	2,9	0,2	-0,1	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	3,7
2006	1,6	1,5	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,3	1,5	-0,3	1,1	-1,4	1,9
2007	1,2	1,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	1,2	-0,5	-0,3	-0,3	1,6
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,1	0,5	2,7	2,0	1,2	1,1	-0,6	4,1
2009	7,2	7,4	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,9	3,0	2,3	0,9	4,2
2010	7,5	7,7	-0,1	0,0	0,0	3,0	-0,7	5,2	4,2	3,3	1,0	3,3
2011	4,2	4,0	0,2	0,0	0,0	0,5	0,2	3,5	3,1	1,0	0,6	1,1

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

Variazione del debito	Disavanzo (-)/avanzo (+) <sup>7)</sup>	Raccordo disavanzo-debito <sup>8)</sup>											Altro <sup>9)</sup>	
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume		
			Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli <sup>10)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2003	3,1	-3,2	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	0,3	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	-2,6	0,8	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
2006	1,6	-1,4	0,2	0,2	0,3	-0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-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	0,9	1,0	0,3	0,0	0,3	0,4	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,1
2010	7,5	-6,2	1,3	1,8	0,0	0,5	1,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,3
2011	4,2	-4,1	0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	0,2

Fonte: BCE.

- Dati relativi agli Euro 17 e parzialmente stimati. La variazione annua del debito lordo è espressa in percentuale del PIL [debito (t) - 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.
- Incluse, 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.
- Incluse 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 4° trim.	48,6	47,8	13,6	14,0	16,1	2,4	0,8	0,8	0,3	44,0
2006 1° trim.	42,6	42,1	10,4	12,8	15,1	2,2	0,8	0,4	0,3	38,6
2° trim.	45,6	45,2	12,5	13,1	15,1	2,3	1,4	0,5	0,3	41,0
3° trim.	43,6	43,1	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	2,3	0,9	0,6	0,3	44,5
2007 1° trim.	42,3	41,9	10,4	12,8	14,8	2,2	0,9	0,4	0,3	38,3
2° trim.	45,8	45,4	13,0	13,0	14,9	2,3	1,4	0,4	0,3	41,2
3° trim.	43,6	43,1	12,3	12,3	14,8	2,2	0,7	0,5	0,3	39,6
4° trim.	49,2	48,7	14,8	13,9	15,7	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.	45,3	44,9	12,9	12,3	15,0	2,3	1,5	0,4	0,3	40,5
3° trim.	43,4	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.	42,6	42,4	10,4	12,0	15,5	2,5	1,1	0,1	0,2	38,2
2° trim.	45,3	44,7	11,8	12,5	15,7	2,5	1,4	0,6	0,5	40,5
3° trim.	42,8	42,4	11,0	12,0	15,5	2,4	0,7	0,4	0,3	38,8
4° trim.	48,6	47,7	13,0	13,6	16,5	2,6	1,0	0,8	0,5	43,6
2010 1° trim.	42,2	42,0	10,1	12,2	15,5	2,5	0,9	0,2	0,3	38,0
2° trim.	45,1	44,7	11,8	12,7	15,4	2,6	1,3	0,4	0,3	40,2
3° trim.	42,9	42,6	11,0	12,4	15,2	2,4	0,7	0,3	0,3	38,9
4° trim.	48,4	47,7	13,2	13,4	16,4	2,7	1,0	0,7	0,3	43,3
2011 1° trim.	42,9	42,6	10,6	12,4	15,3	2,6	1,0	0,3	0,3	38,5
2° trim.	45,2	44,8	12,0	12,6	15,4	2,6	1,5	0,3	0,3	40,2
3° trim.	43,7	43,4	11,4	12,5	15,3	2,5	0,8	0,3	0,3	39,6
4° trim.	49,1	48,0	13,3	13,4	16,7	2,7	1,0	1,0	0,4	43,8

**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 4° trim.	49,4	45,0	11,3	5,8	2,8	25,2	21,6	1,3	4,4	2,7	1,7	-0,8	2,0
2006 1° trim.	46,0	42,6	10,1	4,6	3,0	24,9	21,4	1,1	3,4	2,2	1,3	-3,4	-0,5
2° trim.	45,9	42,5	10,3	4,9	3,1	24,1	21,1	1,1	3,4	2,5	1,0	-0,2	2,9
3° trim.	45,3	41,7	9,8	4,7	2,9	24,3	20,9	1,2	3,6	2,6	1,0	-1,7	1,2
4° trim.	49,3	44,3	10,8	5,7	2,7	25,1	21,3	1,3	4,9	2,8	2,2	-0,3	2,4
2007 1° trim.	45,0	41,5	9,9	4,5	2,9	24,1	20,7	1,1	3,5	2,3	1,2	-2,7	0,2
2° trim.	45,1	41,7	10,0	4,9	3,2	23,6	20,6	1,1	3,4	2,5	0,9	0,7	3,9
3° trim.	44,7	41,1	9,6	4,7	3,0	23,8	20,6	1,1	3,6	2,6	0,9	-1,1	1,9
4° trim.	49,1	44,5	10,8	5,8	2,8	25,1	21,2	1,5	4,5	2,8	1,7	0,2	3,0
2008 1° trim.	45,6	42,0	9,9	4,7	3,0	24,4	20,8	1,2	3,6	2,3	1,2	-3,2	-0,1
2° trim.	46,0	42,4	10,2	5,0	3,3	23,9	20,8	1,1	3,6	2,6	1,0	-0,7	2,6
3° trim.	45,7	42,0	9,8	4,9	3,0	24,4	21,2	1,1	3,7	2,7	1,0	-2,4	0,7
4° trim.	51,1	46,5	11,2	6,2	2,8	26,3	22,2	1,4	4,6	2,9	1,7	-2,3	0,5
2009 1° trim.	49,8	45,9	10,7	5,4	2,9	26,9	22,9	1,3	3,8	2,6	1,2	-7,2	-4,3
2° trim.	50,7	46,5	11,1	5,5	3,0	26,9	23,3	1,3	4,2	2,8	1,3	-5,5	-2,4
3° trim.	50,0	45,9	10,5	5,3	2,9	27,2	23,5	1,3	4,1	2,8	1,2	-7,2	-4,3
4° trim.	54,3	49,4	11,8	6,6	2,6	28,4	24,0	1,5	4,9	3,0	1,9	-5,8	-3,1
2010 1° trim.	50,6	46,7	10,7	5,3	2,8	27,9	23,6	1,4	3,9	2,3	1,6	-8,3	-5,6
2° trim.	49,6	46,1	10,9	5,5	2,9	26,7	23,2	1,3	3,5	2,5	1,2	-4,5	-1,5
3° trim.	50,4	45,2	10,2	5,3	2,8	26,9	23,2	1,3	5,2	2,5	2,7	-7,5	-4,8
4° trim.	53,1	48,3	11,4	6,4	2,7	27,7	23,7	1,5	4,8	2,7	2,1	-4,7	-1,9
2011 1° trim.	48,7	45,7	10,4	5,1	3,0	27,1	23,1	1,3	3,0	2,1	0,9	-5,8	-2,8
2° trim.	48,6	45,4	10,6	5,4	3,2	26,2	22,8	1,2	3,2	2,3	0,9	-3,4	-0,2
3° trim.	48,1	44,7	10,0	5,2	3,0	26,5	23,0	1,2	3,4	2,3	1,0	-4,4	-1,3
4° trim.	51,9	48,2	11,3	6,3	3,0	27,6	23,6	1,4	3,7	2,5	1,4	-2,8	0,2

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

- 1) I dati si riferiscono agli Euro 17. I concetti di entrate, spese e disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra il bilancio comunitario e soggetti non facenti parte delle amministrazioni pubbliche non sono incluse. I dati trimestrali, invece, a meno di scadenze diverse per la trasmissione dei dati, sono coerenti con quelli annuali. I dati non sono destagionalizzati.
- 2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

## 6.5 Debito e variazione del debito trimestrali <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine
2009 1° trim.	73,9	2,3	11,8	7,7	52,1
2° trim.	77,1	2,4	12,2	8,2	54,3
3° trim.	79,0	2,4	12,4	9,0	55,3
4° trim.	79,9	2,5	12,6	8,3	56,5
2010 1° trim.	81,6	2,4	12,8	8,2	58,2
2° trim.	82,9	2,4	13,4	7,8	59,2
3° trim.	83,0	2,4	13,3	7,9	59,3
4° trim.	85,3	2,4	15,3	7,4	60,2
2011 1° trim.	86,2	2,4	15,1	7,4	61,2
2° trim.	87,1	2,4	14,9	7,5	62,3
3° trim.	86,7	2,4	15,0	7,8	61,4
4° trim.	87,2	2,4	15,4	7,4	62,0

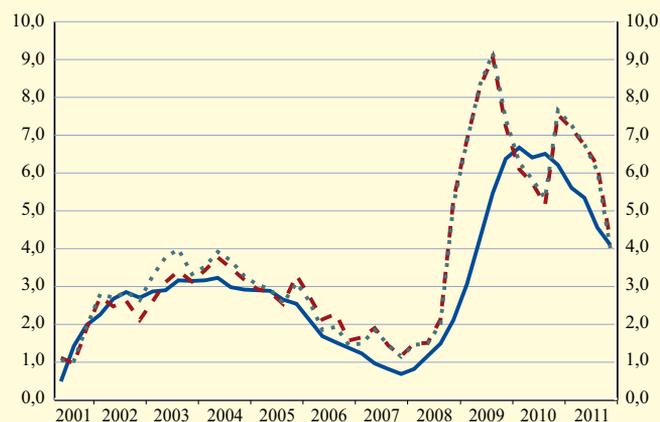
### 2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	Variazione del debito	Disavanzo (-) avanzo (+)	Raccordo disavanzo-debito								Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche					Effetti di rivalutazione e altre variazioni di volume	Altro	
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli	Azioni e altri titoli di capitale			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2009 1° trim.	12,9	-7,2	5,7	6,6	5,2	-0,1	0,8	0,7	-0,5	-0,5	13,3
2° trim.	9,2	-5,5	3,8	3,2	2,3	-0,4	0,2	1,1	-0,4	0,9	9,6
3° trim.	5,1	-7,2	-2,1	-2,8	-3,1	0,6	-0,1	-0,2	0,2	0,5	4,8
4° trim.	2,1	-5,8	-3,6	-2,8	-2,9	-0,1	0,0	0,2	-0,2	-0,7	2,3
2010 1° trim.	8,2	-8,3	-0,2	0,7	0,9	-0,1	-0,3	0,2	-0,4	-0,6	8,5
2° trim.	7,7	-4,5	3,2	3,3	2,0	1,1	-0,2	0,5	-0,1	0,0	7,8
3° trim.	2,8	-7,5	-4,7	-2,9	-2,3	-0,6	0,0	0,0	0,0	-1,8	2,8
4° trim.	11,4	-4,7	6,7	5,7	-0,4	1,7	4,7	-0,3	0,0	1,0	11,4
2011 1° trim.	6,7	-5,8	0,9	0,7	2,0	-0,7	-0,3	-0,2	-0,2	0,4	6,9
2° trim.	6,0	-3,4	2,5	2,9	2,8	0,5	-0,4	-0,1	0,2	-0,6	5,7
3° trim.	0,7	-4,4	-3,6	-3,8	-3,7	-0,3	0,2	0,1	0,6	-0,5	0,1
4° trim.	3,5	-2,8	0,7	-0,8	-0,5	-0,3	-0,3	0,2	0,1	1,4	3,4

### F30 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito

(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)

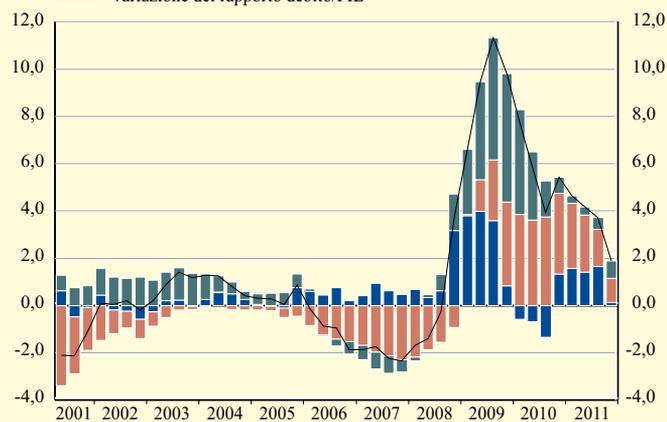
- disavanzo
- - - variazione del debito
- ... fabbisogno



### F31 Debito (definizione di Maastricht)

(variazione annua nel rapporto debito/PIL e fattori sottostanti)

- raccordo disavanzo-debito
- disavanzo/avanzo primario
- differenziale crescita del PIL/onere medio del debito
- variazione del rapporto debito/PIL



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

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

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



## TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

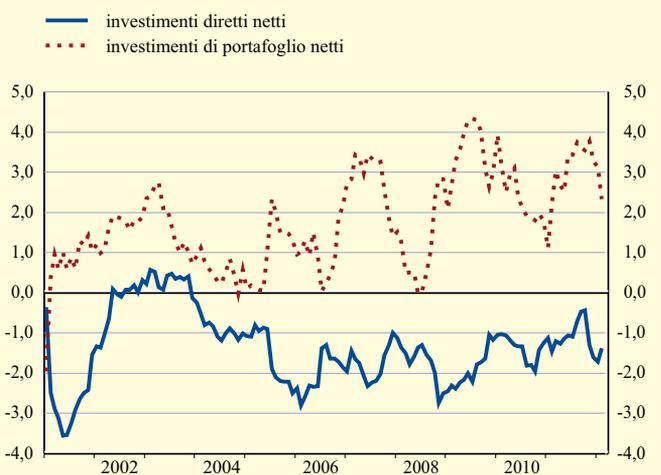
### 7.1 Bilancia dei pagamenti <sup>1)</sup> (miliardi di euro; transazioni nette)

