



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

01 | 2013

02 | 2013

03 | 2013

04 | 2013

05 | 2013

06 | 2013

07 | 2013

08 | 2013

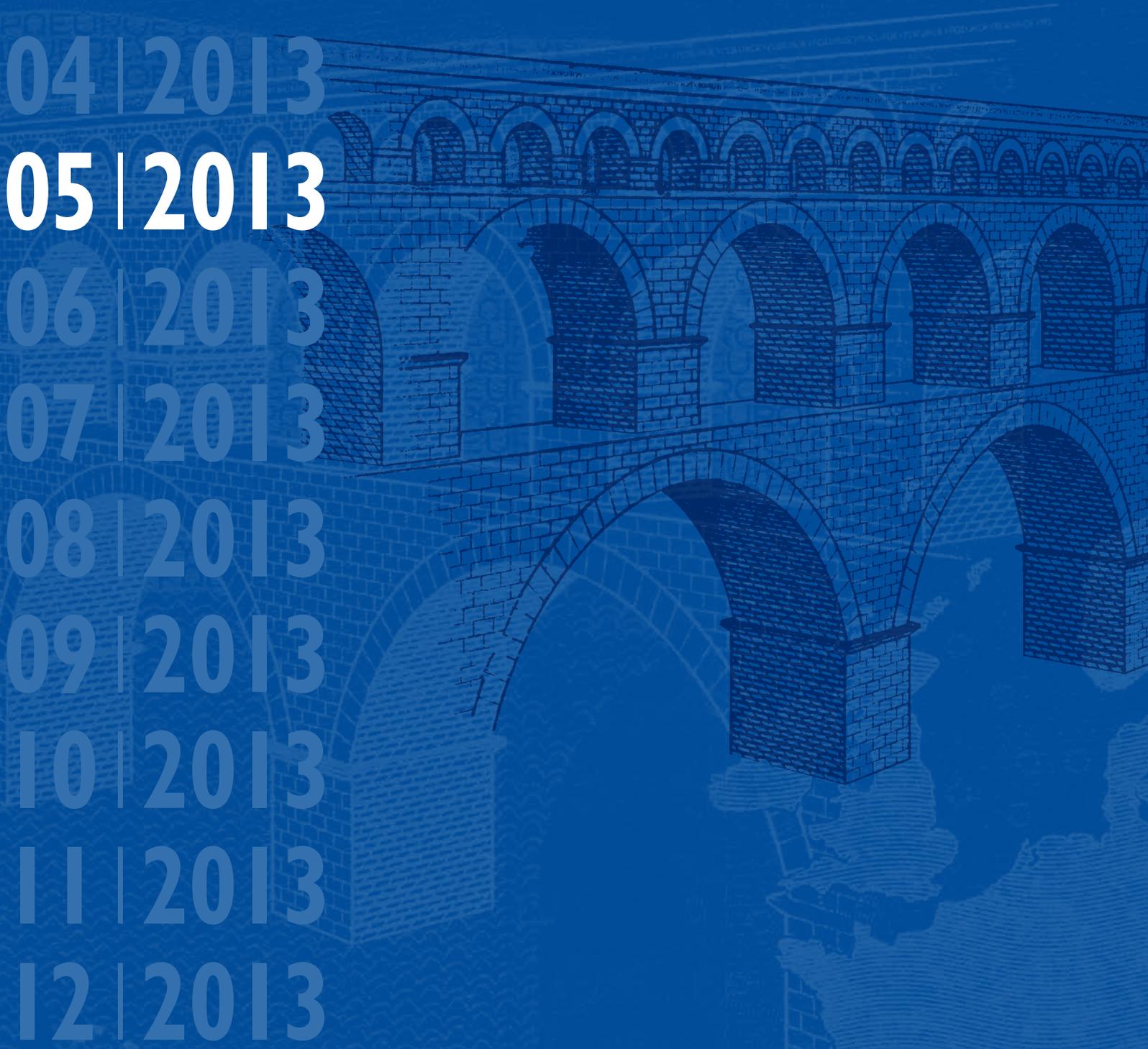
09 | 2013

10 | 2013

11 | 2013

12 | 2013

**BOLLETTINO MENSILE
MAGGIO**





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



BOLLETTINO MENSILE MAGGIO 2013

Nel 2013 tutte
le pubblicazioni della BCE
saranno caratterizzate
da un motivo tratto
dalla banconota
da 5 euro

© Banca centrale europea, 2013

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 30 aprile 2013.*

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

*Stampato nel mese di maggio 2013
presso la Divisione Editoria e stampa
della Banca d'Italia in Roma.*



INDICE

EDITORIALE

5

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

1 Il contesto esterno all'area dell'euro

9

Riquadro 1 L'influenza delle catene produttive mondiali sul profilo degli scambi internazionali

10

2 Gli andamenti monetari e finanziari

19

Riquadro 2 Risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il primo trimestre del 2013

23

Riquadro 3 I risultati dell'indagine sull'accesso al credito delle piccole e medie imprese nell'area dell'euro per il periodo da ottobre 2012 a marzo 2013

43

Riquadro 4 I conti integrati dell'area dell'euro per il quarto trimestre 2012

47

3 Prezzi e costi

53

Riquadro 5 Andamenti recenti dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro

58

Riquadro 6 Risultati della *Survey of Professional Forecasters* della BCE per il secondo trimestre del 2013

60

4 La produzione, la domanda e il mercato del lavoro

65

Riquadro 7 La procedura per gli squilibri macroeconomici attuata nel 2013

65

Riquadro 8 Analisi delle dinamiche degli investimenti residenziali

68

ARTICOLI

Una valutazione delle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema

75

L'aggiustamento nei paesi dell'area dell'euro: lo stato delle cose

89

I saldi Target e le operazioni di politica monetaria

107

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO

SI

ALLEGATI

Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema

I

Pubblicazioni prodotte dalla Banca centrale europea

V

Glossario

VII

SIGLARIO

PAESI

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

ALTRE

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

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



EDITORIALE

Nella riunione del 2 maggio, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, allo 0,50 per cento, e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 50 punti base, all'1,00 per cento. Il tasso sui depositi presso la banca centrale è stato mantenuto invariato, allo 0,00 per cento. Tali decisioni sono coerenti con le contenute pressioni di fondo sui prezzi nel medio termine. Le aspettative di inflazione per l'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. Conformemente con questo quadro, la dinamica monetaria e quella dei prestiti restano moderate. Allo stesso tempo la debolezza del clima di fiducia si è protratta fino alla primavera di quest'anno. La riduzione dei tassi di interesse dovrebbe contribuire a sostenere le prospettive di ripresa nel prosieguo dell'anno. In tale contesto generale l'orientamento di politica monetaria resterà accomodante fintantoché necessario. Nel prossimo periodo il Consiglio direttivo seguirà con molta attenzione tutte le nuove informazioni sugli andamenti economici e monetari e valuterà l'eventuale impatto sulle prospettive per la stabilità dei prezzi.

Il Consiglio direttivo segue con attenzione le condizioni del mercato monetario e il loro potenziale impatto sull'orientamento di politica monetaria e sulla sua trasmissione all'economia. In tale contesto, nella riunione del 2 maggio il Consiglio direttivo ha deciso di continuare a condurre le operazioni di rifinanziamento principali (ORP) mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti, finché ciò sarà necessario e almeno sino al termine del sesto periodo di mantenimento del 2014, l'8 luglio dello stesso anno. Questa procedura resterà in vigore anche per le operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento, che continueranno a essere svolte finché necessario e quanto meno sino al termine del secondo trimestre del 2014. A queste ultime operazioni si applicherà un tasso fisso pari a quello sull'ORP effettuata contestualmente. Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di effettuare tramite aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza a tre mesi e aggiudicazione entro la fine del secondo trimestre del 2014. A ciascuna di queste si applicherà un tasso pari alla media dei tassi sulle ORP eseguite nell'arco della durata della rispettiva operazione.

Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di avviare consultazioni con altri organismi europei sulle iniziative volte a promuovere il funzionamento del mercato dei titoli emessi a seguito della cartolarizzazione di prestiti alle società non finanziarie.

Allo stesso tempo, è fondamentale che i governi intensifichino l'attuazione delle riforme strutturali a livello nazionale, basandosi sui progressi compiuti nel risanamento dei conti pubblici e proseguendo le ricapitalizzazioni bancarie ove necessario. In aggiunta, dovrebbero mantenere lo slancio verso la creazione di un'autentica Unione economica e monetaria, compresa la rapida realizzazione dell'unione bancaria.

Per quanto riguarda l'analisi economica, il PIL in termini reali ha registrato una contrazione dello 0,6 per cento nel quarto trimestre del 2012, dopo il calo dello 0,1 del terzo trimestre. Il prodotto è quindi diminuito per cinque trimestri consecutivi. Nell'insieme le condizioni nel mercato del lavoro rimangono deboli. Il recente andamento degli indicatori di breve periodo, in particolare i risultati delle indagini congiunturali, segnala che la debolezza del clima di fiducia si è protratta fino alla primavera di quest'anno. In prospettiva, la crescita delle esportazioni dell'area dell'euro dovrebbe beneficiare del recupero della domanda mondiale, mentre l'orientamento di politica monetaria dovrebbe contribuire a sostenere la domanda interna. In aggiunta, il miglioramento osservato nei mercati finanziari dopo l'estate scorsa dovrebbe trasmettersi all'economia reale. Allo stesso tem-

po, l'attività economica continuerà a risentire degli aggiustamenti di bilancio necessari nei settori pubblico e privato. Nel complesso, nell'area dell'euro l'attività economica dovrebbe stabilizzarsi e recuperare gradualmente nella seconda parte dell'anno.

I rischi per le prospettive economiche dell'area dell'euro restano orientati al ribasso e includono la possibilità di una domanda, sia interna sia mondiale, ancor più debole delle attese, nonché una lenta o insufficiente attuazione delle riforme strutturali nell'area. Questi fattori potrebbero ripercuotersi sul clima di fiducia e quindi ritardare la ripresa economica.