	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
2009	-21,9	31,3	36,4	3,5	-93,1	6,7	-15,2	9,4	-105,1	265,7	20,0	-175,7	4,6	5,8
2010	-6,8	15,1	49,6	31,8	-103,3	6,4	-0,4	-2,5	-113,9	165,1	18,5	-61,7	-10,5	3,0
2011	-3,2	4,6	61,1	31,7	-100,6	10,8	7,6	-24,6	-151,1	308,3	-20,8	-150,7	-10,2	17,0
2010 4° trim.	14,2	6,1	11,5	13,7	-17,1	1,6	15,8	-12,3	49,3	27,7	9,0	-96,6	-1,8	-3,5
2011 1° trim.	-21,3	-10,1	7,9	14,9	-33,9	2,3	-18,9	-5,3	-42,8	136,0	-0,4	-86,4	-11,7	24,2
2° trim.	-18,6	-2,4	16,4	-11,7	-20,9	0,8	-17,9	21,2	-31,8	139,1	3,6	-94,1	4,5	-3,3
3° trim.	2,7	2,8	19,6	8,8	-28,5	1,7	4,4	3,5	-19,2	35,0	-14,8	-1,2	3,7	-7,9
4° trim.	33,9	14,3	17,2	19,8	-17,3	6,0	39,9	-44,0	-57,3	-1,8	-9,2	31,0	-6,8	4,1
2011 feb.	-5,5	0,8	2,4	6,0	-14,7	2,1	-3,4	-3,6	-36,7	92,8	1,6	-62,4	1,1	7,0
mar.	1,0	3,4	1,9	6,0	-10,3	-0,1	0,9	-8,1	-10,4	72,8	-1,4	-62,3	-6,9	7,2
apr.	-5,0	-3,6	3,9	1,4	-6,7	-0,1	-5,1	-4,7	-31,2	5,3	3,3	11,9	6,0	9,8
mag.	-13,9	0,5	6,2	-14,4	-6,2	0,4	-13,5	18,9	-4,2	44,5	-1,6	-16,6	-3,1	-5,4
giu.	0,3	0,8	6,3	1,3	-8,0	0,4	0,8	7,0	3,6	89,2	1,9	-89,3	1,6	-7,7
lug.	3,4	4,2	7,2	2,7	-10,7	-0,1	3,2	-6,2	-17,3	-24,0	0,3	36,0	-1,2	3,0
ago.	-1,4	-4,3	5,2	5,6	-7,9	2,1	0,6	-0,6	7,2	26,2	0,0	-29,4	3,4	-0,1
set.	0,8	3,0	7,2	0,5	-9,9	-0,2	0,6	10,3	-9,0	32,7	-7,1	-7,9	1,6	-10,9
ott.	3,4	0,4	6,0	6,1	-9,1	1,8	5,2	-1,3	-6,5	-1,4	-2,2	9,9	-1,1	-3,9
nov.	8,9	5,7	4,4	5,5	-6,7	2,6	11,5	-21,9	-42,6	35,2	-3,8	-10,4	-0,2	10,4
dic.	21,6	8,2	6,8	8,2	-1,5	1,6	23,3	-20,8	-8,2	-35,6	-3,2	31,5	-5,4	-2,4
2012 gen.	-10,1	-9,2	2,2	4,1	-7,3	0,1	-10,0	10,4	-6,4	-43,4	-4,1	64,8	-0,5	-0,4
feb.	-5,9	2,4	2,7	5,0	-16,0	1,6	-4,3	3,2	-5,3	18,0	6,2	-14,0	-1,8	1,0
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2012 feb.	3,1	11,4	60,1	32,0	-100,3	10,1	13,2	-13,8	-130,4	219,7	-19,7	-75,7	-7,7	0,6
<i>flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>														
2012 feb.	0,0	0,1	0,6	0,3	-1,1	0,1	0,1	-0,1	-1,4	2,3	-0,2	-0,8	-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)



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



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

## 7.2 Conto corrente e conto capitale

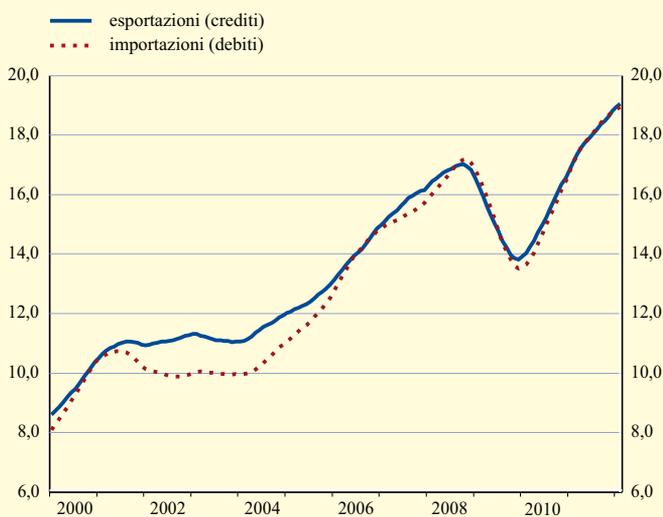
(miliardi di euro; transazioni)

### 1. Conto corrente e conto capitale: principali voci

	Conto corrente													Conto capitale	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti				Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Rimesse dei lavoratori	Rimesse dei lavoratori		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2009	2.307,2	2.329,2	-21,9	1.304,1	1.272,8	478,9	442,5	429,9	426,5	94,3	6,4	187,4	22,5	20,5	13,7
2010	2.657,8	2.664,6	-6,8	1.566,8	1.551,7	524,0	474,4	479,4	447,6	87,6	6,3	190,9	22,3	21,4	15,0
2011	2.930,5	2.933,7	-3,2	1.773,8	1.769,1	550,1	489,0	513,9	482,2	92,7	6,4	193,4	22,3	25,5	14,7
2010 4° trim.	716,0	701,8	14,2	423,4	417,3	137,6	126,1	124,3	110,6	30,8	1,6	47,8	6,0	7,3	5,7
2011 1° trim.	698,0	719,3	-21,3	427,8	437,9	124,6	116,8	121,1	106,2	24,5	1,5	58,4	5,4	5,0	2,7
2° trim.	727,8	746,4	-18,6	438,7	441,0	134,4	118,0	135,5	147,3	19,1	1,6	40,0	5,6	4,0	3,2
3° trim.	732,7	730,0	2,7	444,6	441,8	147,3	127,7	124,0	115,3	16,8	1,8	45,3	5,7	5,2	3,5
4° trim.	772,0	738,1	33,9	462,7	448,4	143,7	126,6	133,3	113,5	32,3	1,5	49,6	5,6	11,3	5,3
2011 dic.	270,1	248,5	21,6	151,8	143,6	51,0	44,3	51,0	42,8	16,3	.	17,8	.	4,5	2,9
2012 gen.	235,8	245,9	-10,1	142,9	152,1	41,1	38,9	42,3	38,1	9,5	.	16,8	.	1,0	0,9
feb.	242,6	248,5	-5,9	152,7	150,2	40,9	38,2	37,8	32,8	11,2	.	27,2	.	2,4	0,8
	Dati destagionalizzati														
2011 2° trim.	722,9	729,0	-6,1	436,7	438,0	134,8	120,5	129,0	122,3	22,4	.	48,1	.	.	.
3° trim.	735,2	735,4	-0,2	443,7	442,5	138,5	122,8	129,4	121,9	23,6	.	48,2	.	.	.
4° trim.	747,2	742,9	4,3	452,4	450,1	139,9	122,9	131,1	121,1	23,8	.	48,7	.	.	.
2011 dic.	250,4	247,4	3,0	152,7	150,5	46,4	41,0	43,5	39,8	7,9	.	16,3	.	.	.
2012 gen.	253,2	249,5	3,7	154,7	151,4	44,6	40,5	45,7	41,5	8,2	.	16,2	.	.	.
feb.	250,0	251,3	-1,3	155,8	154,3	46,3	41,6	40,1	39,0	7,7	.	16,5	.	.	.
	flussi cumulati sui 12 mesi														
2012 feb.	2.952,2	2.950,1	2,1	1.792,1	1.782,7	549,2	489,1	517,6	484,5	93,2	.	193,7	.	.	.
	flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL														
2012 feb.	31,4	31,3	0,0	19,0	18,9	5,8	5,2	5,5	5,1	1,0	.	2,1	.	.	.

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

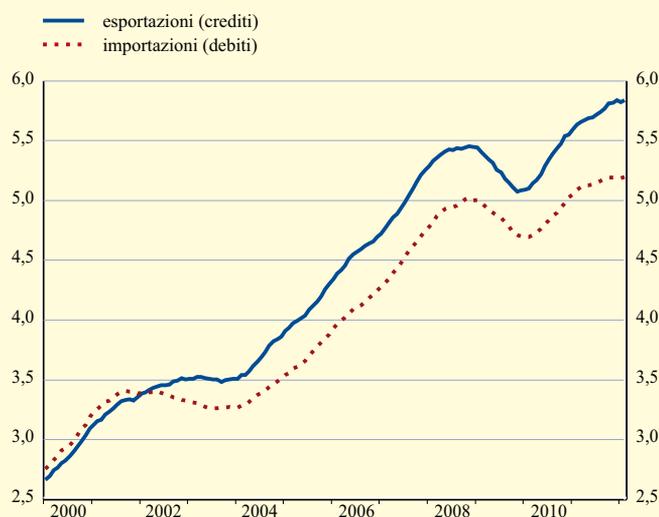
(dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

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

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



**7.2 Conto corrente e conto capitale**  
(miliardi di euro)

**2. Conto dei redditi**  
(transazioni)

	Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale													
	Crediti	Debiti	Totale		Investimenti diretti						Investimenti di portafoglio				Altri investimenti	
			Crediti	Debiti	Su azioni e altre partecipazioni				Su debito		Dividendi		Interessi		Crediti	Debiti
					Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2009	22,2	12,0	407,7	414,4	156,8	20,7	100,6	15,4	25,0	24,7	24,5	77,5	100,9	121,3	100,4	90,3
2010	24,2	12,0	455,1	435,6	220,5	41,6	137,7	32,7	23,9	22,1	28,7	86,6	102,2	124,0	79,9	65,2
2011	25,1	12,3	488,8	469,9	239,8	65,5	153,1	53,1	25,0	21,9	35,9	96,3	102,6	131,7	85,5	66,8
2010 4° trim.	6,6	2,9	117,7	107,8	57,1	1,6	34,0	0,7	6,3	7,8	6,3	18,7	26,9	30,0	21,1	17,3
2011 1° trim.	6,0	2,2	115,1	104,0	55,4	16,0	35,4	20,6	5,8	4,8	7,4	14,4	25,7	32,7	20,7	16,7
2° trim.	6,1	3,3	129,4	144,0	65,5	13,7	42,3	9,9	5,4	5,5	12,3	46,6	25,7	32,3	20,5	17,2
3° trim.	6,0	3,7	118,0	111,5	54,5	21,3	37,6	17,7	6,8	5,5	9,0	18,7	25,9	33,2	21,9	16,5
4° trim.	7,0	3,1	126,3	110,4	64,3	14,5	37,8	4,8	6,9	6,1	7,2	16,6	25,3	33,5	22,5	16,4

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

dal 1° trim. 2011 al 4° trim. 2011	Totale	Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro						Brasile	Canada	Cina	India	Giappone	Russia	Svizzera	Stati Uniti	Altri
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE									
		Crediti														
<b>Conto corrente</b>	2.930,5	959,1	53,5	91,0	445,7	307,5	61,3	58,8	40,1	149,6	41,2	64,2	107,9	228,5	376,2	904,9
Beni	1.773,8	565,8	33,7	59,1	232,0	240,9	0,2	30,3	20,7	115,7	30,9	39,6	80,6	123,6	199,1	567,5
Servizi	550,1	170,6	11,2	15,4	105,2	32,2	6,6	8,9	9,1	17,8	6,9	13,0	18,2	55,2	81,5	168,9
Redditi	513,9	160,6	7,5	14,8	97,8	31,4	9,0	19,3	9,6	15,4	3,2	10,6	8,6	40,9	89,2	156,5
Redditi da capitale	488,8	153,3	6,7	14,7	96,3	30,8	4,8	19,2	9,5	15,4	3,2	10,6	8,5	28,6	87,5	153,0
Trasferimenti correnti	92,7	62,0	1,1	1,7	10,7	3,0	45,5	0,4	0,7	0,7	0,3	1,0	0,5	8,7	6,5	12,0
<b>Conto capitale</b>	25,5	20,8	0,0	0,1	1,4	0,4	19,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,6	0,4	3,2
		Debiti														
<b>Conto corrente</b>	2.933,7	901,4	46,0	89,6	386,7	272,8	106,4	-	32,7	-	-	95,7	-	189,3	374,7	-
Beni	1.769,1	490,3	30,3	51,5	185,5	223,0	0,0	31,2	15,0	210,1	28,4	52,7	134,5	99,7	142,4	564,9
Servizi	489,0	140,5	8,3	12,8	83,7	35,5	0,3	5,4	6,5	13,1	6,1	9,3	10,1	42,8	100,5	154,6
Redditi	482,2	152,2	6,6	23,8	105,9	9,8	6,2	-	9,3	-	-	33,0	-	39,3	125,4	-
Redditi da capitale	469,9	146,1	6,5	23,6	104,3	5,4	6,2	-	9,1	-	-	32,8	-	38,9	124,1	-
Trasferimenti correnti	193,4	118,4	0,8	1,5	11,6	4,5	100,0	1,5	1,8	4,1	0,7	0,6	0,7	7,5	6,4	51,6
<b>Conto capitale</b>	14,7	2,1	0,3	0,1	1,1	0,4	0,2	0,2	0,3	0,4	0,3	0,1	0,1	0,6	1,8	8,8
		Saldo														
<b>Conto corrente</b>	-3,2	57,7	7,6	1,4	59,0	34,8	-45,2	-	7,4	-	-	-31,4	-	39,1	1,5	-
Beni	4,6	75,6	3,4	7,6	46,5	17,9	0,2	-0,9	5,6	-94,3	2,4	-13,1	-53,9	23,9	56,7	2,6
Servizi	61,1	30,0	3,0	2,6	21,5	-3,3	6,3	3,5	2,6	4,7	0,8	3,6	8,1	12,4	-19,0	14,2
Redditi	31,7	8,4	0,9	-8,9	-8,0	21,6	2,8	-	0,3	-	-	-22,3	-	1,6	-36,2	-
Redditi da capitale	18,9	7,2	0,2	-9,0	-8,0	25,4	-1,4	-	0,4	-	-	-22,2	-	-10,3	-36,6	-
Trasferimenti correnti	-100,6	-56,3	0,4	0,2	-0,9	-1,5	-54,5	-1,1	-1,1	-3,4	-0,5	0,3	-0,2	1,2	0,0	-39,5
<b>Conto capitale</b>	10,8	18,7	-0,3	-0,1	0,3	0,0	18,8	-0,1	-0,2	-0,4	-0,2	0,1	0,1	0,0	-1,4	-5,6

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 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>														
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	154,3	170,0	-15,8	4.287,2	3.403,0	4.341,3	6.781,9	0,2	4.675,9	4.985,4	459,6
2010	15.234,8	16.461,7	-1.226,9	166,4	179,8	-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 2° trim.	15.377,0	16.636,0	-1.259,0	165,1	178,7	-13,5	5.030,5	3.837,6	4.762,1	7.646,7	-48,3	5.051,8	5.151,6	580,9
3° trim.	15.558,2	16.782,4	-1.224,2	166,0	179,1	-13,1	5.089,1	3.896,4	4.573,8	7.523,4	-45,9	5.294,5	5.362,6	646,6
4° trim.	15.786,0	16.922,4	-1.136,4	167,7	179,8	-12,1	5.238,8	3.938,1	4.744,0	7.677,3	-30,4	5.166,5	5.307,0	667,1
<b>Variazioni nelle consistenze</b>														
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	551,2	460,7	90,5	5,9	4,9	1,0	440,7	223,3	-163,5	234,5	31,2	163,5	3,0	79,3
2011 3° trim.	181,2	146,4	34,8	7,7	6,2	1,5	58,7	58,7	-188,3	-123,3	2,4	242,7	211,0	65,8
4° trim.	227,8	140,0	87,8	9,4	5,8	3,6	149,7	41,8	170,2	153,9	15,4	-128,0	-55,6	20,5
<b>Transazioni</b>														
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	-131,4	-121,9	-9,4	-1,5	-1,4	-0,1	337,0	231,9	90,4	356,1	-20,0	-534,2	-709,9	-4,6
2010	589,9	587,4	2,5	6,4	6,4	0,0	275,8	161,8	143,0	308,1	-18,5	179,1	117,4	10,5
2011	491,0	466,5	24,6	5,2	5,0	0,3	348,3	197,2	-47,2	261,1	20,8	158,9	8,2	10,2
2011 2° trim.	193,5	214,7	-21,2	8,2	9,1	-0,9	60,0	28,2	39,9	178,9	-3,6	101,7	7,6	-4,5
3° trim.	133,0	136,5	-3,5	5,7	5,8	-0,1	56,6	37,4	-63,1	-28,1	14,8	128,4	127,2	-3,7
4° trim.	-78,5	-122,5	44,0	-3,2	-5,1	1,8	106,9	49,5	-46,8	-48,6	9,2	-154,5	-123,5	6,8
2011 ott.	-40,5	-41,8	1,3	.	.	.	20,4	13,8	-33,6	-35,0	2,2	-30,6	-20,7	1,1
nov.	-15,5	-37,4	21,9	.	.	.	47,8	5,2	-30,2	5,0	3,8	-37,2	-47,6	0,2
dic.	-22,5	-43,3	20,8	.	.	.	38,7	30,5	17,0	-18,6	3,2	-86,7	-55,2	5,4
2012 gen.	74,2	84,6	-10,4	.	.	.	26,8	20,4	28,3	-15,1	4,1	14,4	79,3	0,5
feb.	51,8	55,0	-3,2	.	.	.	12,4	7,2	26,9	44,9	-6,2	16,9	2,9	1,8
<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	518,4	330,8	187,6	5,8	3,7	2,1	71,8	-76,7	416,0	449,0	20,7	-80,0	-41,5	89,9
2010	880,8	704,1	176,7	9,6	7,7	1,9	235,2	150,0	423,2	352,9	-43,2	147,9	201,2	117,7
<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	-55,1	5,5	-0,6	-0,6	0,1	-4,6	5,7	-30,5	-32,9	.	-11,9	-27,9	-2,7
2010	535,4	323,9	211,5	5,8	3,5	2,3	160,8	57,6	179,4	101,7	.	182,2	164,6	13,0
<b>Altre variazioni dovute ad altre rettifiche</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	-227,0	-10,8	-10,6	-0,3	-159,2	-60,7	-809,5	-915,0	-56,0	.	.	22,0
2009	634,2	483,5	150,7	7,1	5,4	1,7	142,5	28,4	425,2	455,2	20,7	.	.	45,8
2010	296,3	153,8	142,5	3,2	1,7	1,5	50,2	2,2	187,3	151,7	-43,2	.	.	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	-66,2	-97,6	31,4	-0,8	-1,2	0,4	-66,2	-110,8	21,2	26,8	.	-68,1	-13,6	46,8
2010	49,1	226,4	-177,3	1,6	3,1	-1,4	24,2	90,1	56,5	99,6	.	-34,3	36,7	2,7
<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	-	.	.	.	8,7	7,3	2,3	5,9	.	-10,1	-12,3	-1,2
2010	4,1	3,8	-	.	.	.	6,2	4,6	3,2	4,4	.	3,8	2,3	2,0
2011 2° trim.	4,4	4,1	-	.	.	.	6,1	5,3	3,2	6,5	.	4,5	-0,2	2,4
3° trim.	4,5	4,2	-	.	.	.	5,7	6,3	0,9	5,3	.	6,9	1,2	0,9
4° trim.	3,2	2,9	-	.	.	.	7,2	5,3	-1,1	3,5	.	3,3	0,2	1,6

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 3° trim.	5.089,1	3.926,1	287,7	3.638,4	1.163,0	13,2	1.149,8	3.896,4	3.019,1	85,4	2.933,7	877,2	8,7	868,5
4° trim.	5.238,8	4.067,8	291,3	3.776,6	1.171,0	14,2	1.156,8	3.938,1	3.056,9	85,3	2.971,6	881,2	8,2	873,0
<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	337,0	258,1	21,6	236,5	78,9	2,6	76,3	231,9	236,3	5,6	230,7	-4,4	-0,6	-3,8
2010	275,8	157,0	14,9	142,2	118,7	1,2	117,5	161,8	203,2	6,1	197,1	-41,3	-7,5	-33,8
2011 2° trim.	60,0	53,8	8,9	44,9	6,2	-2,6	8,9	28,2	33,2	1,3	31,9	-5,0	-1,6	-3,3
3° trim.	56,6	35,9	2,3	33,5	20,7	-1,7	22,5	37,4	58,7	1,0	57,7	-21,3	-0,8	-20,5
4° trim.	106,9	105,8	1,2	104,6	1,1	1,0	0,1	49,5	41,7	0,7	41,0	7,9	0,2	7,7
2011 ott.	20,4	20,8	0,5	20,4	-0,5	0,2	-0,7	13,8	12,2	0,3	11,9	1,6	-0,2	1,8
nov.	47,8	54,4	0,0	54,4	-6,6	0,3	-6,8	5,2	9,5	0,8	8,7	-4,3	-0,1	-4,1
dic.	38,7	30,5	0,7	29,8	8,1	0,5	7,7	30,5	19,9	-0,4	20,3	10,5	0,4	10,1
2012 gen.	26,8	27,1	2,4	24,7	-0,4	0,2	-0,6	20,4	23,8	0,2	23,5	-3,4	-0,5	-2,8
feb.	12,4	13,7	-3,0	16,6	-1,2	0,2	-1,4	7,2	8,8	1,3	7,5	-1,6	0,2	-1,8
<b>Tassi di crescita</b>														
2009	8,7	8,6	9,9	8,5	9,0	20,5	8,8	7,3	10,4	8,6	10,4	-0,5	-3,2	-0,4
2010	6,2	4,5	6,2	4,4	12,0	7,8	12,0	4,6	7,9	8,0	7,9	-4,6	-41,3	-3,8
2011 2° trim.	6,1	6,4	5,8	6,5	5,2	-12,7	5,5	5,3	6,0	6,6	6,0	2,8	-47,2	3,8
3° trim.	5,7	5,5	5,9	5,4	6,5	-24,0	7,0	6,3	6,9	5,2	6,9	4,5	-51,2	5,7
4° trim.	7,2	8,2	6,1	8,3	4,0	-19,6	4,4	5,3	7,3	4,2	7,4	-1,2	-27,6	-0,9

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

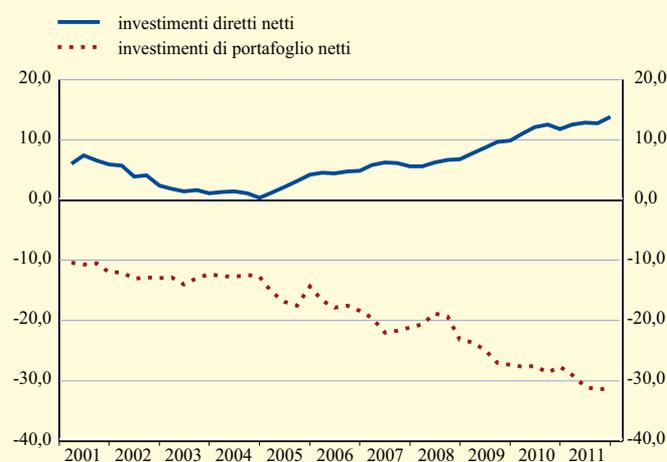
(importi in essere a fine periodo; in percentuale del PIL)



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	Euro-sistema	non IFM		
															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 3° trim.	4.573,8	1.620,4	76,2	3,4	1.544,2	38,1	2.552,5	748,7	17,7	1.803,8	93,9	400,9	301,4	54,9	99,5	0,5
4° trim.	4.744,0	1.706,8	70,6	3,1	1.636,2	39,4	2.579,1	727,4	16,0	1.851,7	94,2	458,2	298,8	57,5	159,4	0,5
<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	90,4	53,1	-1,3	0,0	54,4	2,5	42,9	-93,0	-3,8	135,9	17,5	-5,6	0,5	-12,9	-6,1	0,9
2010	143,0	76,7	5,6	-0,2	71,1	1,7	106,7	-125,3	-0,9	232,0	51,5	-40,4	-55,7	-11,7	15,3	-1,9
2011 2° trim.	39,9	26,8	3,1	0,1	23,7	-2,4	25,5	-4,6	0,4	30,1	-1,2	-12,5	-11,1	4,8	-1,3	-0,5
3° trim.	-63,1	-53,7	-12,9	0,0	-40,8	-2,0	-17,8	-19,4	-0,1	1,6	0,1	8,4	8,1	3,5	0,4	0,0
4° trim.	-46,8	-36,8	-9,2	-0,3	-27,6	-0,9	-21,5	-17,3	-1,7	-4,2	-1,7	11,5	14,8	0,6	-3,3	0,0
2011 ott.	-33,6	-9,3	-4,9	-0,1	-4,4	.	-11,6	-0,8	7,2	-10,7	.	-12,7	-14,5	-13,0	1,8	.
nov.	-30,2	-19,8	-2,7	0,0	-17,1	.	-13,3	-14,6	0,6	1,3	.	2,9	3,6	-1,6	-0,7	.
dic.	17,0	-7,7	-1,6	-0,2	-6,1	.	3,4	-1,9	-9,5	5,2	.	21,3	25,8	15,2	-4,5	.
2012 gen.	28,3	2,9	-0,6	0,0	3,5	.	20,5	1,3	0,8	19,2	.	5,0	2,7	-7,2	2,2	.
feb.	26,9	3,5	0,5	0,0	3,0	.	19,2	5,6	0,1	13,6	.	4,1	1,5	2,4	2,6	.
<b>Tassi di crescita</b>																
2009	2,3	3,8	-2,4	-0,6	4,2	8,5	1,8	-9,4	-19,0	10,5	93,4	-2,0	-0,9	-22,3	-7,9	67,2
2010	3,2	4,8	7,0	-5,2	4,7	4,8	4,2	-13,5	-4,9	14,8	122,5	-9,5	-16,0	-25,4	21,1	-91,9
2011 2° trim.	3,2	3,7	4,9	-9,8	3,7	-14,6	3,5	-12,4	9,6	12,0	118,6	-0,6	-4,0	9,2	13,2	97,4
3° trim.	0,9	0,6	-7,3	-8,7	1,0	-16,4	0,5	-14,9	9,3	8,6	130,0	6,1	1,0	0,9	28,1	-4,8
4° trim.	-1,1	-4,0	-21,3	-16,7	-3,1	-15,8	-0,4	-6,9	2,0	2,6	-3,1	7,9	9,8	26,5	2,5	112,5

#### 4. Investimenti di portafoglio: passività

	Totale	Azioni e altre partecipazioni			Strumenti di debito							
		Totale	IFM	non IFM	Obbligazioni e note				Strumenti di mercato monetario			
					Totale	IFM	non IFM	Amministrazioni pubbliche	Totale	IFM	non IFM	Amministrazioni pubbliche
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 3° trim.	7.523,4	2.842,5	618,0	2.224,5	4.148,9	1.222,6	2.926,3	1.844,4	532,0	110,1	421,9	376,8
4° trim.	7.677,3	3.078,2	553,6	2.524,6	4.141,2	1.235,2	2.906,0	1.836,6	457,9	98,2	359,8	315,1
<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	356,1	124,6	10,7	113,9	140,5	-14,4	154,9	101,3	90,9	-18,5	109,4	144,3
2010	308,1	144,2	-16,3	160,4	184,2	59,1	125,1	194,5	-20,3	19,2	-39,5	-34,9
2011 2° trim.	178,9	-4,3	-4,4	0,2	170,8	43,9	127,0	95,1	12,4	7,3	5,0	0,3
3° trim.	-28,1	-22,3	-10,6	-11,7	2,1	14,2	-12,0	-22,9	-7,9	-12,7	4,8	17,9
4° trim.	-48,6	42,3	29,0	13,3	-31,5	-31,5	0,1	-4,1	-59,4	0,4	-59,8	-71,6
2011 ott.	-35,0	-15,8	7,0	-22,9	-2,9	-18,1	15,3	.	-16,3	-1,8	-14,5	.
nov.	5,0	26,6	18,1	8,5	-8,0	-4,2	-3,9	.	-13,5	6,8	-20,3	.
dic.	-18,6	31,5	3,8	27,7	-20,6	-9,2	-11,3	.	-29,6	-4,5	-25,0	.
2012 gen.	-15,1	9,9	4,1	5,8	-32,0	-6,6	-25,4	.	7,1	-3,4	10,4	.
feb.	44,9	-1,0	-3,3	2,3	44,6	19,6	25,0	.	1,4	0,7	0,6	.
<b>Tassi di crescita</b>												
2009	5,9	5,4	1,7	6,8	4,1	-1,2	7,0	7,2	23,1	-29,1	33,1	53,5
2010	4,4	5,1	-2,4	7,5	5,1	5,2	5,1	12,9	-4,2	26,3	-9,1	-8,7
2011 2° trim.	6,5	7,5	0,9	9,4	5,7	10,1	3,8	7,7	7,8	78,0	-2,8	2,6
3° trim.	5,3	4,5	-2,8	6,5	6,7	10,3	5,2	8,5	-0,4	9,3	-2,4	5,3
4° trim.	3,5	4,0	3,2	4,1	4,5	5,2	4,2	6,1	-4,9	24,6	-10,9	-10,7

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)

**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	Banconote, monete e depositi	
															1
<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 3° trim.	5.294,5	42,4	42,1	0,3	3.206,3	3.148,7	57,6	141,7	7,4	93,5	16,5	1.904,1	228,5	1.518,4	480,5
4° trim.	5.166,5	35,5	35,2	0,3	3.065,7	3.007,3	58,4	165,8	7,5	116,8	30,2	1.899,5	230,4	1.521,0	463,4
<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	-534,2	0,1	0,0	0,1	-420,4	-399,9	-20,5	11,8	-0,4	10,4	0,2	-125,6	7,5	-129,0	-34,8
2010	179,1	-2,9	-2,9	0,0	8,6	-0,2	8,8	41,7	-0,3	41,3	4,9	131,7	7,6	101,7	46,7
2011 2° trim.	101,7	4,6	4,6	0,0	61,3	54,7	6,6	-0,6	0,0	-1,0	2,4	36,4	-0,7	34,9	31,9
3° trim.	128,4	-2,7	-2,7	0,1	82,7	68,3	14,4	-6,0	-0,1	-6,0	-1,5	54,4	2,4	39,2	19,0
4° trim.	-154,5	-8,2	-8,2	0,0	-156,9	-157,2	0,3	17,0	0,0	17,0	13,3	-6,3	0,2	4,2	-4,1
2011 ott.	-30,6	-3,2	.	.	-69,7	.	.	5,1	.	.	7,7	37,3	.	.	16,4
nov.	-37,2	-3,6	.	.	-39,6	.	.	11,4	.	.	6,9	-5,4	.	.	0,3
dic.	-86,7	-1,4	.	.	-47,6	.	.	0,5	.	.	-1,3	-38,2	.	.	-20,8
2012 gen.	14,4	1,8	.	.	5,5	.	.	-1,6	.	.	0,6	8,7	.	.	-2,0
feb.	16,9	0,1	.	.	12,0	.	.	-8,3	.	.	-6,4	13,1	.	.	4,3
<b>Tassi di crescita</b>															
2009	-10,1	-0,4	-1,4	23,4	-12,8	-12,4	-37,0	10,8	-3,5	17,1	3,5	-6,9	3,8	-8,6	-8,2
2010	3,8	-13,1	-13,0	-9,9	0,4	0,1	27,7	33,2	-3,1	53,2	30,6	7,7	3,7	7,4	11,3
2011 2° trim.	4,5	65,6	67,1	-0,7	2,8	2,4	37,7	17,5	-2,9	26,8	4,1	5,5	3,9	5,3	18,1
3° trim.	6,9	46,0	46,3	63,4	6,0	5,1	84,1	16,1	-3,6	25,0	9,1	7,2	4,5	7,0	18,0
4° trim.	3,3	-5,3	-5,4	40,4	1,8	0,9	88,4	1,2	-3,2	1,4	51,8	6,1	3,8	5,6	12,6