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è scesa all'1,2 per cento in aprile, rispetto all'1,7 di marzo. La diminuzione riflette il significativo calo dei prezzi dell'energia, ma anche il sensibile effetto transitorio sul tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei servizi dovuto alla diversa cadenza delle festività pasquali di quest'anno. Il tasso di inflazione potrebbe restare soggetto a una certa variabilità per tutto l'anno. In prospettiva, la tendenza di fondo dei prezzi dovrebbe proseguire e, nel medio periodo, le aspettative di inflazione restano saldamente ancorate in linea con la stabilità dei prezzi.

Tenuto conto delle decisioni del Consiglio direttivo, i rischi per le prospettive sull'andamento dei prezzi sono sostanzialmente bilanciati nel medio periodo. I rischi al rialzo sono connessi a incrementi superiori alle attese dei prezzi amministrati e delle imposte indirette, nonché ai rincari delle materie prime, mentre quelli al ribasso sono legati alla maggiore debolezza dell'attività economica.

Passando all'analisi monetaria, i dati recenti confermano che il ritmo dell'espansione monetaria di fondo rimane moderato. La crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio è diminuita in marzo, portandosi al 2,6 per cento dal 3,1 di febbraio. Il tasso di espansione dell'aggregato monetario ristretto M1 si è collocato al 7,1 per cento in marzo, registrando un ulteriore lieve incremento dovuto alla protratta preferenza per gli strumenti più liquidi compresi in M3. Nello stesso mese i depositi dei residenti hanno continuato ad aumentare nella maggior parte dei paesi sottoposti a tensioni.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) alle società non finanziarie e alle famiglie è rimasto sostanzialmente invariato dal volgere dell'anno, collocandosi in marzo al -1,3 e allo 0,4 per cento rispettivamente. La moderata dinamica dei prestiti riflette in gran parte l'attuale fase del ciclo economico, l'accresciuto rischio di credito e l'aggiustamento in atto nei bilanci dei settori finanziario e non finanziario. La recente edizione dell'indagine sul credito bancario ha confermato la debolezza della domanda di prestiti nell'area dell'euro. Sebbene pervengano segnali di stabilizzazione, l'indagine sull'accesso al finanziamento delle piccole e medie imprese (PMI) nell'area dell'euro indica il perdurare di condizioni di credito restrittive, soprattutto per le PMI in diversi paesi dell'area. Inoltre, secondo le informazioni disponibili, i rischi percepiti dalle banche sarebbero elevati.

Per assicurare un'appropriata trasmissione della politica monetaria alle condizioni di finanziamento nei paesi dell'area dell'euro è essenziale continuare a ridurre ulteriormente la frammentazione dei mercati creditizi dell'area e consolidare la capacità di tenuta delle banche, ove necessario. Dalla scorsa estate si sono compiuti progressi nel miglioramento della situazione della provvista bancaria, nel rafforzamento della raccolta interna nei paesi soggetti a tensioni e nella riduzione del ricorso all'Eurosistema, come riflettono i rimborsi delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre anni. L'attuazione di ulteriori interventi decisivi per realizzare l'unione bancaria contribuirà al conseguimento di questo obiettivo. In particolare, il Consiglio direttivo rileva

che il futuro meccanismo di vigilanza unico e il meccanismo di risoluzione unico rappresentano elementi d'importanza cruciale per una rinnovata integrazione del sistema bancario e quindi richiedono una rapida attuazione.

In sintesi, tenuto conto delle decisioni assunte il 2 maggio dal Consiglio direttivo, l'analisi economica indica che l'evoluzione dei prezzi dovrebbe permanere in linea con la relativa definizione di stabilità nel medio periodo. La verifica incrociata con i segnali dell'analisi monetaria conferma questo scenario.

Quanto alle politiche di bilancio, i dati sul disavanzo e sul debito notificati in primavera dai paesi dell'area dell'euro indicano che il rapporto medio tra disavanzo pubblico e PIL è diminuito dal 4,2 per cento del 2011 al 3,7 del 2012. Nello stesso periodo il debito pubblico è aumentato in media dall'87,3 al 90,6 per cento del PIL. Per riportare il rapporto debito/PIL su un percorso discendente, i paesi dell'area non dovrebbero vanificare gli sforzi per ridurre i disavanzi di bilancio, bensì ove necessario adottare ulteriori provvedimenti legislativi oppure attuare rapidamente le riforme strutturali, in modo che la sostenibilità dei conti pubblici e il potenziale di crescita economica si rafforzino reciprocamente. Tali riforme strutturali dovrebbero essere tese a migliorare la competitività e la capacità di aggiustamento, nonché a promuovere la crescita sostenibile e l'occupazione.

Questo numero del Bollettino contiene tre articoli. Il primo esamina la capacità previsiva delle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema fin dalla loro prima pubblicazione nel 2000. Il secondo analizza l'andamento degli squilibri interni ed esterni dei paesi dell'area dell'euro dopo l'inizio della crisi finanziaria mondiale nel 2008-2009, al fine di valutare i progressi finora compiuti nel processo di aggiustamento. Il terzo illustra come, a fronte delle disfunzioni dei mercati della raccolta bancaria, siano stati registrati ampi saldi Target quando la BCE faceva fronte al fabbisogno di liquidità delle banche solventi e spiega che i saldi Target sono una manifestazione delle tensioni sottostanti nell'Unione economica e monetaria.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

Anche se le condizioni nei mercati finanziari mondiali sono migliorate, e le indagini congiunturali forniscono ulteriori segnali di stabilizzazione del clima di fiducia delle imprese, le prospettive per l'economia mondiale rimangono incerte e i progressi saranno probabilmente lenti e frammentari. La ripresa globale dovrebbe mantenersi ancora modesta, disforme tra regioni e fragile. L'inflazione è scesa ulteriormente nella maggioranza delle economie avanzate a marzo, mentre i prezzi al consumo hanno seguito andamenti contrastanti nelle economie emergenti negli ultimi mesi.

I.1 ATTIVITÀ ECONOMICA E COMMERCIO MONDIALE

La ripresa mondiale rimane modesta, fragile e disforme tra le diverse regioni economiche. Le condizioni nei mercati finanziari internazionali sono migliorate e gli indicatori delle indagini congiunturali mostrano una stabilizzazione del clima di fiducia delle imprese. In marzo l'indice complessivo dei responsabili degli acquisti (PMI) è salito lievemente (a 53,1, da 52,9 in febbraio), grazie all'ulteriore espansione nei settori manifatturiero e dei servizi, e quello calcolato escludendo l'area dell'euro è anch'esso aumentato (portandosi da 53,9 a 54,5) (cfr. figura 1). Nelle economie avanzate, la ripresa resterà probabilmente disomogenea e moderata e si prevede ancora che l'attività acceleri solo gradualmente per l'azione di freno esercitata dal processo di aggiustamento dei bilanci, dall'inasprimento fiscale e dalle condizioni di credito tuttora restrittive. Nei paesi emergenti l'attività si sta già intensificando e dovrebbe mantenersi più robusta che in quelli avanzati, anche se non è ancora tornata a registrare i tassi di espansione osservati prima dell'inizio della crisi finanziaria mondiale.

Gli indicatori mondiali anticipatori del ciclo continuano ad evidenziare segnali di miglioramento, mostrando che l'economia mondiale seguirà a espandersi a ritmi modesti. Indicatori relativi ai singoli paesi delineano tuttavia un quadro meno positivo, il che sottolinea la fragilità della ripresa.

Figura 1 PMI del prodotto mondiale (esclusa l'area dell'euro)

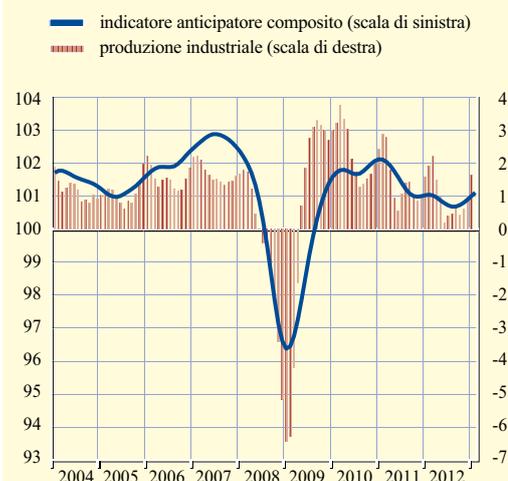
(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Markit.

Figura 2 Indicatore anticipatore composito e produzione industriale

(scala di sinistra: media dell'indice normalizzato = 100; scala di destra: variazioni percentuali sui tre mesi precedenti)



Fonti: OCSE, elaborazioni della BCE.

Note: l'indicatore composito è relativo ai paesi OCSE più Brasile, Cina, India, Indonesia, Russia e Sudafrica. La linea orizzontale, corrispondente al valore 100, rappresenta la tendenza dell'attività economica. La produzione industriale è relativa ai paesi summenzionati tranne l'Indonesia.

La componente del PMI complessivo mondiale (esclusa l'area dell'euro) riguardante i nuovi ordinativi è diminuita lievemente in marzo (a 53,8), pur mantenendosi in territorio positivo, e il suo valore medio nei primi tre mesi del 2013 è rimasto complessivamente superiore a quello dell'ultimo trimestre del 2012. L'indicatore mondiale (esclusa l'area dell'euro) concernente i nuovi ordinativi dall'estero ha raggiunto a marzo il valore di 51,5, superando dopo quasi un anno la soglia tra contrazione ed espansione, e suggerendo una graduale accelerazione nell'interscambio mondiale. Il riquadro 1 illustra sinteticamente l'importanza delle catene produttive per il commercio mondiale e l'impatto delle stesse sul prodotto nell'area dell'euro. A febbraio 2013 l'indicatore anticipatore composito dell'OCSE, concepito per anticipare i punti di svolta dell'attività economica rispetto al trend, è migliorato per il sesto mese consecutivo e continua a segnalare un consolidamento della crescita nell'area nel suo insieme (cfr. figura 2). Gli indicatori relativi ai singoli paesi evidenziano ancora profili divergenti tra le principali economie.