**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
<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 3° trim.	5.362,6	315,2	312,3	2,9	3.403,8	3.340,7	63,2	210,2	0,0	204,2	5,9	1.433,4	219,6	1.039,3	174,4
4° trim.	5.307,0	408,9	406,0	2,8	3.212,4	3.144,8	67,6	222,6	0,1	215,9	6,7	1.463,1	221,5	1.073,7	167,9
<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	-709,9	-233,2	-233,4	0,2	-352,8	-341,6	-11,2	17,2	0,0	17,2	0,0	-141,1	0,8	-127,6	-14,3
2010	117,4	8,9	6,3	2,6	-10,8	-16,7	5,9	65,6	0,0	64,8	0,8	53,7	15,4	14,9	23,4
2011 2° trim.	7,6	7,2	4,9	2,4	-18,1	-19,3	1,2	12,8	0,1	12,5	0,3	5,7	0,6	3,4	1,7
3° trim.	127,2	29,8	29,8	0,0	24,3	5,6	18,7	23,2	-0,1	23,2	0,1	49,8	6,3	24,2	19,4
4° trim.	-123,5	87,9	88,0	0,0	-232,2	-240,2	8,0	9,1	0,0	8,9	0,1	11,7	0,6	19,0	-7,9
2011 ott.	-20,7	-7,5	.	.	-31,8	.	.	3,6	.	.	.	15,0	.	.	.
nov.	-47,6	-2,8	.	.	-46,1	.	.	-0,2	.	.	.	1,5	.	.	.
dic.	-55,2	98,2	.	.	-154,3	.	.	5,7	.	.	.	-4,8	.	.	.
2012 gen.	79,3	-35,8	.	.	106,3	.	.	6,3	.	.	.	2,5	.	.	.
feb.	2,9	0,1	.	.	-6,2	.	.	-2,1	.	.	.	11,1	.	.	.
<b>Tassi di crescita</b>															
2009	-12,3	-48,1	-48,1	.	-9,4	-9,2	-19,8	24,9	.	26,5	-0,7	-9,9	0,3	-11,6	-9,2
2010	2,3	3,4	2,4	.	-0,2	-0,4	15,5	75,5	.	79,7	11,8	4,1	8,5	1,4	15,4
2011 2° trim.	-0,2	12,6	11,8	.	-5,2	-5,6	22,8	91,4	.	98,3	-10,6	4,3	7,2	1,3	19,9
3° trim.	1,2	25,9	25,6	.	-4,3	-5,4	79,4	104,6	.	111,8	-8,4	3,1	10,3	-0,5	19,4
4° trim.	0,2	50,6	51,2	.	-8,3	-9,5	89,7	48,5	.	51,2	-9,0	6,7	5,1	4,7	22,4

Fonte: BCE.

## 7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni 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				
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)																
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	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 2° trim.	580,9	361,4	346,988	50,5	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
3° trim.	646,7	416,3	346,989	52,9	26,1	151,4	5,5	11,1	135,1	0,6	120,5	14,0	-0,4	0,0	31,4	-24,5	54,5
4° trim.	667,1	422,1	346,846	54,0	30,2	160,9	5,3	7,8	148,1	0,6	134,3	13,3	-0,4	0,0	97,4	-86,0	55,9
2012 feb.	696,4	456,7	346,846	52,5	30,6	156,4	5,1	6,9	144,2	-	-	-	0,2	0,3	97,4	-83,8	54,6
mar.	671,3	431,7	346,847	52,5	30,9	155,8	4,5	7,6	143,6	-	-	-	0,1	0,3	55,2	-42,5	54,7
	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	10,5	0,0	-	-0,1	4,9	5,7	-5,4	6,7	4,3	0,0	10,6	-6,3	0,0	0,0	-	-	-
2011 2° trim.	-4,5	0,0	-	-0,2	0,9	-5,2	-0,5	-5,4	0,8	0,0	0,4	0,4	-0,1	0,0	-	-	-
3° trim.	-3,7	0,0	-	0,2	2,4	-6,3	0,3	-2,9	-3,8	0,0	3,0	-6,7	0,0	0,0	-	-	-
4° trim.	6,8	0,0	-	-0,4	3,1	4,1	-0,5	-3,0	7,4	-0,2	8,8	-1,2	0,1	0,0	-	-	-
	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	3,7	-43,3	76,2	3,6	-5,2	10,3	-24,5	-	-	-	-	-
2011 2° trim.	2,4	0,0	-	-2,5	49,0	4,8	-34,5	5,0	7,5	1,9	12,4	-14,7	-	-	-	-	-
3° trim.	0,9	0,0	-	-2,0	64,6	-2,8	-27,0	-37,0	3,2	1,9	9,9	-42,4	-	-	-	-	-
4° trim.	1,6	0,0	-	-3,0	82,2	-1,1	-30,0	-52,4	6,9	-21,6	14,6	-45,3	-	-	-	-	-

### 8. Debito estero lordo

	Totale	Per strumento					Per settore (esclusi gli investimenti diretti)				
		Prestiti, banconote, monete e depositi	Strumenti di mercato monetario	Obbligazioni e note	Crediti commerciali	Altre passività	Investimenti diretti: prestiti intersocietari	Amministrazioni pubbliche	Eurosistema	IFM (escluso l'Eurosistema)	Altri settori
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)										
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	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 2° trim.	11.057,2	4.729,2	522,7	3.961,4	209,6	212,9	1.421,5	2.329,9	278,0	4.604,5	2.423,3
3° trim.	11.464,2	4.896,6	532,0	4.148,9	219,7	246,4	1.420,7	2.431,3	315,2	4.736,6	2.560,4
4° trim.	11.338,1	4.840,4	457,9	4.141,2	221,5	245,0	1.432,0	2.374,3	408,9	4.545,7	2.577,2
	Consistenze (in percentuale del PIL)										
2008	118,2	57,8	4,3	36,6	2,0	2,3	15,2	18,9	5,2	54,2	24,6
2009	116,5	51,8	5,7	39,2	2,0	2,1	15,8	22,1	2,8	51,1	24,6
2010	120,4	53,5	5,1	41,8	2,2	2,3	15,5	23,9	2,9	51,9	26,1
2011 2° trim.	118,9	50,9	5,6	42,6	2,3	2,3	15,3	25,1	3,0	49,5	26,1
3° trim.	122,5	52,3	5,7	44,3	2,3	2,6	15,2	26,0	3,4	50,6	27,4
4° trim.	120,5	51,4	4,9	44,0	2,4	2,6	15,2	25,2	4,3	48,3	27,4

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 1° trim. 2011 al 4° trim. 2011</b>	<b>Transazioni cumulate</b>														
<b>Investimenti diretti</b>	151,1	78,1	-2,1	-5,5	64,1	21,5	0,0	2,5	11,5	-0,1	-13,4	1,9	25,8	0,0	44,8
All'estero	348,3	97,0	2,4	-0,3	71,0	23,9	0,0	10,7	14,6	0,5	19,2	85,9	41,9	0,0	78,3
Azioni/utili reinvestiti	303,1	80,3	1,9	-1,0	58,7	20,6	0,0	11,1	9,7	1,2	23,0	67,1	45,8	0,0	64,8
Debito	45,2	16,7	0,5	0,6	12,3	3,3	0,0	-0,4	5,0	-0,7	-3,8	18,8	-3,9	0,0	13,5
Nell'area dell'euro	197,2	18,9	4,5	5,1	6,9	2,4	0,0	8,2	3,2	0,6	32,6	84,0	16,1	0,0	33,5
Azioni/utili reinvestiti	208,0	26,9	0,9	7,1	17,2	1,8	0,0	14,7	0,4	1,3	15,8	90,6	21,6	0,0	36,6
Debito	-10,8	-8,0	3,6	-1,9	-10,3	0,7	0,0	-6,5	2,8	-0,7	16,7	-6,6	-5,5	0,0	-3,0
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	-47,2	-5,8	-0,4	10,4	-40,1	2,0	22,4	-4,7	5,4	1,0	-5,4	0,4	-27,5	2,8	-13,4
Azioni	-69,0	-13,1	-0,8	-0,2	-12,2	-0,3	0,4	3,3	4,0	-5,4	-7,3	-22,3	-9,1	-0,4	-18,8
Strumenti di debito	21,8	7,4	0,4	10,6	-28,0	2,3	22,0	-8,0	1,4	6,4	1,8	22,6	-18,4	3,2	5,4
Obbligazioni e note	-9,0	7,9	3,4	3,1	-15,8	1,3	15,9	-7,6	0,9	-5,2	1,3	-1,9	-20,4	2,4	13,7
Strumenti di mercato monetario	30,8	-0,5	-3,0	7,5	-12,1	0,9	6,1	-0,4	0,5	11,6	0,5	24,6	2,1	0,9	-8,3
<b>Altri investimenti</b>	150,7	8,7	1,1	-26,5	86,8	-10,9	-41,9	1,1	0,7	-4,7	-33,4	147,2	127,6	-41,2	-55,3
Attività	158,9	-6,9	-7,5	3,2	3,9	-8,2	1,7	0,4	11,8	1,1	9,1	84,2	58,7	-12,5	13,0
Amministrazioni pubbliche	1,5	9,8	0,8	-1,9	10,5	-0,4	0,8	0,0	-0,1	-0,5	0,0	-4,9	-1,0	0,4	-2,2
IFM	47,7	-81,4	-9,7	1,0	-64,5	-8,9	0,6	-1,2	9,5	3,2	0,2	80,8	49,8	-13,0	-0,2
Altri settori	109,7	64,7	1,4	4,0	57,9	1,0	0,4	1,6	2,4	-1,5	8,9	8,3	9,9	0,1	15,4
Passività	8,2	-15,6	-8,6	29,7	-83,0	2,6	43,6	-0,7	11,1	5,8	42,5	-63,0	-68,9	28,7	68,3
Amministrazioni pubbliche	72,7	29,3	0,0	-0,1	1,0	-0,1	28,5	0,0	0,0	0,0	0,3	7,2	-0,3	36,3	0,1
IFM	-154,3	-90,0	-6,0	26,9	-124,2	4,2	9,2	-2,5	7,9	6,9	40,4	-72,4	-75,5	-7,9	38,8
Altri settori	89,8	45,1	-2,6	3,0	40,3	-1,5	5,9	1,9	3,2	-1,1	1,8	2,2	7,0	0,3	29,5

Fonte: BCE.

## 7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti <sup>1)</sup>

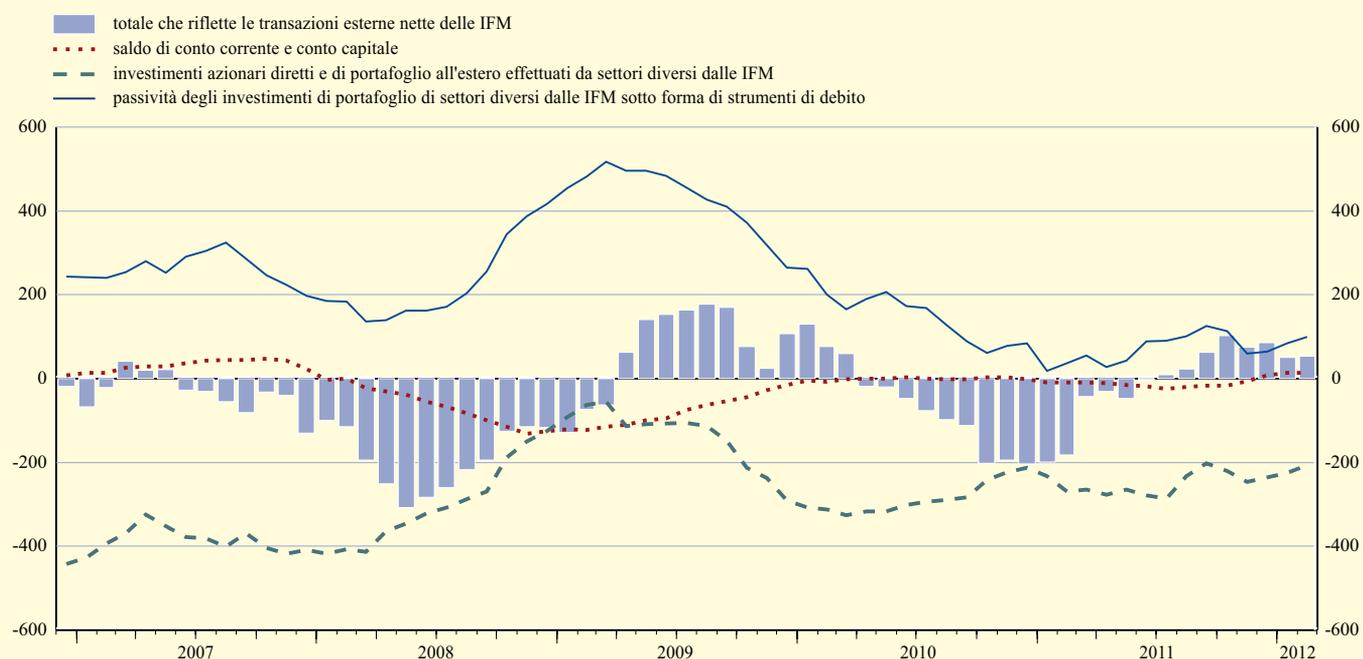
(miliardi di euro; transazioni)

### 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	
2009	107,7	-15,7	-312,7	226,7	-54,4	-129,8	114,0	265,4	113,8	-123,6	20,0	4,1
2010	-203,6	-1,7	-259,9	163,1	-70,9	-247,3	160,5	84,8	-172,6	119,2	18,5	2,7
2011	85,7	7,6	-335,0	197,1	50,2	-47,3	100,6	64,9	-111,2	162,5	-20,8	17,0
2010 4° trim.	-44,7	15,1	-31,6	85,1	-38,6	-112,9	67,2	1,1	-48,2	12,7	9,0	-3,5
2011 1° trim.	81,0	-18,9	-120,5	82,6	5,5	-24,0	98,8	-0,1	-16,3	50,2	-0,4	24,2
2° trim.	19,6	-17,9	-53,7	28,5	-23,7	-28,8	0,2	132,0	-35,8	18,5	3,6	-3,3
3° trim.	7,5	4,4	-56,0	37,2	40,8	-2,0	-11,7	-7,2	-48,4	73,1	-14,8	-7,9
4° trim.	-22,4	39,9	-104,7	48,7	27,6	7,5	13,3	-59,8	-10,7	20,8	-9,2	4,1
2011 feb.	3,0	-3,4	-40,4	6,3	-2,1	-12,0	46,0	10,6	3,3	-13,9	1,6	7,0
mar.	92,8	0,9	-40,1	35,4	7,7	-1,1	43,0	23,3	-0,3	18,1	-1,4	7,2
apr.	-21,6	-5,1	-46,4	20,8	-14,2	-14,0	4,6	13,7	-0,1	6,0	3,3	9,8
mag.	-0,9	-13,5	-7,0	3,2	-2,1	-18,5	-15,4	73,4	-29,6	15,6	-1,6	-5,4
giu.	42,1	0,8	-0,3	4,5	-7,4	3,7	10,9	44,9	-6,1	-3,1	1,9	-7,7
lug.	-18,1	3,2	-31,0	12,2	3,9	-16,5	14,5	-21,4	-7,6	21,3	0,3	3,0
ago.	10,7	0,6	1,0	7,7	27,2	1,8	-14,4	-17,1	-12,0	23,9	-8,0	-0,1
set.	14,9	0,6	-26,1	17,3	9,7	12,7	-11,7	31,3	-28,8	27,8	-7,1	-10,9
ott.	-39,4	5,2	-19,7	13,7	4,4	8,9	-22,9	0,8	-42,4	18,6	-2,2	-3,9
nov.	-28,8	11,5	-47,6	4,5	17,1	-0,6	8,5	-24,2	-6,0	1,3	-3,8	10,4
dic.	45,9	23,3	-37,5	30,4	6,1	-0,8	27,7	-36,4	37,7	0,9	-3,2	-2,4
2012 gen.	-50,6	-10,0	-24,2	20,7	-3,5	-21,5	5,8	-15,0	-7,2	8,8	-4,1	-0,4
feb.	6,5	-4,3	-15,2	5,7	-3,0	-16,3	2,3	25,7	-4,7	9,1	6,2	1,0
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2012 feb.	53,3	13,2	-294,0	176,3	45,9	-62,1	52,9	99,0	-107,0	148,3	-19,7	0,6

## 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 manifatturiero	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)													
2010	20,0	22,5	1.533,6	764,0	311,6	419,9	1.268,8	1.547,9	948,0	230,0	348,4	1.019,8	250,0
2011	12,8	12,5	1.737,8	872,2	350,8	472,0	1.423,0	1.745,0	1.117,6	236,0	364,2	1.097,5	317,9
2011 1° trim.	21,7	24,2	426,7	215,1	85,6	115,9	350,2	435,2	277,1	59,4	91,7	277,4	74,5
2° trim.	13,2	13,0	429,9	215,9	87,5	116,1	350,9	436,4	280,7	59,0	90,1	276,1	78,0
3° trim.	9,6	9,8	437,1	219,6	87,6	118,9	358,3	441,1	283,7	59,3	91,7	275,7	82,2
4° trim.	8,3	4,7	444,2	221,6	90,1	121,1	363,6	432,3	276,2	58,3	90,7	268,3	83,2
2011 set.	9,8	8,6	146,8	73,7	29,2	40,1	119,3	144,9	93,3	19,3	30,5	91,0	27,8
ott.	5,7	8,2	144,4	72,6	27,9	39,5	116,7	144,1	91,9	19,6	30,2	89,4	27,7
nov.	10,2	4,5	149,1	74,1	31,3	40,2	122,1	144,5	92,2	19,5	30,2	88,8	28,2
dic.	9,0	1,4	150,8	74,9	31,0	41,3	124,7	143,7	92,1	19,2	30,3	90,1	27,3
2012 gen.	10,9	3,8	153,1	76,2	30,1	41,6	122,9	147,9	93,8	20,3	30,3	90,6	28,5
feb.	11,2	6,9	156,8	.	.	.	126,2	153,1	.	.	.	91,9	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2010	14,9	10,7	136,8	132,4	138,5	143,6	133,9	121,1	113,3	131,9	143,3	128,2	104,7
2011	7,4	2,5	147,6	142,1	152,0	154,6	145,0	124,0	116,9	133,7	143,1	133,0	100,8
2011 1° trim.	13,5	7,9	145,9	141,7	148,6	152,3	143,2	125,2	118,3	132,7	145,1	133,8	100,0
2° trim.	8,4	3,0	147,0	140,9	153,2	153,9	144,1	124,3	116,9	135,0	143,9	134,7	96,4
3° trim.	5,4	2,9	148,2	142,6	152,3	155,4	146,1	125,3	118,5	136,2	143,4	133,8	103,8
4° trim.	3,1	-3,1	149,3	143,1	153,9	156,7	146,7	121,4	114,0	131,0	140,1	129,5	103,0
2011 ago.	9,4	5,1	150,2	144,4	156,2	158,0	149,4	127,4	119,7	140,6	145,3	136,0	103,4
set.	5,5	1,9	149,1	143,8	152,1	156,7	146,0	123,7	117,0	132,4	143,4	132,7	105,2
ott.	0,3	0,2	145,7	140,1	144,6	153,3	141,3	121,8	114,0	134,1	140,5	129,6	104,0
nov.	5,0	-4,0	150,9	144,6	160,4	156,6	148,6	122,2	114,7	132,0	140,2	129,3	104,6
dic.	4,2	-5,4	151,4	144,6	156,7	160,2	150,3	120,1	113,4	126,9	139,6	129,6	100,4
2012 gen.	6,9	-1,8	152,0	145,7	152,8	157,6	147,0	121,4	113,8	130,8	136,5	127,9	101,1

 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			
in perc. del totale	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2010	106,2	4,1	4,8	1,4	2,2	26,4	4,1	108,8	9,8	9,7	1,4	2,9	26,1	5,8
2011	110,5	4,0	5,8	1,4	2,2	23,3	4,0	118,7	9,1	4,6	-0,1	3,8	26,1	4,2
2011 3° trim.	110,8	3,4	5,0	0,9	1,8	25,5	3,4	118,9	8,1	3,0	-1,5	2,9	26,4	3,0
4° trim.	111,1	3,5	3,8	1,8	2,3	20,3	3,4	119,8	7,6	0,4	0,5	3,4	24,0	2,8
2012 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,2	.	.	1,5
2011 ott.	110,8	3,9	4,4	1,7	2,4	24,4	3,8	119,4	9,0	1,5	0,5	4,0	28,1	3,6
nov.	111,1	3,7	3,8	1,8	2,4	22,3	3,6	119,9	8,2	0,8	0,5	3,4	26,6	3,0
dic.	111,4	3,1	3,1	1,9	2,2	14,8	3,0	120,2	5,6	-1,0	0,6	2,8	17,8	1,8
2012 gen.	112,6	3,2	2,2	2,0	2,5	17,8	3,2	121,8	5,2	-1,3	1,4	2,4	16,2	1,8
feb.	113,0	3,1	1,6	2,0	2,5	19,0	3,0	122,9	4,6	-1,5	0,9	2,0	15,3	1,2
mar.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,2	.	.	1,3

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>															
2010	1.533,6	30,2	52,6	194,8	208,2	63,0	92,8	47,4	180,6	356,6	94,8	34,6	104,0	73,4	130,1
2011	1.737,8	32,8	60,3	213,2	241,1	79,8	108,9	56,6	197,6	406,1	115,4	39,4	111,1	84,5	145,6
2010 3° trim.	397,2	7,5	13,4	50,0	53,7	16,9	23,9	12,2	47,9	92,3	24,0	8,9	26,4	19,4	33,6
4° trim.	406,2	8,2	14,2	50,4	55,9	17,4	24,8	13,3	46,3	93,6	25,6	9,0	27,1	19,0	35,9
2011 1° trim.	426,7	8,1	15,0	53,0	59,2	18,6	25,8	15,3	49,6	99,8	28,8	9,3	27,9	20,2	34,1
2° trim.	429,9	8,2	15,4	52,7	60,5	19,7	26,1	14,3	48,1	98,4	27,3	9,5	26,8	20,7	38,9
3° trim.	437,1	8,3	15,6	53,6	61,1	20,6	28,7	13,6	48,6	101,7	28,7	10,2	27,8	21,7	35,7
4° trim.	444,2	8,3	14,4	53,9	60,3	20,9	28,2	13,5	51,2	106,2	30,6	10,5	28,5	21,9	37,0
2011 set.	146,8	2,8	5,1	17,8	20,4	7,0	9,9	4,5	15,8	34,1	9,6	3,4	9,5	7,2	12,6
ott.	144,4	2,7	4,8	17,7	19,7	6,6	9,3	4,4	15,7	34,5	10,2	3,6	9,2	6,8	12,9
nov.	149,1	2,8	4,7	18,2	20,3	7,0	9,4	4,4	17,5	35,6	10,2	3,5	9,6	7,2	12,3
dic.	150,8	2,8	4,9	18,0	20,3	7,2	9,5	4,7	18,0	36,2	10,1	3,4	9,7	7,9	11,7
2012 gen.	153,1	2,8	5,0	18,6	20,3	7,1	9,9	4,7	18,2	35,9	10,5	3,5	9,7	7,7	13,2
feb.	156,8	.	.	.	.	7,5	9,8	4,8	18,6	37,4	11,0	3,6	10,2	8,0	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2011	100,0	1,9	3,5	12,2	13,9	4,6	6,3	3,3	11,4	23,4	6,6	2,3	6,4	4,9	8,4
<b>Importazioni (c.i.f.)</b>															
2010	1.547,9	27,4	47,3	147,8	195,4	112,2	72,8	30,7	129,9	494,8	208,6	51,4	118,8	75,3	95,5
2011	1.745,0	29,7	53,2	166,1	226,5	138,4	80,1	34,8	139,4	548,0	216,9	52,5	128,3	90,5	110,1
2010 3° trim.	400,6	6,9	12,4	37,5	49,9	28,2	18,6	7,7	34,3	130,5	55,8	13,2	29,9	19,4	25,2
4° trim.	408,9	7,0	12,5	38,6	52,3	30,3	17,9	8,1	34,2	129,0	54,4	13,1	32,5	21,0	25,4
2011 1° trim.	435,2	7,2	13,3	40,9	55,6	36,0	19,1	9,0	35,4	135,8	54,7	13,7	34,9	21,5	26,6
2° trim.	436,4	7,6	13,5	41,2	56,4	34,3	19,3	8,8	34,2	139,4	55,7	12,7	30,6	21,9	29,4
3° trim.	441,1	7,4	13,8	42,3	57,2	33,0	22,0	8,5	34,5	139,1	54,6	13,2	31,2	23,5	28,7
4° trim.	432,3	7,5	12,7	41,8	57,3	35,1	19,8	8,5	35,4	133,7	52,0	12,8	31,6	23,6	25,3
2011 set.	144,9	2,5	4,5	14,2	19,2	10,4	7,0	2,6	11,8	44,8	17,3	4,3	10,6	7,6	9,7
ott.	144,1	2,4	4,2	13,8	18,8	12,0	6,6	2,9	11,9	44,9	17,6	4,3	10,7	7,7	8,2
nov.	144,5	2,6	4,3	14,0	19,3	11,7	6,8	2,7	11,7	44,5	17,1	4,3	10,4	7,7	8,8
dic.	143,7	2,5	4,2	14,0	19,2	11,4	6,4	2,9	11,8	44,2	17,3	4,3	10,6	8,1	8,4
2012 gen.	147,9	2,4	4,4	14,0	18,9	11,6	6,8	2,7	12,2	44,5	17,7	4,1	12,0	7,7	10,7
feb.	153,1	.	.	.	.	12,5	6,8	2,8	12,3	46,4	18,5	4,3	13,1	8,2	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2011	100,0	1,7	3,0	9,5	13,0	7,9	4,6	2,0	8,0	31,4	12,4	3,0	7,4	5,2	6,3
<b>Saldo</b>															
2010	-14,2	2,7	5,3	47,0	12,7	-49,1	20,0	16,7	50,7	-138,2	-113,8	-16,8	-14,8	-1,8	34,6
2011	-7,2	3,1	7,1	47,1	14,6	-58,6	28,8	21,9	58,1	-141,8	-101,6	-13,0	-17,2	-6,0	35,6
2010 3° trim.	-3,4	0,6	1,0	12,5	3,8	-11,3	5,3	4,5	13,6	-38,2	-31,8	-4,3	-3,5	0,0	8,4
4° trim.	-2,7	1,3	1,7	11,7	3,6	-12,9	6,8	5,2	12,1	-35,4	-28,8	-4,1	-5,4	-1,9	10,5
2011 1° trim.	-8,5	0,8	1,7	12,1	3,7	-17,4	6,8	6,3	14,3	-36,0	-26,0	-4,5	-7,0	-1,4	7,5
2° trim.	-6,5	0,7	2,0	11,5	4,1	-14,6	6,8	5,5	13,9	-41,0	-28,3	-3,1	-3,8	-1,2	9,5
3° trim.	-4,0	0,9	1,7	11,3	3,9	-12,4	6,7	5,1	14,1	-37,4	-25,9	-3,1	-3,3	-1,7	6,9
4° trim.	11,9	0,7	1,7	12,1	2,9	-14,3	8,5	5,0	15,8	-27,5	-21,4	-2,4	-3,1	-1,7	11,6
2011 set.	1,9	0,3	0,6	3,7	1,2	-3,4	2,9	1,9	4,0	-10,7	-7,7	-0,8	-1,1	-0,4	2,9
ott.	0,2	0,3	0,6	3,9	0,9	-5,4	2,8	1,5	3,9	-10,4	-7,3	-0,7	-1,5	-0,9	4,7
nov.	4,5	0,1	0,4	4,2	1,0	-4,7	2,6	1,7	5,8	-9,0	-6,8	-0,8	-0,8	-0,5	3,6
dic.	7,1	0,3	0,7	4,0	1,1	-4,2	3,1	1,8	6,2	-8,1	-7,2	-0,9	-0,9	-0,2	3,4
2012 gen.	5,3	0,4	0,6	4,6	1,4	-4,4	3,1	2,0	6,0	-8,6	-7,2	-0,6	-2,3	0,0	2,5
feb.	3,7	.	.	.	.	-5,0	3,0	2,0	6,2	-9,0	-7,5	-0,7	-2,9	-0,2	.

Fonte: Eurostat.