I rischi per le prospettive mondiali restano orientati verso il basso e riguardano la possibilità di una domanda mondiale più debole del previsto, gli effetti di una lenta o insufficiente attuazione delle riforme strutturali nell'area dell'euro, i problemi geopolitici e gli squilibri nei principali paesi industriali, che potrebbero influire sugli andamenti mondiali delle materie prime e dei mercati finanziari.

Riquadro 1

L'INFLUENZA DELLE CATENE PRODUTTIVE MONDIALI SUL PROFILO DEGLI SCAMBI INTERNAZIONALI

Il commercio internazionale è profondamente mutato negli ultimi decenni. La sua incidenza sul prodotto mondiale è salita nettamente e i legami tra paesi sono divenuti più intensi e complessi, in particolare attraverso il ruolo crescente delle catene produttive globali. Tali cambiamenti sono rilevanti per comprendere il contesto internazionale e, in ultima istanza, la domanda mondiale di esportazioni dell'area dell'euro. Per valutare la domanda estera, occorre tenere conto di variazioni nel quadro degli scambi quali l'aumento del commercio intraregionale (ad esempio, tra le economie asiatiche) e dell'importanza dei legami commerciali indiretti. Due nuove serie di dati di recente pubblicazione sostengono tale analisi fornendo una chiave di lettura della rete di collegamenti commerciali tra paesi che considera le interdipendenze tra *input* e *output* su scala mondiale¹⁾. Basandosi su questi dati, il presente riquadro illustra l'importanza delle catene produttive per gli scambi internazionali e l'effetto delle stesse sulle esportazioni dell'area dell'euro.

I canali della domanda mondiale di esportazioni dell'area dell'euro

Le tavole *input-output* offrono l'importante vantaggio di rendere possibile una distinzione tra il commercio lordo e il commercio calcolato in termini di valore aggiunto domestico. Ciascun produttore all'interno di una catena produttiva acquista *input*, aggiunge loro del valore e trasferisce il risultato alla fase successiva. Poiché le statistiche commerciali ufficiali sono elaborate su base lorda, includendo sia i beni intermedi sia quelli finali, risentono di duplicazioni contabili dovute alla registrazione degli *input* intermedi a ogni attraversamento di confini nazionali lungo la catena.

1) Il *World Input-Output Database* fornisce tavole annuali integrate di *input-output* per 35 settori di 41 paesi tra il 1995 e il 2009. La prima pubblicazione della serie separata di dati nel quadro dell'iniziativa *Trade in Value Added*, una collaborazione tra l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico e l'Organizzazione mondiale per il commercio, fornisce indicatori basati su tavole *input-output* su scala mondiale per il 2005, il 2008 e il 2009.

I due metodi di calcolo possono dare origine a risultati sensibilmente diversi, specie nel caso degli scambi con i principali partner commerciali dell'area dell'euro. La figura A considera le esportazioni dell'area verso un gruppo ristretto di paesi esterni ad essa nel 2009 e mette a confronto il dato lordo con quello calcolato in termini di valore aggiunto, che esclude il contenuto estero (vale a dire, di importazioni) e tiene conto dei legami commerciali attraverso paesi terzi. Per destinazioni quali Regno Unito, Cina e i paesi dell'Europa centrale e orientale²⁾, il primo dato risulta superiore rispettivamente del 53, 40 e 88 per cento al secondo.

La suddetta differenza è riconducibile in larga parte all'integrazione delle catene produttive mondiali. In questo contesto risulta utile considerare quattro canali commerciali, intendendo per commercio le esportazioni di beni e servizi dell'area dell'euro calcolate in termini di valore aggiunto³⁾. Nel primo, i beni sono esportati come prodotti finiti e consumati direttamente nel paese di importazione (come lo *champagne*, prodotto in Francia e bevuto nel paese di destinazione). Nel secondo vengono esportati come prodotti intermedi, che sono prima trasformati e poi consumati nel paese di importazione (è il caso del cacao, importato per produrre cioccolato da consumare internamente). Nel terzo, i beni intermedi esportati sono trasformati nel paese di importazione e successivamente riesportati altrove (succede ad esempio con i semiconduttori, importati dal Giappone alla Cina e poi esportati sotto forma di prodotti elettronici). Nell'ultimo, i beni intermedi vengono trasformati nel paese di importazione e poi reimportati in quello di origine come prodotti finiti (vale per l'*iPhone*, assemblato in Cina ma contenente una percentuale di valore aggiunto statunitense).

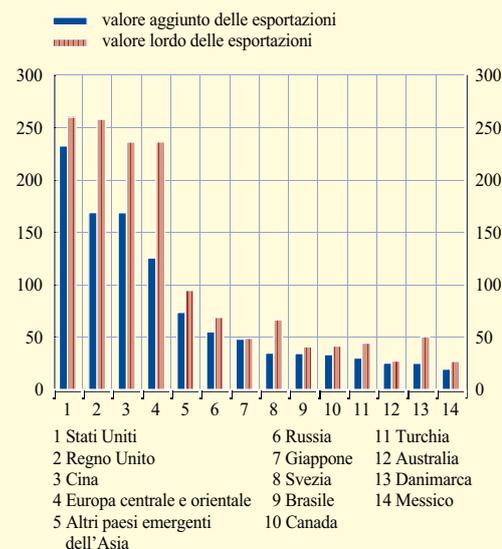
La tavola mostra i dieci destinatari principali delle esportazioni (misurate in termini di valore aggiunto domestico) dell'area dell'euro per ciascuno dei quattro canali individuati in precedenza. Regno Unito, Stati Uniti e – in misura inferiore – Cina sono i maggiori importatori di beni (e servizi) finali. Le stesse economie si trovano ai primi tre posti della graduatoria relativa al canale dei beni intermedi trasformati e consumati nel paese di importazione. Cina, Regno Unito, Repubblica Ceca e Polonia risultano, nell'ordine, i principali destinatari dei beni intermedi trasformati nel paese di importazione e successivamente esportati in paesi terzi. Cina, Regno Unito e i paesi dell'Europa centrale e orientale sono i maggiori centri di trasformazione di questi beni intermedi. La percentuale di esportazioni che torna nell'area dell'euro (ad esempio, le componenti dell'*iPhone* fabbricate nell'area) è molto ridotta.

2) Per "paesi dell'Europa centrale e orientale" si intendono: Bulgaria, Lettonia, Lituania, Polonia, Romania e Ungheria.

3) Questo riquadro approfondisce la metodologia e i risultati di Koopman, R., Powers, W., Wang, Z. e Wei, S., "Give Credit Where Credit Is Due: Tracing Value Added in Global Production Chains", Working Paper dell'NBER, n. 16426, The National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, settembre 2010.

Figura A Valore aggiunto e valore lordo delle esportazioni dell'area dell'euro nel 2009

(miliardi di dollari statunitensi)



Fonti: *World Input-Output Database* ed elaborazioni della BCE.
Nota: per "altri paesi emergenti dell'Asia" si intendono Corea del Sud, India, Indonesia e Taiwan.

Le dieci destinazioni principali delle esportazioni di beni dell'area dell'euro nel 2009

(in base al valore aggiunto delle esportazioni dell'area dell'euro, calcolato in termini nominali ed espresso in dollari statunitensi)

a) Beni finali

Graduatoria nel 2009	Graduatoria nel 1995	Percentuale delle esportazioni totali
1 Stati Uniti	2	3,3
2 Regno Unito	1	3,3
3 Cina	7	2,1
4 Russia	4	1,3
5 Polonia	14	0,8
6 Giappone	3	0,8
7 Svezia	5	0,7
8 Turchia	13	0,5
9 Repubblica Ceca	12	0,5
10 Danimarca	6	0,5

b) Beni intermedi assorbiti nel paese

Graduatoria nel 2009	Graduatoria nel 1995	Percentuale delle esportazioni totali
1 Stati Uniti	1	3,6
2 Cina	8	3,3
3 Regno Unito	2	2,7
4 Polonia	14	0,8
5 Brasile	4	0,8
6 Russia	7	0,5
7 Svezia	5	0,5
8 Repubblica Ceca	17	0,5
9 Canada	13	0,5
10 Turchia	9	0,5

c) Beni intermedi riesportati verso paesi terzi

Graduatoria nel 2009	Graduatoria nel 1995	Percentuale delle esportazioni totali
1 Cina	10	1,7
2 Regno Unito	1	1,2
3 Repubblica Ceca	7	0,7
4 Polonia	11	0,6
5 Svezia	3	0,6
6 Danimarca	4	0,6
7 Stati Uniti	2	0,6
8 Ungheria	14	0,5
9 Corea del Sud	8	0,4
10 Canada	6	0,2

d) Beni intermedi rientrati nell'area dell'euro

Graduatoria nel 2009	Graduatoria nel 1995	Percentuale delle esportazioni totali
1 Repubblica Ceca	2	0,1
2 Polonia	5	0,1
3 Regno Unito	1	0,1
4 Cina	13	0,1
5 Ungheria	7	0,1
6 Danimarca	4	0,0
7 Svezia	3	0,0
8 Stati Uniti	6	0,0
9 Turchia	8	0,0
10 Romania	11	0,0

Fonti: *World Input-Output Database* ed elaborazioni della BCE.

Note: la distinzione per canali commerciali presentata nelle tabelle si basa sulla componente di valore aggiunto domestico delle esportazioni lorde (cfr. Kooman et al., 2010). L'ultima colonna di ciascuna tabella mostra l'incidenza percentuale di ciascun paese sul valore aggiunto interno totale delle esportazioni dell'area dell'euro nel canale considerato. Di conseguenza, per ottenere la quota delle esportazioni totali dell'area dell'euro misurate in termini di valore aggiunto riferibile ad esempio agli Stati Uniti occorrerà sommare i quattro valori relativi a tale paese. Inoltre, una componente delle esportazioni lorde che non viene riportata nella tavola è rappresentata dal valore aggiunto nei paesi terzi (ricongruibile ai prodotti intermedi importati nell'area e successivamente riesportati). Per l'elevato contenuto di importazioni delle esportazioni dell'area, tale componente può risultare considerevole.