## TASSI DI CAMBIO

### 8.1 Tassi di cambio effettivi <sup>1)</sup>

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

	TCE-20						TCE-40	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM reale	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2009	110,6	109,2	104,3	104,9	118,7	104,8	119,7	106,8
2010	103,6	101,6	98,1	96,8	107,8	97,2	111,4	98,1
2011	103,4	100,7	97,6	95,1	107,4	95,8	112,1	97,6
2011 1° trim.	102,7	100,1	97,1	94,9	105,7	95,3	110,7	96,7
2° trim.	105,2	102,6	99,3	97,1	109,0	97,7	113,5	99,0
3° trim.	103,5	100,6	97,6	95,1	108,1	95,7	112,5	97,7
4° trim.	102,1	99,5	96,3	93,3	106,9	94,5	111,6	97,0
2012 1° trim.	99,5	96,9	94,3	.	.	.	108,3	94,0
apr.	105,9	103,3	100,0	-	-	-	114,0	99,6
mag.	104,9	102,2	98,8	-	-	-	113,2	98,6
giu.	105,0	102,2	99,0	-	-	-	113,4	98,8
lug.	104,0	101,0	98,1	-	-	-	112,4	97,7
ago.	103,9	100,8	97,9	-	-	-	112,9	98,0
set.	102,8	100,0	96,8	-	-	-	112,0	97,4
ott.	103,0	100,3	97,0	-	-	-	112,6	97,9
nov.	102,6	99,9	96,7	-	-	-	112,1	97,4
dic.	100,8	98,2	95,1	-	-	-	110,3	95,8
2012 gen.	98,9	96,3	93,6	-	-	-	108,0	93,7
feb.	99,6	97,2	94,5	-	-	-	108,4	94,1
mar.	99,8	97,4	94,8	-	-	-	108,6	94,3
apr.	99,5	96,9	94,5	-	-	-	108,4	94,1
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2012 apr.	-0,4	-0,4	-0,3	-	-	-	-0,2	-0,3
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2012 apr.	-6,0	-6,2	-5,5	-	-	-	-4,9	-5,6

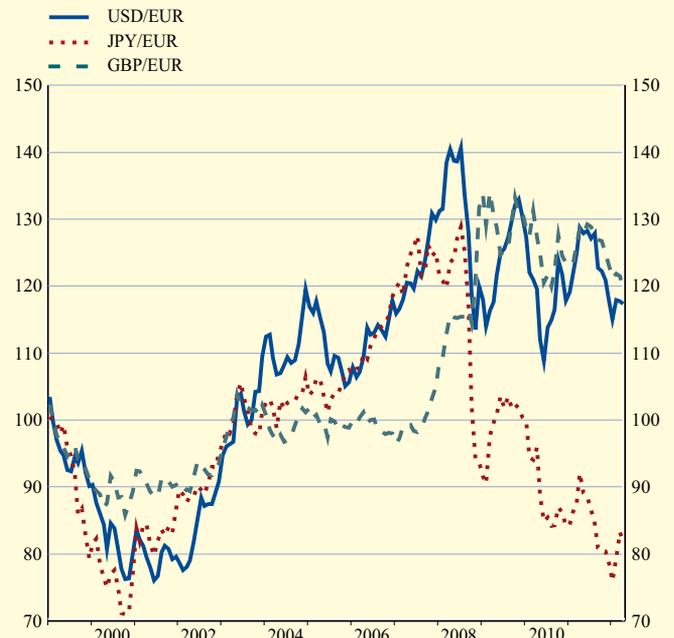
### F39 Tassi di cambio effettivi

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



### F40 Tassi di cambio bilaterali

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



Fonte: BCE.

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

## 8.2 Tassi di cambio bilaterali

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

	Lev bulgaro 1	Corona ceca 2	Corona danese 3	Lat lettone 4	Litas lituano 5	Fiorino ungherese 6	Zloty polacco 7	Nuovo leu romeno 8	Corona svedese 9	Sterlina britannica 10	Kuna croata 11	Nuova lira turca 12
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 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
2012 1° trim.	1,9558	25,084	7,4350	0,6985	3,4528	296,85	4,2329	4,3533	8,8529	0,83448	7,5568	2,3556
2011 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
2012 gen.	1,9558	25,531	7,4353	0,6990	3,4528	307,33	4,3760	4,3417	8,8503	0,83210	7,5543	2,3759
feb.	1,9558	25,042	7,4341	0,6988	3,4528	290,68	4,1835	4,3513	8,8196	0,83696	7,5815	2,3264
mar.	1,9558	24,676	7,4354	0,6977	3,4528	292,26	4,1370	4,3668	8,8873	0,83448	7,5358	2,3631
apr.	1,9558	24,809	7,4393	0,6993	3,4528	294,81	4,1782	4,3789	8,8650	0,82188	7,4991	2,3520
variazione percentuale sul mese precedente												
2012 apr.	0,0	0,5	0,1	0,2	0,0	0,9	1,0	0,3	-0,3	-1,5	-0,5	-0,5
variazione percentuale sul mese precedente												
2012 apr.	0,0	2,1	-0,2	-1,4	0,0	11,1	5,3	6,8	-1,2	-6,9	1,8	7,0
	Dollaro australiano 13	Real brasiliano 14	Dollaro canadese 15	Yuan renminbi cinese 16	Dollaro di Hong Kong 17	Corona islandese <sup>1)</sup> 18	Rupia indiana <sup>2)</sup> 19	Rupia indonesiana 20	Shekel israeliano 21	Yen giapponese 22	Ringgit malese 23	
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 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	
2012 1° trim.	1,2425	2,3169	1,3128	8,2692	10,1725	-	65,8991	11,901,67	4,9431	103,99	4,0121	
2011 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	
2012 gen.	1,2405	2,3084	1,3073	8,1465	10,0187	-	66,0601	11,709,25	4,9141	99,33	4,0151	
feb.	1,2327	2,2729	1,3193	8,3314	10,2553	-	65,0589	11,913,82	4,9474	103,77	3,9978	
mar.	1,2538	2,3674	1,3121	8,3326	10,2474	-	66,5399	12,082,50	4,9679	108,88	4,0229	
apr.	1,2718	2,4405	1,3068	8,2921	10,2163	-	68,1939	12,068,69	4,9362	107,00	4,0277	
variazione percentuale sul mese precedente												
2012 apr.	1,4	3,1	-0,4	-0,5	-0,3	-	2,5	-0,1	-0,6	-1,7	0,1	
variazione percentuale sul mese precedente												
2012 apr.	-6,9	6,6	-5,5	-12,0	-9,0	-	6,4	-3,4	-0,4	-11,1	-7,4	
	Peso messicano 24	Dollaro neozelandese 25	Corona norvegese 26	Peso filippino 27	Rublo russo 28	Dollaro di Singapore 29	Rand sudafricano 30	Won sudcoreano 31	Franco svizzero 32	Baht thailandese 33	Dollaro statunitense 34	
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 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	
2012 1° trim.	17,0195	1,6030	7,5868	56,421	39,5496	1,6573	10,1730	1,482,75	1,2080	40,630	1,3108	
2011 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	
2012 gen.	17,3140	1,6132	7,6752	56,208	40,4394	1,6510	10,3405	1,474,96	1,2108	40,718	1,2905	
feb.	16,9159	1,5845	7,5522	56,419	39,4232	1,6585	10,1289	1,485,58	1,2071	40,614	1,3224	
mar.	16,8239	1,6104	7,5315	56,634	38,7804	1,6624	10,0475	1,487,83	1,2061	40,557	1,3201	
apr.	17,1900	1,6095	7,5698	56,145	38,8087	1,6459	10,3060	1,495,40	1,2023	40,639	1,3162	
variazione percentuale sul mese precedente												
2012 apr.	2,2	-0,1	0,5	-0,9	0,1	-1,0	2,6	0,5	-0,3	0,2	-0,3	
variazione percentuale sul mese precedente												
2012 apr.	1,6	-12,2	-3,0	-10,0	-4,3	-8,7	6,0	-4,6	-7,4	-6,4	-8,9	

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	3,4	2,1	2,7	4,2	4,1	3,9	3,9	5,8	1,4	4,5
2011 4° trim.	2,5	2,8	2,5	4,1	4,0	4,1	4,2	3,4	0,9	4,7
2012 1° trim.	1,9	4,0	2,8	3,3	3,6	5,6	4,2	2,7	0,9	3,5
2012 gen.	1,9	3,8	2,8	3,4	3,4	5,6	4,1	2,8	0,7	3,6
feb.	2,0	4,0	2,7	3,3	3,7	5,8	4,4	2,7	1,0	3,4
mar.	1,7	4,2	2,7	3,2	3,7	5,5	3,9	2,5	1,1	3,5
<b>Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL</b>										
2009	-4,3	-5,8	-2,7	-9,8	-9,4	-4,6	-7,4	-9,0	-0,7	-11,5
2010	-3,1	-4,8	-2,5	-8,2	-7,2	-4,2	-7,8	-6,8	0,3	-10,2
2011	-2,1	-3,1	-1,8	-3,5	-5,5	4,3	-5,1	-5,2	0,3	-8,3
<b>Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL</b>										
2009	14,6	34,4	40,6	36,7	29,4	79,8	50,9	23,6	42,6	69,6
2010	16,3	38,1	42,9	44,7	38,0	81,4	54,8	30,5	39,4	79,6
2011	16,3	41,2	46,5	42,6	38,5	80,6	56,3	33,3	38,4	85,7
<b>Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno; media nel periodo</b>										
2011 ott.	5,27	3,14	2,23	5,62	5,06	7,88	5,71	7,72	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	7,39	1,68	2,12
2012 gen.	5,30	3,39	1,74	5,74	5,35	9,51	5,68	7,02	1,70	1,47
feb.	5,31	3,12	1,84	5,45	5,15	8,60	5,46	6,99	1,89	1,48
mar.	5,07	3,51	1,89	5,15	5,29	8,73	5,37	6,48	1,95	1,54
<b>Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno; media nel periodo</b>										
2011 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
2012 gen.	3,34	1,17	1,01	1,79	1,48	8,54	4,99	5,26	2,61	1,09
feb.	3,19	1,20	1,00	1,31	1,43	8,83	4,97	4,79	2,44	1,07
mar.	2,91	1,23	0,99	1,19	1,31	-	4,95	4,25	2,30	1,04
<b>PIL a prezzi costanti</b>										
2010	0,4	2,7	1,3	-0,3	1,4	1,3	3,9	-1,7	6,1	2,1
2011	1,7	1,7	1,0	5,5	5,9	1,7	4,3	2,5	3,9	0,7
2011 3° trim.	1,6	1,3	0,0	5,9	6,7	1,5	4,2	3,4	4,4	0,3
4° trim.	1,6	0,6	0,5	5,9	5,2	1,5	4,4	2,2	1,2	0,5
2012 1° trim.	.	.	.	.	4,3	.	.	.	.	0,0
<b>Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL</b>										
2010	-0,2	-3,0	5,6	4,9	4,2	3,0	-2,8	-4,2	6,7	-3,1
2011	2,2	-2,5	6,7	0,9	0,9	3,6	-2,1	-4,1	7,1	-1,7
2011 2° trim.	0,6	-5,9	7,0	-0,7	-2,1	3,2	-2,1	-7,5	6,7	-0,3
3° trim.	11,9	-5,7	8,4	0,8	5,7	4,4	-3,3	-4,3	8,6	-3,1
4° trim.	-4,1	-0,6	5,9	2,6	-1,6	3,2	-1,4	-1,8	5,3	-1,6
<b>Debito estero lordo in percentuale del PIL</b>										
2009	108,3	51,6	188,5	156,5	87,0	144,9	59,4	68,5	210,5	416,9
2010	102,8	56,5	191,3	165,4	87,4	144,0	66,0	75,8	191,3	413,9
2011 2° trim.	95,9	55,6	181,8	154,6	85,4	137,2	68,7	76,5	188,2	416,8
3° trim.	93,3	57,9	183,5	151,4	82,0	146,9	73,6	76,9	196,4	434,2
4° trim.	92,0	58,4	182,8	145,9	80,8	145,3	72,2	73,5	194,7	426,0
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto</b>										
2010	5,6	-0,7	-1,0	-9,8	-7,3	-3,2	2,2	7,9	-1,9	1,7
2011	1,1	0,2	0,3	2,1	-0,2	4,4	0,9	1,7	-0,9	1,6
2011 2° trim.	-0,1	0,4	-0,8	3,1	-1,1	5,8	0,1	1,9	-1,0	1,1
3° trim.	3,1	0,0	0,9	2,1	-0,9	6,0	2,0	3,9	-0,9	2,4
4° trim.	4,8	0,4	1,5	2,1	3,1	3,4	0,3	0,3	0,4	3,3
<b>Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)</b>										
2010	10,2	7,3	7,5	18,7	17,8	11,1	9,6	7,3	8,4	7,8
2011	11,2	6,7	7,6	15,4	15,4	10,9	9,7	7,4	7,5	8,0
2011 4° trim.	11,6	6,6	7,8	14,6	14,3	10,9	10,0	7,5	7,5	8,3
2012 1° trim.	12,4	6,7	7,9	.	.	11,2	10,1	7,3	7,5	.
2012 gen.	12,2	6,7	7,9	.	.	11,3	10,1	7,2	7,6	8,2
feb.	12,5	6,8	7,9	.	.	11,1	10,1	7,1	7,5	.
mar.	12,6	6,7	8,1	.	.	11,2	10,1	7,5	7,3	.

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

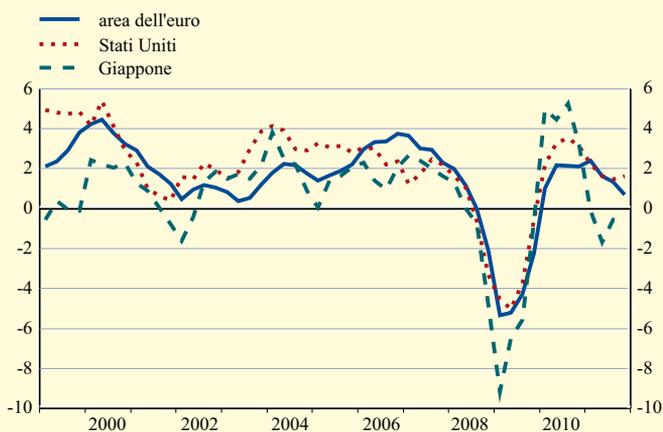
## 9.2 Indicatori economici e finanziari negli Stati Uniti e in Giappone

(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>4)</sup> dati di fine periodo	Tasso di cambio <sup>5)</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
Stati Uniti											
2008	3,8	2,8	-0,3	-4,8	5,8	6,8	2,93	2,70	1,4708	-6,6	61,5
2009	-0,4	-0,6	-3,5	-13,8	9,3	8,0	0,69	4,17	1,3948	-11,6	74,1
2010	1,6	-2,0	3,0	6,3	9,6	2,5	0,34	3,57	1,3257	-10,7	82,4
2011	3,2	1,9	1,7	4,8	9,0	7,3	0,34	2,10	1,3920	-9,7	86,4
2011 1° trim.	2,1	1,3	2,2	6,8	9,0	4,7	0,31	3,76	1,3680	-9,9	83,3
2° trim.	3,4	1,0	1,6	4,0	9,0	5,5	0,26	3,46	1,4391	-10,2	83,0
3° trim.	3,8	2,0	1,5	3,9	9,1	9,2	0,30	2,18	1,4127	-9,6	84,9
4° trim.	3,3	3,1	1,6	4,5	8,7	9,7	0,48	2,10	1,3482	-9,1	86,4
2012 1° trim.	2,8	.	2,1	5,5	8,3	10,1	0,51	2,38	1,3108	.	.
2011 dic.	3,0	.	.	4,7	8,5	9,7	0,56	2,10	1,3179	.	.
2012 gen.	2,9	.	.	5,4	8,3	10,4	0,57	1,97	1,2905	.	.
feb.	2,9	.	.	6,0	8,3	10,1	0,50	2,15	1,3224	.	.
mar.	2,7	.	.	5,1	8,2	9,8	0,47	2,38	1,3201	.	.
apr.	.	.	.	.	.	.	0,47	2,11	1,3162	.	.
Giappone											
2008	1,4	1,3	-1,1	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-1,9	162,9
2009	-1,3	2,9	-5,5	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	-8,8	180,0
2010	-0,7	-2,8	4,5	16,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-8,4	188,4
2011	-0,3	.	-0,7	-2,5	4,6	2,8	0,19	1,00	110,96	.	.
2011 1° trim.	-0,5	0,4	-0,1	-1,3	4,8	2,5	0,19	1,33	112,57	.	.
2° trim.	-0,4	1,6	-1,7	-5,9	4,6	2,7	0,20	1,18	117,41	.	.
3° trim.	0,1	0,6	-0,5	-1,0	4,4	2,8	0,19	1,04	109,77	.	.
4° trim.	-0,3	.	-0,6	-1,7	4,5	3,0	0,20	1,00	104,22	.	.
2012 1° trim.	0,3	.	.	4,6	.	3,0	0,20	1,05	103,99	.	.
2011 dic.	-0,2	.	.	-3,0	4,5	3,2	0,20	1,00	102,55	.	.
2012 gen.	0,1	.	.	-1,6	4,7	3,1	0,20	0,98	99,33	.	.
feb.	0,3	.	.	1,5	4,5	3,0	0,20	1,01	103,77	.	.
mar.	0,5	.	.	14,0	.	3,0	0,20	1,05	108,88	.	.
apr.	.	.	.	.	.	.	0,20	0,94	107,00	.	.