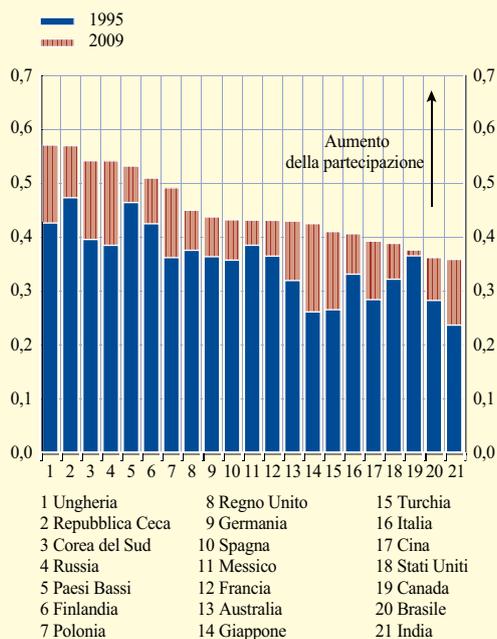
Questa distinzione fra canali permette di meglio comprendere gli shock dal lato della domanda nelle varie regioni del mondo. L'impatto sull'area dell'euro di uno shock riguardante la domanda interna in un paese (come gli Stati Uniti) che assorbe direttamente un quantitativo considerevole di esportazioni dell'area (attraverso il primo e il secondo canale) sarà superiore a quello di uno shock di entità analoga in un'economia (come la Repubblica Ceca e la Polonia) che funge, in misura significativa, da centro di trasformazione di beni intermedi prodotti nell'area (attraverso il terzo e il quarto canale). Infatti, in quest'ultima categoria di paesi, la domanda di importazioni dipende più dalla domanda delle economie destinatarie delle esportazioni che da quella interna.

Una descrizione delle catene produttive mondiali

Le tavole *input-output* possono essere utilizzate anche per descrivere più in generale il fenomeno delle catene produttive mondiali e la partecipazione dei singoli paesi alle stesse. Quest'ultima comporta attività sia "a monte" sia "a valle": le economie a monte esportano beni intermedi in quelle a valle, che vi aggiungono valore ai fini di una successiva esportazione. Pertanto, un livello elevato di partecipazione alle catene produttive mondiali potrebbe deno-

Figura B Partecipazione alle catene produttive mondiali

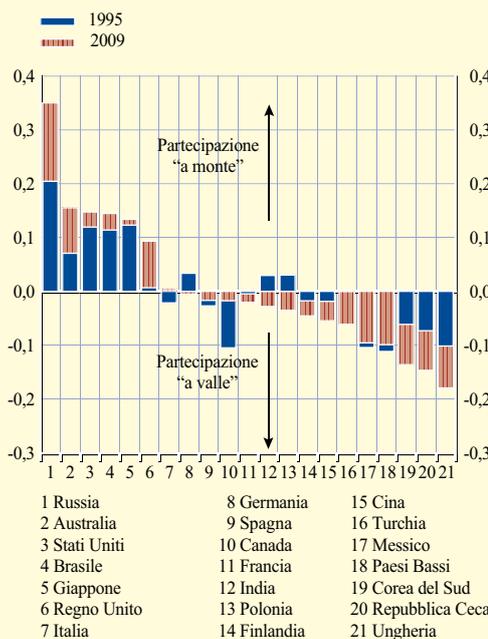
(rapporto)



Fonti: *World Input-Output Database* ed elaborazioni della BCE.
Nota: la figura mostra il rapporto tra la somma del valore aggiunto estero nelle esportazioni lorde di un paese e del valore aggiunto interno degli *input* intermedi nelle esportazioni lorde degli altri paesi e le esportazioni lorde del paese in questione.

Figura C Posizione all'interno delle catene produttive mondiali

(rapporto)



Fonti: *World Input-Output Database* ed elaborazioni della BCE.
Nota: la figura mostra il rapporto logaritmico tra una misura del valore aggiunto interno degli *input* intermedi nelle esportazioni lorde degli altri paesi e il valore aggiunto estero nelle esportazioni lorde del paese considerato.

tare sia un paese le cui esportazioni presentano un alto contenuto di importazioni (produttore a valle) sia uno che esporta beni intermedi successivamente riesportati dal paese importatore (produttore a monte). La posizione di un'economia lungo la catena produttiva può essere definita sinteticamente mettendo a confronto le sue attività a monte con quelle a valle. Dalla figura B, che utilizza questi concetti, si evince come la partecipazione alle catene produttive mondiali sia elevata nel caso dei paesi dell'Europa centrale e orientale⁴⁾ e relativamente bassa in quello della Cina. Quest'ultimo riscontro potenzialmente sorprendente sottolinea il fatto che la Cina è non solo un importante esportatore su scala mondiale ma anche un'economia in cui opera un gran numero di piccole imprese, il cui ricorso a *input* interni è sostanziale. Tra il 1995 e il 2009, il grado di partecipazione alle catene produttive mondiali è aumentato per tutti i paesi. Infine, la figura C – dove è indicata la posizione delle singole economie all'interno di dette catene – mostra come i paesi che producono principalmente materie prime (quali Russia, Brasile e Australia) e beni intermedi (ad esempio, il Giappone) si trovino più a monte e quelli che si concentrano sulla trasformazione o l'assemblaggio di prodotti (come nel caso dei paesi dell'Europa centrale e orientale e della Corea del Sud) si collochino più a valle. Fra il 1995 e il 2009, le economie a monte si sono spostate lievemente verso l'alto e quelle a valle hanno evidenziato un ulteriore movimento verso il basso.

4) Per maggiori dettagli, cfr. Rahman, J. e Zhao, T., "Export Performance in Europe: What Do We Know from Supply Links?", Working Paper dell'FMI, n. 13/62, Fondo monetario internazionale, Washington, D.C., marzo 2013.

Conclusioni

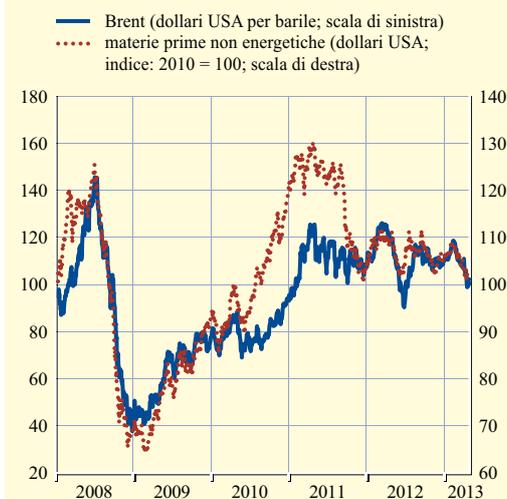
Il presente riquadro mostra che, nonostante le sue limitazioni in termini di modalità di compilazione dei dati e di ipotesi soggiacenti le misure utilizzate, questa forma di analisi può agevolare la comprensione dei flussi mercantili mondiali e le implicazioni degli shock commerciali nel mondo. Dalla scomposizione della domanda estera dell'area dell'euro in quattro canali si evince come le misure degli scambi bilaterali in termini di valore aggiunto possano differire notevolmente da quelle calcolate su base lorda. Il livello di partecipazione alle catene produttive mondiali è cresciuto nel tempo per gran parte dei paesi, mentre le variazioni della posizione relativa degli stessi all'interno di tali catene sono state diverse.

1.2 ANDAMENTI DEI PREZZI A LIVELLO INTERNAZIONALE

A marzo l'inflazione è diminuita in gran parte delle economie avanzate. Nell'area dell'OCSE l'inflazione generale al consumo sui dodici mesi è scesa all'1,6 per cento, dall'1,8 di febbraio, un calo che ha riguardato la generalità dei paesi appartenenti all'organizzazione. Il tasso calcolato al netto dei beni alimentari ed energetici è rimasto invariato nell'insieme dell'OCSE, all'1,6 per cento. L'inflazione è aumentata in diversi paesi emergenti a marzo, ma ha subito una flessione in Cina (cfr. tavola 1).

Per quanto concerne i prezzi dei prodotti energetici, le quotazioni del greggio di qualità Brent hanno subito un calo del 5,6 per cento fra il 1° e il 30 aprile 2013 (cfr. figura 3) e in quest'ultima data risultavano prossime a 103 dollari per barile. I corsi petroliferi hanno continuato a seguire l'andamento discendente iniziato a metà febbraio nel contesto delle preoccupazioni per le

Figura 3 Principali andamenti dei prezzi delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWI.

Tavola 1 Andamenti dei prezzi in alcune economie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	2011	2012	2012			2013		
			ott.	nov.	dic.	gen.	feb.	mar.
OCSE	2,9	2,3	2,2	1,9	1,9	1,7	1,8	1,6
Stati Uniti	3,2	2,1	2,2	1,8	1,7	1,6	2,0	1,5
Giappone	-0,3	0,0	-0,4	-0,2	-0,1	-0,3	-0,7	-0,9
Regno Unito	4,5	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	2,8	2,8
Cina	5,4	2,6	1,7	2,0	2,5	2,0	3,2	2,1
<i>Per memoria:</i>								
Inflazione di fondo dell'OCSE ¹⁾	1,6	1,8	1,7	1,6	1,6	1,5	1,6	1,6

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

1) Al netto della componente alimentare ed energetica.

prospettive della domanda, più deboli rispetto alle attese. Guardando al futuro, si prevede che la domanda mondiale di petrolio diminuisca nel secondo trimestre del 2013 per motivi principalmente riconducibili a fattori stagionali e alla flessione della domanda nelle economie avanzate. Gli operatori si attendono prezzi più bassi nel medio periodo, viste le quotazioni dei contratti *future* con scadenza a dicembre 2013 e dicembre 2014, che si collocano rispettivamente a 100 e 97 dollari al barile.

In aprile i prezzi delle materie prime non energetiche sono scesi lievemente, dell'1,7 per cento in aggregato (cfr. figura 3). Le quotazioni dei metalli hanno subito un calo, mentre quelle dei beni alimentari sono aumentate. Verso la fine di aprile l'indice aggregato dei prezzi in dollari delle materie prime non energetiche era inferiore di circa il 5,5 per cento rispetto a un anno prima.

1.3 ANDAMENTI IN ALCUNE ECONOMIE

STATI UNITI

Negli Stati Uniti la crescita si è rafforzata nel primo trimestre del 2013: la stima preliminare del Bureau of Economic Analysis mostra che il tasso di incremento del PIL in termini reali (sul periodo precedente, in ragione d'anno) è salito al 2,5 per cento, dallo 0,4 del quarto trimestre del 2012. Tale risultato va ricondotto in larga parte alla spesa per consumi personali, il cui aumento (3,2 per cento sul periodo corrispondente, in ragione d'anno) è stato il più elevato degli ultimi due anni, e dal recupero delle scorte. Anche gli investimenti fissi del settore privato hanno fornito un contributo positivo alla crescita del PIL in termini reali, nonostante il netto rallentamento della componente rappresentata dai settori diversi dall'edilizia residenziale. La spesa pubblica ha invece subito un ulteriore calo. Inoltre, il contributo delle esportazioni nette è diventato negativo poiché le importazioni sono cresciute più delle esportazioni. Il reddito personale disponibile in termini reali ha registrato una flessione considerevole, che è stata tuttavia influenzata dalla robusta dinamica dei dividendi distribuiti nel trimestre precedente. Ciò ha fatto scendere il tasso di risparmio personale sul livello più basso del periodo successivo alla crisi, al 2,6 per cento, dal 4,7 dell'ultimo trimestre del 2012.

Gli indicatori economici più recenti relativi agli Stati Uniti sono generalmente deboli, a segnalare una lieve perdita di slancio dell'attività alla fine del primo trimestre. Le imprese hanno frenato le assunzioni di nuovi dipendenti a marzo, poiché l'abbassamento della spesa pubblica ha pesato sulle prospettive dell'economia. Il tasso di disoccupazione è sceso dal 7,7 al 7,6 per cento, il livello più basso del periodo post-crisi, ma tale miglioramento è dovuto in larga parte al calo del tasso di partecipazione alle forze di lavoro. La crescita moderata del reddito personale come conseguenza dell'aumento delle imposte sul lavoro introdotto precedentemente nell'anno, assieme al livello estremamente basso del tasso di risparmio, dovrebbe influire negativamente sui consumi privati nel

Tavola 2 Crescita del PIL in termini reali in alcune economie

(variazioni percentuali)

	2011	Tasso di crescita annuo			2013 1° trim.	Tasso di crescita trimestrale		
		2012	2012 3° trim.	2012 4° trim.		2012 3° trim.	2012 4° trim.	2013 1° trim.
Stati Uniti	1,8	2,2	2,6	1,7	1,8	0,8	0,1	0,6
Giappone	-0,5	2,0	0,4	0,4	-	-0,9	0,0	-
Regno Unito	1,0	0,3	0,4	0,2	0,6	0,9	-0,3	0,3
Cina	9,3	7,8	7,4	7,9	7,7	2,1	2,0	1,6

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

breve periodo. Inoltre, ad aprile il clima di fiducia delle imprese si è deteriorato e questo segnala una lieve perdita di slancio dell'attività economica. Il mercato delle abitazioni continua tuttavia a evidenziare una solida ripresa, in presenza di un aumento delle vendite di alloggi e dei prezzi degli stessi. Gli indicatori recenti sembrano segnalare nell'insieme un indebolimento della crescita nel secondo trimestre, poiché l'economia risentirà maggiormente degli effetti negativi delle riduzioni automatiche della spesa pubblica.

A marzo l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è scesa di 0,5 punti percentuali, all'1,5 per cento, il livello più basso da luglio 2012. Il calo va ricondotto principalmente alla flessione significativa dei prezzi dei beni energetici, che ha in qualche misura controbilanciato il forte aumento di febbraio. Il tasso di variazione dei prezzi dei beni alimentari è diminuito lievemente, all'1,5 per cento, dopo essersi mantenuto stabile all'1,6 per cento nei due mesi precedenti. L'inflazione di fondo è scesa all'1,9 per cento, dal 2,0 di febbraio.

Il 20 marzo 2013 il Federal Open Market Committee (FOMC) ha deciso di mantenere invariato l'obiettivo per il tasso ufficiale sui Federal Funds entro un intervallo compreso fra zero e 0,25 per cento e ha previsto che siano giustificati valori eccezionalmente bassi dello stesso almeno fino a quando la disoccupazione si manterrà al di sopra del 6,5 per cento, l'inflazione a uno-due anni non sarà prevista superiore al 2,5 per cento e le aspettative di inflazione a più lungo termine resteranno ben ancorate. Il FOMC ha deciso di proseguire con gli acquisti di mutui cartolarizzati (*mortgage-backed securities*) delle agenzie al ritmo di 40 miliardi di dollari statunitensi al mese e titoli del Tesoro a più lungo termine per 45 miliardi di dollari al mese.

GIAPPONE

In Giappone, i dati economici di recente pubblicazione continuano a segnalare una graduale ripresa di slancio della crescita agli inizi del 2013. In marzo la produzione industriale è aumentata dello 0,2 per cento rispetto al mese precedente, dopo un incremento rivisto dello 0,6 per cento in febbraio, e questo ha determinato un'espansione di circa l'1,9 per cento per l'insieme del primo trimestre. I consumi privati hanno evidenziato una buona tenuta ai primi dell'anno, mentre i dati recenti relativi agli ordinativi di macchinari da parte del settore privato nazionale continuano a indicare una lieve debolezza della spesa in conto capitale. Nella media del primo trimestre del 2013 le esportazioni di beni in termini reali sono cresciute di circa l'1,4 per cento rispetto ai tre mesi precedenti e le importazioni in termini reali hanno registrato un aumento del 3 per cento su base trimestrale. In termini nominali, le statistiche più recenti relative al commercio doganale mostrano un ridimensionamento del disavanzo commerciale stagionalizzato in marzo, a circa 922 miliardi di yen (da 1093 miliardi nel mese precedente). In prospettiva, le indagini congiunturali mensili continuano a segnalare il perdurante miglioramento del clima di fiducia di imprese e consumatori. Il PMI relativo al settore manifatturiero è ad esempio salito a 51,1 in aprile, crescendo per il quarto mese consecutivo, dopo avere superato in marzo la soglia tra espansione e contrazione fissata a 50 per la prima volta da maggio 2012.

Con riferimento ai prezzi, l'inflazione al consumo sui dodici mesi è rimasta in territorio negativo agli inizi del 2013 e a marzo è scesa ulteriormente, a -0,9 per cento (da -0,7 in febbraio). Il tasso calcolato al netto degli alimentari freschi e dei prodotti energetici è lievemente aumentata, a -0,8 per cento, da -0,9 nel mese precedente. Nella sua ultima riunione di politica monetaria, tenutasi il 26 aprile, la Banca del Giappone ha deciso di mantenere invariato l'obiettivo per la base monetaria.

REGNO UNITO

Nel Regno Unito, la stima preliminare colloca l'aumento del PIL reale complessivo sul periodo precedente allo 0,3 per cento nel primo trimestre del 2013. Tale risultato va ricondotto in larga parte

al settore dei servizi, ma anche quello industriale ha fornito un contributo positivo. Le condizioni di credito restrittive, il processo di aggiustamento dei bilanci del settore privato e pubblico e la dinamica fiacca del reddito reale delle famiglie continuano ad agire da freno sulla domanda interna nonostante il suo lieve rafforzamento recente. Il mercato del lavoro ha continuato a evidenziare una relativa tenuta, anche se il tasso di disoccupazione ha registrato un leggero incremento (salendo al 7,9 per cento) e l'occupazione ha subito una pronunciata decelerazione nei tre mesi fino a febbraio. La produzione industriale ha recuperato terreno; le esportazioni hanno invece continuato a scendere in termini di volume a febbraio, a segnalare una crescita fragile nel settore manifatturiero. In prospettiva, gli indicatori delle indagini congiunturali relativi a marzo e aprile mostrano che la ripresa economica proseguirà gradualmente nel breve periodo.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC si è mantenuta stabile nel periodo recente, su livelli lievemente superiori a quelli dell'autunno del 2012. A marzo 2013 il tasso complessivo è rimasto pari al 2,8 per cento, mentre quello calcolato al netto dei beni energetici e dei prodotti alimentari non trasformati è salito di 0,2 punti percentuali, al 2,6 per cento. Si prevede in prospettiva che l'esistenza di un margine di capacità inutilizzata in termini di lavoro e capitale moderi le spinte inflazionistiche sul medio periodo, anche se le pressioni al rialzo riconducibili all'aumento dei prezzi amministrati e regolamentati e al deprezzamento della sterlina nella parte precedente di quest'anno potrebbero mantenere l'inflazione sugli attuali livelli elevati. Nella riunione del 4 aprile 2013, il Monetary Policy Committee della Bank of England ha mantenuto inalterato il tasso di riferimento allo 0,5 per cento e il suo programma di acquisto di titoli a 375 miliardi di sterline. Il 24 aprile, la Bank of England e il Tesoro britannico hanno annunciato l'estensione del programma introdotto per sostenere l'offerta di credito (*Funding for Lending Scheme*, FLS). L'FLS è stato prorogato di un anno (fino alla fine di gennaio 2015), con forti incentivi per indurre le banche partecipanti ad accrescere i finanziamenti netti alle piccole e medie imprese.