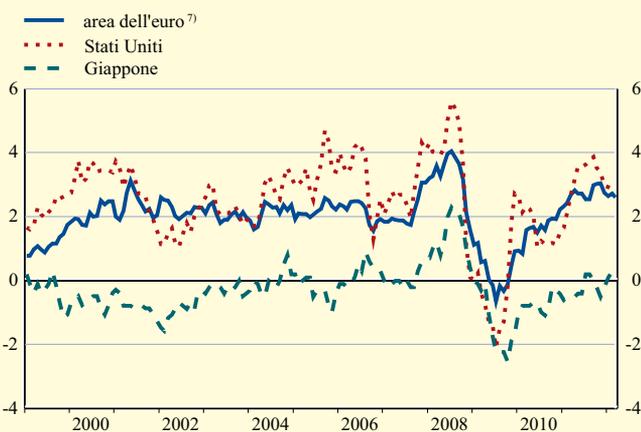
### F41 PIL a prezzi costanti

(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 destagionalizzati e non destagionalizzati	S37
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S38
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S39
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S41
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	S43
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S43
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S44
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S44
F25	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	S45
F26	<i>Spread</i> e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro	S45
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S46
F28	Occupazione: occupati e ore lavorate	S55
F29	Tasso di disoccupazione e tasso di posti vacanti	S55
F30	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	S60
F31	Debito (definizione di Maastricht)	S60
F32	B.d.p. dell'area dell'euro: conto corrente	S61
F33	B.d.p. dell'area dell'euro: investimenti diretti e di portafoglio	S61
F34	B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei beni	S62
F35	B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei servizi	S62
F36	Posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro	S65
F37	Posizione patrimoniale dell'area dell'euro per investimenti diretti e di portafoglio	S65
F38	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM	S70
F39	Tassi di cambio effettivi	S73
F40	Tassi di cambio bilaterali	S73
F41	PIL a prezzi costanti	S76
F42	Indici dei prezzi al consumo	S76





## NOTE TECNICHE

### TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese  $t$  è calcolato come:

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

dove  $I_t$  è l'indice delle consistenze corrette al mese  $t$  (vedi parte seguente). Analogamente, per l'anno che termina nel mese  $t$ , il tasso medio di crescita è calcolato come:

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

### SEZIONE I.3

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

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

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

### SEZIONI DA 2.1 A 2.6

#### CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

Le transazioni mensili sono calcolate come differenze mensili nelle consistenze corrette per

tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Indicando con  $L_t$  le consistenze alla fine del mese  $t$ , con  $C_t^M$  la correzione dovuta a riclassificazione alla fine del mese  $t$ , con  $E_t^M$  la correzione per la variazione del tasso di cambio e con  $V_t^M$  gli aggiustamenti per le ulteriori rivalutazioni, le transazioni  $F_t^M$  nel mese  $t$  sono definite come:

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

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

$$(e) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

dove  $L_{t-3}$  rappresenta le consistenze alla fine del mese  $t-3$  (la fine del trimestre precedente) e, ad esempio,  $C_t^Q$  è la correzione dovuta a riclassificazione nel trimestre che termina nel mese  $t$ .

Per quelle serie trimestrali per le quali sono ora disponibili dati mensili (vedi la nota successiva) le transazioni trimestrali possono essere derivate come somma delle tre transazioni mensili nel trimestre.

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

I tassi di crescita possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Utilizzando per  $F_t^M$  e  $L_t$  le definizioni fornite in precedenza, l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette nel mese  $t$  è definito come:

$$(f) I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Attualmente, l'indice (per le serie non destagionalizzate) è calcolato con base dicembre 2008 = 100. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione "Monetary and financial statistics" della sezione "Statistics".

Il tasso di crescita sui dodici mesi  $a_t$  – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese  $t$  – può essere calcolato utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(g) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(h) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (h) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2001.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della formula (h). Ad esempio, il tasso di crescita sul mese precedente  $a_t^M$  può essere calcolato come:

$$(i) \quad a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$  dove  $a_t$  è definito come nelle precedenti formule (g) oppure (h).

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

Definendo  $F_t^Q$  e  $L_{t-3}$  come in precedenza, l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese  $t$  è definito come:

$$(j) \quad I_t = I_{t-3} \times \left( 1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese  $t$  (cioè  $a_t$ ), può essere calcolato utilizzando la formula (h).

#### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO <sup>1)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando

X-12-ARIMA <sup>2)</sup>. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette <sup>3)</sup>. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

#### SEZIONI DA 3.1 A 3.5

#### UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella sezione 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per le transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle

- 1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione "Statistics" del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione "Monetary and financial statistics".
- 2) Per ulteriori dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual e*, Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia *model-based* di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall *Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.
- 3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ovvero dicembre 2008) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

passività. Nel conto delle altre variazioni e nel bilancio finanziario, il totale delle attività finanziarie risulta pari al totale delle passività per ciascuna categoria di strumento finanziario, con la sola eccezione dell'oro monetario e dei diritti speciali di prelievo che, per definizione, non sono una passività per alcun settore.

### CALCOLO DEI SALDI

I saldi alla fine di ciascun conto nelle sezioni 3.1, 3.2 e 3.3 sono calcolati nei modi seguenti.

Il saldo commerciale è pari alle importazioni meno le esportazioni di beni e servizi nei confronti del resto del mondo relativamente all'area dell'euro.

Il margine operativo netto e reddito misto è definito solo per i settori residenti e viene calcolato come valore aggiunto lordo (prodotto interno lordo a prezzi di mercato per l'area dell'euro) meno redditi da lavoro dipendente (impieghi) meno altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (impieghi) meno consumo di capitale fisso (impieghi).

Il reddito nazionale netto è definito solo per i settori residenti. È calcolato come somma di margine operativo netto e reddito misto più i redditi da lavoro dipendente (risorse) più imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti più i redditi da capitale netti (risorse meno impieghi).

Anche il reddito netto disponibile è definito solo per i settori residenti ed è pari al reddito nazionale netto più imposte correnti nette sul reddito e sul patrimonio (risorse meno impieghi) più i contributi sociali netti (risorse meno impieghi) più le prestazioni sociali nette diverse dai trasferimenti sociali in natura (risorse meno impieghi) più gli altri trasferimenti correnti netti (risorse meno impieghi).

Il risparmio netto è definito per i settori residenti ed è calcolato come il reddito netto disponibile più la correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione (risorse meno impieghi) meno le spese per consumi

finali (impieghi). Per il resto del mondo, il conto corrente verso l'estero viene compilato come somma del saldo commerciale più tutti i redditi netti (risorse meno impieghi).

L'accreditamento netto/indebitamento netto viene calcolato a partire dal conto capitale come risparmio netto più trasferimenti netti in conto capitale (risorse meno impieghi) meno gli investimenti fissi lordi meno le acquisizioni al netto delle cessioni di attività non finanziarie non prodotte (impieghi) più il consumo di capitale fisso (risorse). Esso può risultare anche dal conto finanziario come saldo fra totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle passività (noto anche come variazione della ricchezza finanziaria netta dovuta a transazioni). Per i settori delle famiglie e delle società non finanziarie esiste una discrepanza statistica fra i saldi calcolati a partire dal conto capitale e dal conto finanziario.

Le variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni sono calcolate come totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno totale delle transazioni nelle passività, laddove le altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono calcolate come il totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle altre variazioni nelle passività.

La ricchezza finanziaria netta è calcolata come differenza fra il totale delle attività finanziarie e il totale delle passività, laddove le variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono pari alla somma delle variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazione (accreditamento/indebitamento netto dal conto finanziario) e delle altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta.

Le variazioni nella ricchezza netta sono calcolate come variazioni nella ricchezza netta dovute a risparmi e a trasferimenti di capitale più altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta e altre variazioni nelle attività non finanziarie.

Per le famiglie, la ricchezza netta è calcolata come somma delle attività non finanziarie e della ricchezza finanziaria netta.

## SEZIONI 4.3 E 4.4

### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER I TITOLI DI DEBITO E LE AZIONI QUOTATE

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni. Essi possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze nozionali. Indicando con  $N_t^M$  le transazioni (emissioni nette) nel mese  $t$  e con  $L_t$  il livello delle consistenze nozionali alla fine del mese  $t$ , l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette nel mese  $t$  è definito come:

$$(k) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2008. Il tasso di crescita  $a_t$  per il mese  $t$  – ovvero, la variazione intervenuta nei dodici mesi che terminano nel mese  $t$  – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(l) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(m) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza intende indicare che il metodo utilizzato per ottenere le “emissioni nette” nelle statistiche sulle emissioni di titoli differisce da quello impiegato per calcolare le equivalenti “transazioni” nel caso degli aggregati monetari.

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese  $t$  è calcolato come:

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

dove  $I_t$  è l'indice delle consistenze nozionali al mese  $t$ . Analogamente, per l'anno che termina nel mese  $t$ , il tasso medio di crescita è calcolato come:

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

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono riclassificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione per le emissioni totali di titoli è effettuata in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti per settore e per scadenza.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze nozionali. Le stime ottenute dei fattori stagionali vengono poi applicate alle consistenze, dalle quali si derivano le emissioni nette destagionalizzate. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

Come nelle formule l) e m), il tasso di crescita  $a_t$  per il mese  $t$  – ovvero, la variazione intervenuta nei sei mesi che terminano nel mese  $t$  – può

4) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione “Statistics” del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione “Monetary and financial statistics”.

essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(p) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(q) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

#### TAVOLA 1 DELLA SEZIONE 5.1

##### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni industriali non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici viene aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

#### TAVOLA 2 DELLA SEZIONE 7.1

##### DESTAGIONALIZZAZIONE DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando

X-12-ARIMA oppure TRAMO-SEATS a seconda della voce. I dati grezzi sui beni, sui servizi, sui redditi e sui trasferimenti correnti vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle giornate lavorative. La correzione per il numero di giornate lavorative nel conto corrente dei beni e in quello dei servizi tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. La destagionalizzazione di queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del conto corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagionalizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti dell'area dell'euro. I fattori stagionali (e quelli relativi alle giornate lavorative) vengono rivisti con frequenza semestrale o qualora ritenuto necessario.

#### SEZIONE 7.3

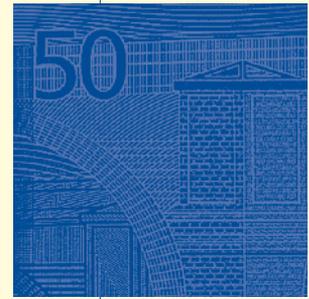
##### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI E ANNUALI

Il tasso di crescita sui dodici mesi per il trimestre  $t$  si calcola sulla base delle posizioni ( $L_t$ ) e delle transazioni trimestrali ( $F_t$ ), utilizzando la seguente formula:

$$(r) \quad a_t = \left( \prod_{i=t-3}^t \left( 1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Il tasso di crescita per le serie annuali equivale al tasso di crescita dell'ultimo trimestre dell'anno.





## NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie storiche più dettagliate e più estese, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)). È possibile consultare i dati nello *Statistical Data Warehouse* della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), predisposto con strumenti di ricerca e di *download*. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di *file* compressi in formato *Comma Separated Value* (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu).

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 2 maggio 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 sulle 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, pag.8.

4) G.U. L. 15 del 20.1.2009, pag.1.

assicurazione includono sia il settore assicurativo sia quello riassicurativo, mentre tra i fondi pensione rientrano solo i fondi che hanno autonomia decisionale e sono tenuti a mantenere una contabilità completa (fondi pensione autonomi). Questa sezione presenta una suddivisione geografica e settoriale delle controparti emittenti titoli non azionari, detenuti dalle società di assicurazione e dai fondi pensione.

## CONTI DELL'AREA DELL'EURO

Nella Sezione 3.1 vengono riportati i conti trimestrali aggregati per l'area dell'euro. Questi forniscono informazioni esaustive sull'attività economica di famiglie (incluse le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie), società non finanziarie e pubbliche amministrazioni nonché sulle interazioni fra tali settori, l'area dell'euro e il resto del mondo. I dati riportati, non destagionalizzati e a prezzi correnti, si riferiscono all'ultimo trimestre disponibile e vengono presentati in base ad una sequenza semplificata di conti conforme al quadro di riferimento metodologico del Sistema europeo dei conti 1995.

In breve, la sequenza di conti (transazioni) include: 1) la formazione del conto dei redditi che mostra come l'attività produttiva si traduca in varie categorie di reddito; 2) l'allocazione del conto dei redditi primari, che registra entrate e spese relative a varie forme di reddito da capitale (per l'economia nel suo insieme, il saldo del conto dei redditi primari e il reddito nazionale); 3) la distribuzione secondaria del conto dei redditi, che illustra come il reddito nazionale di un settore istituzionale subisca variazioni a causa dei trasferimenti correnti; 4) l'utilizzo del conto dei redditi, che dà conto di come il reddito disponibile viene speso per consumi o risparmiato; 5) il conto capitale, che presenta come i risparmi e i trasferimenti netti di capitale vengano spesi nell'acquisizione di attività non finanziarie (il saldo del conto capitale è l'accredito netto/indebitamento netto); 6) il conto finanziario che registra le acquisizioni nette di attività finanziarie e la variazione netta delle passività. Dal mo-

mento che ciascuna transazione non finanziaria si riflette in una transazione finanziaria, il saldo del conto finanziario concettualmente è anch'esso pari all'accredito netto/indebitamento netto che risulta dal conto capitale.

Inoltre, vengono presentati i bilanci di apertura e di chiusura che forniscono una istantanea della ricchezza finanziaria di ogni singolo settore in un preciso momento. Infine, vengono riportate anche le altre variazioni nelle attività e passività finanziarie (ad esempio, quelle risultanti dall'effetto delle variazioni dei prezzi delle attività).

La copertura per settore del conto finanziario e del bilancio finanziario è più dettagliata per le società finanziarie, per le quali è presente una scomposizione fra IFM, altri intermediari finanziari (che include gli ausiliari finanziari) e società di assicurazione e fondi pensione.

La sezione 3.2 riporta i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i conti non finanziari dell'area dell'euro (ovvero, i conti precedentemente identificati con i numeri da 1 a 5) sempre in base alla sequenza di conti semplificata.