CINA

In Cina il PIL in termini reali ha rallentato lievemente nel primo trimestre del 2013, al 7,7 per cento sul periodo corrispondente (dal 7,9 del quarto trimestre del 2012), riflettendo soprattutto la più debole dinamica degli investimenti. I consumi privati hanno invece accelerato, fornendo il principale contributo (4,3 punti percentuali) alla crescita dell'economia cinese nel primo trimestre. Anche l'interscambio netto ha contribuito positivamente, per 1,1 punti percentuali, contro un livello considerevolmente inferiore (0,4 punti percentuali) nel trimestre precedente. Ciò è in linea con le aspettative, visto il maggior vigore dell'interscambio osservato negli ultimi mesi. Nel periodo più recente, i finanziamenti sociali totali – una misura ampia del finanziamento che include la raccolta attraverso banche, istituzioni non bancarie e mercati finanziari – hanno accelerato anche in marzo e sono cresciuti molto più rapidamente del PIL. Ad aprile la stima rapida del PMI relativo al settore manifatturiero è diminuita, anche se l'indice ha continuato a segnalare un'espansione per il settimo mese consecutivo. Nel resto del 2013 si prevede che la crescita dell'economia cinese mantenga un forte slancio.

Con riferimento ai prezzi, in marzo l'inflazione generale misurata sull'IPC è diminuita rispetto al picco temporaneo di febbraio e si è portata al 2,1 per cento in presenza di un calo della componente rappresentata dai beni alimentari. L'inflazione di fondo ha evidenziato un incremento modesto, all'1,9 per cento, mentre quella dei prezzi alla produzione è rimasta negativa.

1.4 TASSI DI CAMBIO

Nel mese trascorso l'euro ha registrato un generale apprezzamento su gran parte delle valute. Il 30 aprile 2013 il tasso di cambio effettivo nominale della moneta unica – misurato rispetto alle divise dei 20 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro – era superiore dell'1,2 per cento al

livello sia degli inizi del mese sia di un anno prima (cfr. figura 4 e tavola 3).

In termini bilaterali, nel mese trascorso l'euro si è apprezzato sul dollaro statunitense e sulla maggior parte delle altre valute principali e ha subito un lieve deprezzamento nei confronti delle divise degli Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale e della sterlina britannica. Il rafforzamento della moneta unica è stato più pronunciato rispetto allo yen giapponese (del 6,3 per cento), nel contesto delle mutevoli aspettative circa i differenziali di inflazione futuri e gli andamenti dei tassi di interesse, e più modesto nei confronti delle altre valute principali e nello specifico del dollaro statunitense (1,8 per cento) e del franco svizzero (0,6 per cento). Nello stesso periodo l'euro si è apprezzato anche sulle divise dei paesi esportatori di materie prime e in particolare del dollaro australiano, del dollaro canadese e della corona norvegese (rispettivamente del 3,1, 1,6 e 1,9 per cento). La moneta unica europea ha subito un lieve deprezzamento nei confronti delle valute degli Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale, sorrette dal migliorato atteggiamento verso la regione.

Le valute all'interno degli AEC II si sono mantenute sostanzialmente stabili rispetto all'euro, su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali.

Figura 4 Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro

(dati giornalieri; indice 1° trimestre 1999 = 100)



Fonte: BCE.

Nota: il tasso di cambio effettivo nominale è calcolato rispetto alle divise di 20 tra i più importanti partner commerciali dell'area dell'euro.

Tavola 3 Andamenti dei tassi di cambio dell'euro

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

	peso nel TCE-20	variazione dei tassi di cambio dell'euro al 30 aprile 2013	
		rispetto a:	
		2 aprile 2013	30 aprile 2012
Tasso di cambio effettivo dell'euro (TCE-20)		1,2	1,2
Renminbi cinese	18,8	1,5	-2,9
Dollaro statunitense	16,9	1,8	-1,1
Sterlina britannica	14,9	-0,3	3,9
Yen giapponese	7,2	6,3	20,3
Franco svizzero	6,5	0,6	1,8
Zloty polacco	6,2	-0,8	-0,5
Corona ceca	5,0	-0,3	3,7
Corona svedese	4,7	2,8	-4,2
Won sudcoreano	3,9	0,3	-3,5
Fiorino ungherese	3,2	-0,6	4,7
Corona danese	2,6	0,0	0,2
Nuovo Lev romeno	2,0	-2,1	-1,9

Fonte: BCE.

Nota: il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro è calcolato rispetto alle divise dei 20 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

La crescita sui dodici mesi di M3 si è ulteriormente indebolita a marzo, riducendo il divario fra il tasso di espansione dell'aggregato monetario ampio e quello dei prestiti al settore privato non finanziario. Nel contempo, la perdurante preferenza per la liquidità ha determinato un ulteriore rafforzamento del tasso di crescita sui dodici mesi di M1. Dal lato delle contropartite, la dinamica dei prestiti delle IFM al settore privato non finanziario dell'area dell'euro è rimasta contenuta, principalmente di riflesso alla debole domanda, ma in alcuni paesi hanno inciso anche i vincoli di offerta. Gli ultimi dati monetari forniscono inoltre ulteriori indicazioni di una progressiva riduzione della frammentazione finanziaria nell'area dell'euro negli ultimi mesi.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

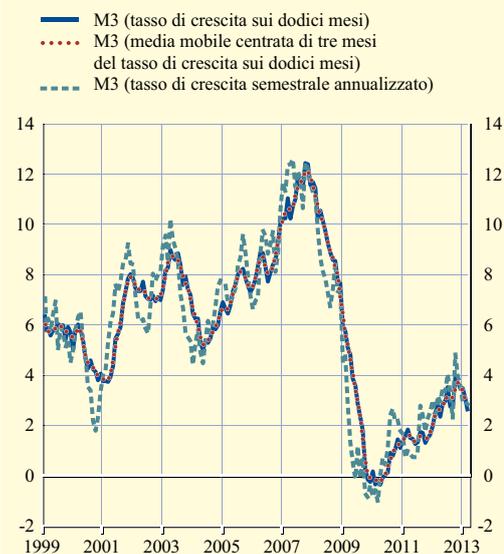
Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è sceso al 2,6 per cento a marzo, dal 3,1 di febbraio, rispecchiando un modesto deflusso mensile (cfr. figura 5). Dal lato delle componenti, l'afflusso mensile dei depositi *overnight* non è stato sufficiente a compensare interamente i deflussi registrati dagli strumenti negoziabili (M3 meno M2) e dai depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* (M2 meno M1). Ciononostante, i dati celano inoltre un'ulteriore rafforzamento della base di depositi in gran parte dei paesi dell'area dell'euro in difficoltà. Nella maggior parte di questi ultimi, la crescita dei depositi del settore privato non finanziario ha superato negli ultimi mesi quella registrata in altri paesi dell'area, determinando un'ulteriore diminuzione dell'eterogeneità nella dinamica dei depositi all'interno dell'area.

Dal lato delle contropartite, il flusso mensile lievemente negativo registrato da M3 a marzo va in parte ricondotto agli aumenti sia dei depositi a più lungo termine sia di capitale e riserve. Per contro, gli acquisti di titoli di Stato a livello nazionale in alcuni paesi dell'area, gli afflussi di capitale verso l'area (misurati dalla posizione netta sull'estero delle IFM) e i rimborsi netti di titoli di debito delle IFM a più lungo termine hanno sostenuto il flusso mensile di M3.

Il volume delle principali attività delle IFM dell'area dell'euro si è contratto ulteriormente a marzo, proseguendo la riduzione dell'indebitamento osservata a partire dalla primavera del 2012. Il calo sul mese precedente è soprattutto ascrivibile all'ulteriore contrazione dei prestiti fra IFM, delle consistenze di titoli di debito emessi dalle IFM dell'area e delle attività sull'estero, e ha pertanto seguito l'atteso ordine gerarchico (*pecking order*). Tali andamenti sono stati in parte compensati dall'aumento delle consistenze di titoli di Stato. Nel complesso, l'eccesso di liquidità della banca centrale si è ridotto ulteriormente a marzo, in parte per effetto della diminuita frammentazione finanziaria (come indicato dal rafforzamento della base di depositi nella maggior parte dei paesi in difficoltà, dai flussi di capitale a favore dell'area dell'euro e dall'ulteriore redistribuzione dei depositi esteri fra i paesi dell'area).

Figura 5 Crescita di M3

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



Fonte: BCE.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Per quanto riguarda le componenti di M3, il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è aumentato lievemente, collocandosi al 7,1 per cento in marzo dal 7,0 di febbraio. L'andamento va ricondotto all'afflusso mensile di depositi *overnight*, metà del quale tuttavia ha rispecchiato l'impatto della liquidazione di una singola IFM in un paese dell'area dell'euro; l'altra metà invece è stata diffusa fra i paesi dell'area dell'euro e può essere ascritta alla preferenza per la liquidità in presenza di tassi di interessi bassi e di una perdurante incertezza. Di conseguenza, M1 ha rappresentato la principale determinante della crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3, con un contributo pari a 3,6 punti percentuali in marzo.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* è sceso allo 0,5 per cento in marzo, dallo 0,8 in febbraio. L'andamento ha rispecchiato un'ulteriore contrazione dei depositi a termine a breve scadenza (depositi con durata prestabilita fino a due anni) nonché una moderazione dell'espansione sui dodici mesi dei depositi a risparmio a breve termine (depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi).

Il tasso di variazione sui dodici mesi degli strumenti negoziabili ha evidenziato un'ulteriore netta flessione, collocandosi al -13,8 per cento in marzo dal -8,8 di febbraio. Il calo è imputabile ai consistenti rimborsi netti di titoli di debito delle IFM a breve termine (titoli con scadenza fino a due anni), nonché ai deflussi registrati dai contratti pronti contro termine e dalle quote e partecipazioni in fondi del mercato monetario. I rimborsi netti di titoli di debito delle IFM a breve termine in marzo hanno interessato tutti i paesi dell'area. Insieme ai rimborsi netti di titoli di debito delle IFM a più lungo termine, questi andamenti continuano ad indicare che in un contesto di riduzione della leva finanziaria da parte delle banche, di rafforzamento della loro base di depositi, di incentivi regolamentari e di accesso alla liquidità di banca centrale a tasso fisso e con piana aggiudicazione degli importi, le banche hanno ridotto il ricorso all'approvvigionamento diretto sul mercato.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei depositi di M3, che includono i contratti pronti contro termine e che rappresentano la componente di M3 più ampia per cui è disponibile una tempestiva scomposizione per settore, ha segnato un lieve calo, scendendo al 4,2 per cento in marzo dal 4,3 di febbraio. L'andamento va ricondotto alla riduzione dei contributi forniti dai depositi delle famiglie e, in misura minore, da quelli delle società non finanziarie. Per contro, il contributo degli intermediari finanziari non monetari diversi dalle società di assicurazione e dai fondi pensione (AIF) si è accresciuto, riflettendo l'aumento dei depositi detenuti dal settore degli AIF a seguito del sopracitato processo di liquidazione. A livello di singoli paesi, i dati di marzo rilevano un rafforzamento della base di depositi delle banche operanti nella grande maggioranza dei paesi in difficoltà, evidenziando un miglioramento del clima di fiducia nei rispettivi settori bancari.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

In marzo il tasso di crescita sui dodici mesi del credito delle IFM ai residenti dell'area dell'euro è aumentato lievemente, allo 0,0 per cento dal -0,2 per cento di febbraio, per effetto di un'accelerazione del credito al settore privato (cfr. tavola 4). Il tasso di crescita sui dodici mesi del credito alle amministrazioni pubbliche ha segnato un lieve calo, al 3,5 per cento dal 3,6 di febbraio; ciò detto, il notevole afflusso mensile registrato da questa componente in marzo è riconducibile principalmente ai consistenti acquisti di titoli di Stato a livello nazionale da parte delle IFM in alcuni paesi dell'area.

Il tasso di variazione sui dodici mesi del credito al settore privato si è portato al -0,9 per cento in marzo dal -1,1 di febbraio, per effetto degli afflussi mensili registrati sia dai prestiti, sia dai titoli

Tavola 4 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie

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

	Consistenze in essere in percentuale di M3 ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2012 2° trim.	2012 3° trim.	2012 4° trim.	2013 1° trim.	2013 feb.	2013 mar.
M1	53,0	2,9	4,7	6,3	6,8	7,0	7,1
Banconote e monete in circolazione	8,8	5,6	5,3	3,0	1,7	1,4	1,8
Depositi <i>overnight</i>	44,2	2,3	4,6	7,0	7,9	8,2	8,2
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	39,6	2,5	1,3	1,6	1,2	0,8	0,5
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	18,2	2,3	-1,0	-2,0	-3,8	-4,8	-5,2
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	21,4	2,7	3,4	4,9	6,1	6,2	5,9
M2	92,7	2,7	3,2	4,2	4,3	4,3	4,2
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	7,3	2,6	1,5	-2,7	-8,5	-8,8	-13,8
M3	100,0	2,7	3,0	3,6	3,2	3,1	2,6
Credito a residenti nell'area dell'euro		1,4	0,9	0,5	0,0	-0,2	0,0
Credito alle amministrazioni pubbliche		8,6	9,2	8,3	4,2	3,6	3,5
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		-1,7	1,5	1,9	-0,8	-1,8	-1,2
Credito al settore privato		-0,3	-1,0	-1,3	-1,0	-1,1	-0,9
Prestiti al settore privato		-0,1	-0,6	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Prestiti al settore privato corretti per le cessioni e la cartolarizzazione ²⁾		0,5	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		-2,4	-4,4	-5,1	-5,1	-5,2	-4,8

Fonte: BCE.

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

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

diversi dalle azioni detenute dalle IFM. I flussi fatti osservare da questi ultimi tuttavia hanno rispecchiato soprattutto gli acquisti connessi alla sopraccitata liquidazione di una singola IFM. Il tasso di espansione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) si è collocato al -0,3 per cento a marzo, dal -0,4 di febbraio.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è aumentato lievemente, al -1,3 per cento in marzo dal -1,4 di febbraio, con un flusso mensile pari a zero (cfr. tavola 5). L'incremento sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle famiglie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è rimasto invariato allo 0,4 per cento; al flusso mensile, risultato molto modesto, hanno contribuito gli ulteriori afflussi di mutui per l'acquisto di abitazioni e i perduranti rimborsi netti di credito al consumo.

Nel complesso, la dinamica dei prestiti al settore privato non finanziario dell'area dell'euro resta debole, gravata da fattori dal lato sia dell'offerta sia della domanda (in particolare da questi ultimi; cfr. anche il riquadro 2). Sebbene permangano situazioni di eterogeneità fra i paesi, l'andamento dei prestiti risulta sostanzialmente in linea con le regolarità osservate nel passato, tenendo conto dell'attuale fase di ciclo economico. La debole attività economica e la persistente incertezza continuano a tradursi in una modesta domanda di prestiti bancari. Nel contempo, anche se in diminuzione negli ultimi mesi, la frammentazione dei mercati finanziari continua a frenare la crescita del credito. Infine, anche il fatto che i livelli di indebitamento delle famiglie e delle imprese rimangano elevati in alcuni paesi incide sulla dinamica dei prestiti. Il riquadro 3 presenta i risultati dell'ultima inchiesta sull'accesso al finanziamento per le piccole e medie imprese nell'area dell'euro. Inoltre, un'analisi più approfondita su risparmio, investimenti e finanziamenti per settore istituzionale è riportata nel riquadro 4.

Tavola 5 Prestiti delle IFM al settore privato

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

	Consistenze in essere in percentuale del totale ¹⁾	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					
		2012 2° trim.	2012 3° trim.	2012 4° trim.	2013 1° trim.	2013 feb.	2013 mar.
Società non finanziarie	41,7	0,1	-0,8	-1,9	-2,4	-2,5	-2,4
<i>Corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni²⁾</i>	-	0,3	-0,5	-1,4	-1,4	-1,4	-1,3
Fino a un anno	25,3	0,1	-0,7	-1,7	0,2	0,5	1,5
Oltre un anno e fino a cinque anni	17,3	-2,7	-3,2	-4,5	-5,2	-5,2	-5,7
Oltre cinque anni	57,4	1,0	0,0	-1,1	-2,7	-3,0	-3,0
Famiglie³⁾	48,5	0,4	0,2	0,4	0,5	0,5	0,4
<i>Corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni²⁾</i>	-	1,4	1,0	0,8	0,5	0,4	0,4
Credito al consumo ⁴⁾	11,3	-2,1	-2,4	-2,9	-3,2	-3,3	-3,4
Mutui per l'acquisto di abitazioni ⁴⁾	73,2	0,9	0,8	1,1	1,4	1,4	1,3
Altri prestiti	15,5	0,2	-0,7	-0,7	-1,0	-1,1	-0,9
Società di assicurazione e fondi pensione	0,9	-5,3	-9,1	-4,2	6,1	9,4	6,1
Altri intermediari finanziari non monetari	9,0	-3,4	-2,8	-1,3	-0,5	-0,6	0,1

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.

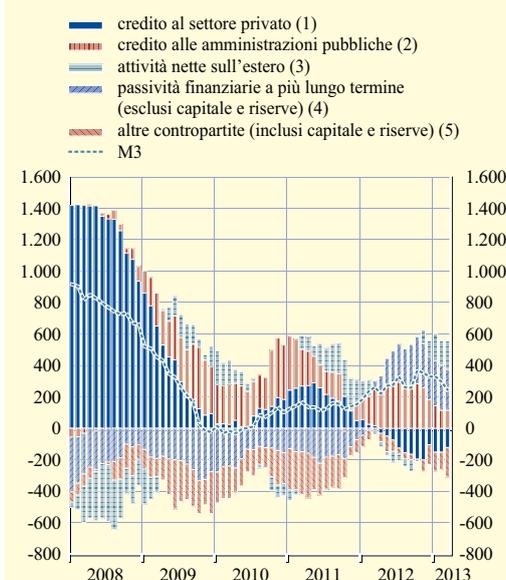
4) Le definizioni di credito al consumo e di mutui per l'acquisto di abitazioni non sono del tutto omogenee nei paesi dell'area dell'euro.

Il tasso di variazione sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine (al netto di capitale e riserve) è salito al -4,8 per cento in marzo, dal -5,2 per cento di febbraio. L'aumento ha celato un flusso mensile negativo, riconducibile ai notevoli rimborsi netti di titoli di debito delle IFM a più lungo termine. Per contro, nel mese in esame i depositi a lungo termine hanno registrato ulteriori moderati afflussi. Correggendo per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni, l'aumento dei depositi a lungo termine è da ascrivere, in ampia misura, alle famiglie. Capitale e riserve sono ulteriormente aumentati a marzo.

La posizione netta sull'estero delle IFM dell'area dell'euro si è accresciuta di 24 miliardi di euro in marzo, dopo un modesto deflusso di capitali il mese precedente (cfr. figura 6). Ciò implica una ripresa dei significativi afflussi di capitale registrati a partire da luglio 2012 (con solo due modesti deflussi mensili osservati nel periodo). Nei dodici mesi terminanti a marzo la posizione netta sull'estero delle IFM dell'area è aumentata di 180 miliardi di euro, rispetto a un incremento di 155 miliardi di euro nei dodici mesi terminati a febbraio.

Figura 6 Contropartite di M3

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



Fonte: BCE.

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

Nel complesso, i dati relativi al primo trimestre del 2013 confermano che le dinamiche di fondo della moneta e del credito restano moderate. Il rallentamento di M3 nei primi tre mesi dell'anno ha ridotto il divario fra il tasso di crescita dell'aggregato monetario ampio e quello dei prestiti al settore privato non finanziario. La dinamica di questi ultimi si è stabilizzata, restando tuttavia in territorio negativo, per effetto sia della domanda debole sia, in misura minore, dei vincoli di offerta in alcuni paesi. Gli ultimi dati monetari segnalano altresì una diminuzione della frammentazione finanziaria nell'area dell'euro negli ultimi mesi.