La sezione 3.3 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) per i redditi delle famiglie, per i conti della spesa e dell'accumulazione e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario e non finanziario, presentati in uno schema più analitico. Le transazioni specifiche del settore e i saldi sono disposti in maniera tale da fornire una visione più chiaramente interpretabile delle decisioni di finanziamento e di investimento delle famiglie, pur rispettando le identità contabili riportate nelle sezioni 3.1 e 3.2.

La sezione 3.4 riporta flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i redditi e i conti dell'accumulazione delle società non finanziarie, e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in maggiore analisi.

La sezione 3.5 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) e consistenze in essere per i bilanci finanziari di società di assicurazione e fondi pensione.

## MERCATI FINANZIARI

Le serie statistiche sui mercati finanziari per l'area dell'euro coprono gli stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono (composizione evolutiva); fanno eccezione le statistiche sulle emissioni di titoli (sezioni da 4.1 a 4.4) per le quali i dati si riferiscono agli Euro 16 per l'intera serie (composizione fissa).

Le statistiche sui titoli non azionari e sulle azioni quotate (sezioni da 4.1 a 4.4) sono realizzate dalla BCE mediante dati provenienti dal SEBC e dalla BRI. La sezione 4.5 riporta i tassi di interesse applicati dalle IFM sui depositi e i prestiti denominati in euro a soggetti residenti nell'area. Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario, sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario (sezioni da 4.6 a 4.8) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica.

Le statistiche sulle emissioni di titoli includono: a) i titoli non azionari ad esclusione dei derivati finanziari; b) le azioni quotate. I primi sono riportati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3, mentre le seconde sono riportate nella sezione 4.4. I titoli di debito sono suddivisi in titoli a breve e a lungo termine. I titoli "a breve termine" comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali). Sono classificati come "a lungo termine": i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali, la più lontana delle quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita. Le emissioni di titoli di debito a lungo termine sono ulteriormente suddivise fra tasso fisso e tasso variabile. Quelle a tasso fisso si riferiscono a titoli per i quali il tasso della cedola non varia per tutta la vita degli stessi. Quelle a tasso variabile includono tutti i titoli per i quali il valore della cedola viene periodicamente rideterminato in base a un indice o a un tasso di interesse di riferimento indipendente. Si stima che le statistiche coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali da parte di residenti nell'area dell'euro. I titoli denominati in

euro indicati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3 includono anche voci espresse nelle denominazioni nazionali dell'euro.

La sezione 4.1 riporta i titoli non azionari distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione. Essa contiene i dati sulle consistenze, sulle emissioni lorde e nette di titoli non azionari suddivisi in: a) titoli denominati in euro e in tutte le altre valute; b) titoli emessi da residenti nell'area dell'euro e totale dei titoli; c) scadenze di lungo termine e totale delle scadenze. Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti. Questa sezione presenta anche statistiche destagionalizzate, fra cui i tassi di crescita sui sei mesi annualizzati per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine. Questi ultimi sono calcolati sull'indice destagionalizzato delle consistenze nozionali che è stato depurato dagli effetti della stagionalità. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere, emissioni lorde ed emissioni nette di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95. La BCE è inclusa nell'Eurosistema.

I totali sulle consistenze in essere per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine nella colonna 1 della tavola 1 della sezione 4.2 corrispondono ai dati per le emissioni di titoli totali e a lungo termine da parte di residenti nell'area dell'euro riportati nella colonna 7 della sezione 4.1. Le consistenze per i titoli di debito emessi da IFM (colonna 2 nella tavola 1 della sezione 4.2) sono in linea di massima confrontabili con i dati relativi ai titoli di debito emessi dalle IFM che compaiono fra le passività nel bilancio consolidato delle IFM (tavola 2 della sezione 2.1, colonna 8). Il totale delle emissioni nette relativo al totale dei titoli di debito, riportato nella colonna 1 della tavola 2 della sezione 4.2, corrisponde al totale delle emissioni nette da parte di residenti nell'area dell'euro nella colonna 9 nella sezione 4.1. La differenza residua fra i titoli di debito a lungo termine e il totale dei titoli di debito a tas-

so fisso e variabile nella tavola 1 della sezione 4.2 è attribuibile alle obbligazioni a *zero coupon* e ad effetti di rivalutazione.

La sezione 4.3 riporta i tassi di crescita sui dodici mesi, corretti e non corretti per la stagionalità, per i titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro (suddivisi per scadenza, tipo di strumento, settore emittente e valuta di denominazione). Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto istituzionale contrae o redime una passività. I tassi di crescita sui dodici mesi, dunque, non includono riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni. I tassi di crescita corretti sono stati annualizzati a scopo di presentazione. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.4 riporta, alle colonne 1, 4, 6 e 8, le consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. I dati mensili per le azioni quotate emesse da società non finanziarie corrispondono alle serie trimestrali riportate nella sezione 3.4 (bilancio finanziario e azioni quotate).

Alle colonne 3, 5, 7 e 9 della tavola 1 della sezione 4.4 sono riportati i tassi di crescita sui dodici mesi delle consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto emittente emette o rimborsa azioni per cassa, ad esclusione degli investimenti in azioni proprie. Il calcolo dei tassi di crescita sui dodici mesi non tiene conto di riclassificazioni, rivalutazioni, e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

La sezione 4.5 presenta statistiche su tutti i tassi di interesse che le IFM residenti nell'area dell'euro applicano sui depositi e sui prestiti denominati in euro alle famiglie e alle società non finanziarie residenti nell'area. I tassi di interesse delle IFM dell'area dell'euro sono calcolati come media ponderata (in base al relativo volume di attività) dei tassi di interesse dei paesi dell'area dell'euro per ciascuna categoria.

Le statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono distinte per tipo di operazioni, per settore, per categoria e scadenza dello strumento, per periodo di preavviso o per periodo di determinazione iniziale del tasso di interesse. Le nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM sostituiscono le dieci serie statistiche transitorie sui tassi di interesse al dettaglio nell'area dell'euro pubblicate nel Bollettino mensile dal gennaio 1999.

La sezione 4.6 riporta i tassi di interesse del mercato monetario per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Per l'area dell'euro è coperta un'ampia gamma di tassi di interesse del mercato monetario, da quelli sui depositi a vista a quelli sui depositi a dodici mesi. Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Ad eccezione del tasso *overnight* precedente a gennaio 1999, i dati mensili, trimestrali e annuali sono medie nel periodo indicato. I tassi sui depositi a vista sono rappresentati dai tassi di interesse di fine periodo del mercato interbancario fino a dicembre 1998 incluso e successivamente da medie di periodo dell'Eonia (*euro overnight index average*). I tassi sui depositi a uno, tre, sei e dodici mesi sono rappresentati dai tassi interbancari lettera (Euribor) dal gennaio 1999; fino al dicembre 1998, dai tassi interbancari lettera sul mercato di Londra (Libor), laddove disponibili. Per gli Stati Uniti e il Giappone i tassi di interesse sui depositi a tre mesi sono rappresentati dal Libor.

La sezione 4.7 presenta i tassi di fine periodo stimati sulla base della curva dei rendimenti nominali a breve dei titoli di debito denominati in euro con *rating* AAA emessi dalle amministrazioni centrali dell'area dell'euro. Le curve dei rendimenti sono stimate sulla base del modello di Svensson<sup>5)</sup>. Sono disponibili anche gli *spread* tra i tassi a dieci anni e i tassi a tre mesi e a due anni. Ulteriori curve dei rendimenti (pubblicate giornalmente e corredate di figure e tavole) sono

5) Svensson, L. E. (1994), *Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994*, CEPR, Discussion Papers n. 1051, Centre for Economic Policy Research, Londra, 1994.

disponibili all'indirizzo internet <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>, dal quale è altresì possibile scaricare i dati giornalieri.

La sezione 4.8 riporta gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Giappone.

### **I PREZZI, LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO**

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sugli indicatori di costo del lavoro, sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio, sulle immatricolazioni di nuove autovetture e sull'occupazione in termini di ore lavorate sono corrette per tenere conto del numero delle giornate lavorative.

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (tavola 1 della sezione 5.1) è disponibile a partire dal 1995. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. La scomposizione per categorie di beni e servizi è derivata dalla classificazione dei consumi individuali per finalità (Coicop/IAPC). Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La sezione comprende anche dati relativi allo IAPC destagionalizzato e stime provvisorie dei prezzi amministrati basate sullo IAPC, entrambi compilati dalla BCE.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio (sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n. 1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine<sup>6)</sup>. A partire da gennaio 2009, per la produzione di statistiche di breve termine è stata utilizzata la 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.

Il 9 dicembre il Consiglio direttivo ha adottato l'Indirizzo BCE/2011/2317 sugli obblighi di segnalazione statistica della BCE nel settore delle statistiche esterne. Questo atto giuridico stabilisce nuovi obblighi di segnalazione concernenti le statistiche sull'estero, che riflettono principalmente variazioni metodologiche introdotte nella sesta edizione del Manuale di bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero dell'FMI (BPM6). La BCE comincerà a pubblicare nel 2014, con serie storiche ricostruite, la bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e la posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) dell'area dell'euro nonché le statistiche relative alle riserve internazionali ai sensi dell'Indirizzo BCE/2011/23 e del BPM6.

Le tavole delle sezioni 7.1 e 7.4 seguono le convenzioni del Manuale dell'FMI sulla bilancia

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.

17) G.U. L. 65 del 3.3.2012, pag. 1.

dei pagamenti: avanzi nel conto corrente e nel conto capitale sono riportati con un segno positivo, mentre nel conto finanziario un segno positivo indica un incremento delle passività o un decremento delle attività. Nelle tavole della sezione 7.2 sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate con un segno positivo. Inoltre, a partire dal numero di febbraio 2008 di questo Bollettino, la struttura delle tavole della sezione 7.3 è stata modificata al fine di consentire una presentazione contestuale dei dati sulla bilancia dei pagamenti, della posizione patrimoniale sull'estero e dei relativi tassi di crescita; nelle nuove tavole, le transazioni in attività e passività che producono un incremento delle posizioni sono indicate con un segno positivo.

Le statistiche sulla b.d.p. dell'area dell'euro sono compilate dalla BCE. I dati mensili relativi ai periodi più recenti sono da considerarsi provvisori; essi vengono rivisti al momento dell'uscita del dato relativo al mese successivo e/o della pubblicazione dei dati trimestrali dettagliati di b.d.p. I dati precedenti vengono rivisti periodicamente o in conseguenza di cambiamenti nella metodologia di compilazione del dato alla fonte.

Nella sezione 7.2, la tavola 1 riporta anche dati di conto corrente corretti per la stagionalità. Laddove necessario, i dati sono corretti per tenere conto anche degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni bisestili e della Pasqua. La tavola 3 della sezione 7.2 e la tavola 9 della sezione 7.3 forniscono una scomposizione della b.p.d. e della posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro nei confronti dei principali paesi partner, presi singolarmente o come gruppo, operando una distinzione tra stati membri dell'UE che non hanno adottato l'euro e aree o paesi non appartenenti all'Unione europea. La scomposizione riporta inoltre le transazioni e le posizioni nei confronti delle istituzioni dell'UE (le quali, a parte la BCE, vengono trattate statisticamente come poste al di fuori dell'area dell'euro a prescindere dalla loro collocazione fisica) e, per determinate finalità, anche nei confronti di centri *offshore* e organizzazioni internazionali. Le transazioni e le posizioni rela-

tive 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 destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della tavola 1 nella sezione 7.5 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic categories – BEC) e corrisponde alla classificazione elementare dei beni nel Sistema dei conti nazionali. Le definizioni di beni manufatti (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) sono coerenti con la definizione del SITC rev. 4. Nella scomposizione geografica (tavola 3 nella sezione 7.5) sono riportati i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali. La Cina non comprende Hong Kong. Per effetto di differenze riguardanti definizioni, classificazione, copertura e tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio estero, e in particolare alle importazioni, non sono del tutto confrontabili con la voce “beni” delle statistiche di bilancia dei pagamenti (cfr. sezioni 7.1 e 7.2). Una parte della discrepanza è attribuibile, nei dati relativi al commercio estero, all’inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nei dati relativi ai beni importati.

I prezzi all'importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (o prezzi industriali dell'output per il mercato non interno) riportati nella tavola 2, sezione 7.5 sono stati introdotti dal Regolamento (CE) n. 1158/2005 del Parlamento europeo e del Consiglio del 6 luglio 2005 che modifica il regolamento (CE) n. 1165/98 del Consiglio, e che rappresenta il principale riferimento normativo per le statistiche a breve termine. L'indice dei prezzi all'importazione dei beni industriali include i beni industriali importati dall'esterno dell'area dell'euro inclusi nelle sezioni da B a E della Classificazione statistica dei prodotti associata alle attività nella Comunità economica europea e tutti i settori istituzionali degli importatori, fatta eccezione per le famiglie, le pubbliche amministrazioni e le istituzioni senza scopo di lucro. L'indice riflette il prezzo di costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore al netto di dazi e imposte, e si riferisce alle effettive transazioni in euro registrate una volta trasferita la proprietà dei beni. I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono a tutti i prodotti industriali esportati direttamente da produttori dell'area dell'euro verso il mercato esterno all'area dell'euro inclusi nelle sezioni da B a E del NACE Rev. 2. Non sono incluse le esportazioni e le riesportazioni da parte di grossisti. Gli indici riflettono il prezzo f.o.b. (*free on board*) espresso in euro e calcolato ai confini dell'area dell'euro, incluso le imposte indirette e fatta eccezione per l'IVA e altre imposte deducibili. I prezzi all'importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni seguono la classificazione dei Raggruppamenti principali di industrie (RPI) definiti nel Regolamento (CE) della Commissione n. 656/2007 del 14 giugno 2007. Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 11 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

## TASSI DI CAMBIO

Nella sezione 8.1 sono riportati gli indici dei tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro, reali e nominali, calcolati dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali nei confronti delle valute di alcuni partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva indica

un apprezzamento dell'euro. I pesi sono basati sul commercio di beni manufatti con i paesi partner commerciali nei periodi 1995-1997, 1998-2000, 2001-2003, 2004-2006, 2007-2009, 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 cinque 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'18 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 tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento

marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 2,00 e allo 0,50 per cento, a decorrere dal 13 aprile 2011.

## **5 MAGGIO 2011**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,25, al 2,00 e allo 0,50 per cento.

## **9 GIUGNO 2011**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,25, al 2,00 e allo 0,50 per cento. Ha inoltre deciso, per quanto riguarda le procedure d'asta e le modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino all'11 ottobre 2011, di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

## **7 LUGLIO 2011**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, all'1,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento 13 luglio 2011. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 2,25 e allo 0,75 per cento, a decorrere dal 13 luglio 2011.

## **4 AGOSTO 2011**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,50, al 2,25 e allo 0,75 per cento. Decide inoltre di adottare diverse misure per far fronte al-

le 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.

#### **9 FEBBRAIO 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. Inoltre, approva criteri di idoneità e misure di controllo del rischio specifici nazionali ai fini dell'ammissione temporanea in alcuni paesi di crediti aggiuntivi come garanzia nelle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema.



**8 MARZO, 4 APRILE E 3 MAGGIO 2012**

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.



## 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.