Riquadro 2

RISULTATI DELL'INDAGINE SUL CREDITO BANCARIO NELL'AREA DELL'EURO PER IL PRIMO TRIMESTRE DEL 2013

Il presente riquadro riporta i principali risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il primo trimestre del 2013¹⁾, condotta dall'Eurosistema fra il 20 marzo e il 4 aprile del 2013. Nel complesso i risultati suggeriscono che, mentre il grado di irrigidimento netto dei criteri di concessione del credito applicati dalle banche alle imprese e alle famiglie ha continuato a ridursi, il calo netto della domanda di prestiti si è accentuato, soprattutto per quelli alle famiglie.

Sintesi dei risultati principali

Nel primo trimestre del 2013, per l'area dell'euro nel suo complesso l'irrigidimento netto dei criteri di concessione dei prestiti applicati dalle banche alle imprese è diminuito, portandosi al di sotto della media storica calcolata dall'inizio dell'indagine nel 2003. Anche quello sui prestiti per l'acquisto di abitazioni ha mostrato un'attenuazione, pur rimanendo lievemente superiore alla relativa media storica. Per quanto riguarda il credito al consumo, il livello di irrigidimento netto si è mantenuto ampiamente in linea con la media storica.

Tra i fattori alla base di questi andamenti, sia la percezione del rischio da parte delle banche sia i costi di provvista e i vincoli di bilancio hanno contribuito all'irrigidimento netto in misura inferiore rispetto alla rilevazione precedente, nel caso sia dei prestiti alle imprese sia di quelli alle famiglie. I rischi connessi ai debitori e l'incertezza macroeconomica restano ancora le principali preoccupazioni cui le banche dell'area dell'euro devono far fronte quando definiscono le proprie politiche di erogazione del credito.

Per quanto riguarda la domanda di prestiti da parte delle imprese, le banche dell'area dell'euro hanno segnalato che il calo netto è rimasto sostanzialmente invariato nel primo trimestre del 2013, collocandosi su un livello di gran lunga inferiore alla media storica. Secondo gli istituti interpellati, tale andamento ha riflesso soprattutto il contributo negativo degli investimenti fissi. Nello stesso periodo la perdurante flessione netta della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni e credito al consumo da parte delle famiglie si è accentuata, a indicare che la contrazione netta della domanda è tornata su livelli comparabili a quelli dichiarati nel 2012.

Per il secondo trimestre del 2013 le banche che partecipano all'indagine si attendono un grado di irrigidimento netto per i prestiti alle imprese invariato, nonché un'ulteriore riduzione di

1) Il termine ultimo per la ricezione dei dati era il 4 aprile 2013. Una valutazione esaustiva dell'indagine è stata pubblicata il 24 aprile scorso sul sito Internet della BCE.

quello riguardante i prestiti erogati alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e per i consumi. Nel contempo, la flessione netta della domanda dovrebbe attenuarsi per tutte le categorie di prestito.

Prestiti e linee di credito alle imprese

Con riferimento ai criteri applicati, nel primo trimestre del 2013 la percentuale netta²⁾ di banche che segnalavano un irrigidimento per prestiti e linee di credito a favore delle imprese è scesa (7 per cento, rispetto al 13 per cento del trimestre precedente; cfr. figura A), raggiungendo un livello inferiore alla media storica dall'inizio della rilevazione nel 2003. In occasione della precedente rilevazione, le banche interpellate avevano dichiarato di attendersi un maggior grado di irrigidimento netto (15 per cento) per il primo trimestre dell'anno.

Nel periodo in esame l'irrigidimento netto dei criteri è diminuito per tutte le scadenze e per tutti i debitori. In particolare, le banche dell'area dell'euro hanno segnalato un irrigidimento netto per i prestiti alle piccole e medie imprese (PMI) e a quelle di grandi dimensioni, pari rispettivamente al 7 e al 4 per cento (a fronte del 12 e del 15 per cento nel quarto trimestre del 2012), indicando così che l'irrigidimento netto complessivo ha interessato in misura lievemente superiore le PMI rispetto alle aziende di grandi dimensioni. Le banche intervistate hanno inoltre riferito un minore irrigidimento dei criteri di concessione del credito sia per i prestiti a breve

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

(saldi percentuali)



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

2) La percentuale netta riportata fa riferimento alla differenza fra la quota di banche che segnalano un irrigidimento 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").

termine (5 per cento, a fronte del 10 per cento nel quarto trimestre del 2012) sia per quelli a lunga scadenza (11 per cento, a fronte del 15 per cento).

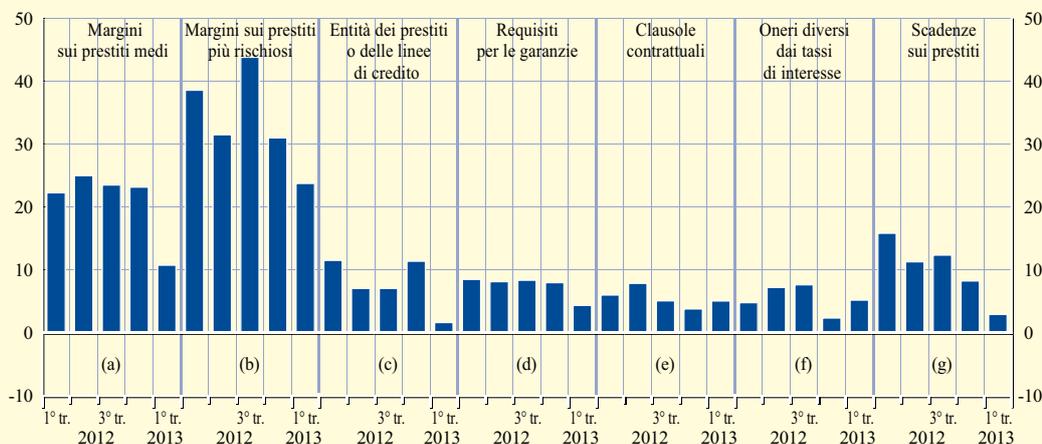
Analizzando i fattori sottostanti, la percentuale netta di banche dell'area dell'euro per le quali il costo della provvista e i vincoli di bilancio hanno contribuito a un irrigidimento dei criteri di fido nel primo trimestre del 2013 ha registrato un lieve calo. In particolare, è stato segnalato un minore contributo dei costi relativi alla posizione patrimoniale delle banche (5 per cento, dall'8 per cento del periodo precedente), mentre quelli associati all'accesso alle fonti di finanziamento di mercato (-1 per cento, a fronte del 4 per cento) e alla posizione di liquidità delle banche (-3 per cento, rispetto allo 0 per cento) hanno evidenziato un lieve allentamento. Analogamente, è diminuito anche l'impatto della percezione del rischio sull'irrigidimento dei criteri, pur restando su un livello relativamente elevato. Infine, le pressioni concorrenziali hanno contribuito a un allentamento netto dei criteri di concessione del credito nel primo trimestre del 2013.

Nel primo trimestre del 2013 l'attenuazione dell'irrigidimento netto dei criteri di concessione del credito si è riflessa nell'andamento della maggior parte dei termini e delle condizioni di prestito (cfr. figura B). In particolare, la percentuale netta di banche che segnalano l'ampliamento dei margini si è ridotta sia per i prestiti medi (11 per cento, dal 23 per cento nel quarto trimestre del 2012), sia per quelli più rischiosi (24 per cento, dal 31 per cento). Le banche hanno inoltre segnalato un minore contributo all'irrigidimento sia dei vincoli sull'ammontare dei prestiti (2 per cento, dall'11 per cento) sia dei requisiti per le garanzie (4 per cento, dall'8 per cento). Per contro, il contributo all'inasprimento degli oneri diversi dagli interessi ha registrato un lieve incremento (5 per cento, dal 2 per cento).

In prospettiva, le banche dell'area dell'euro si attendono complessivamente che il grado di irrigidimento netto dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese si mantenga su livelli analoghi nel secondo trimestre dell'anno (7 per cento), rimanendo pressoché invariato nel caso

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".

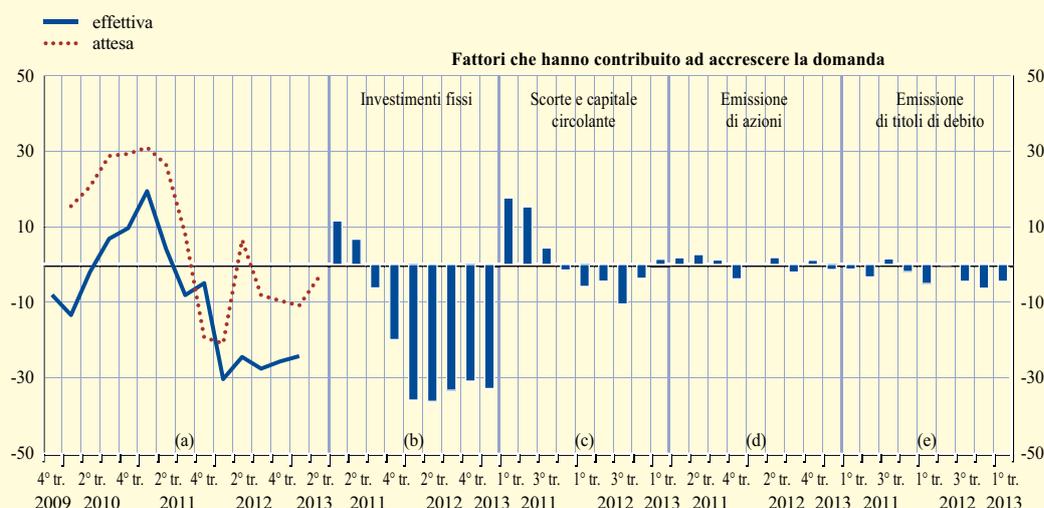
delle PMI (6 per cento, a fronte del 7 per cento nel primo trimestre del 2013) e aumentando per le imprese di grandi dimensioni (9 per cento, dal 4 per cento). Con riferimento alle scadenze, l'irrigidimento netto dovrebbe rimanere sostanzialmente stabile sia per i prestiti a breve termine (4 per cento, a fronte del 5 per cento) sia per quelli a lungo termine (10 per cento, dall'11 per cento).

Per quanto concerne la domanda, nel primo trimestre del 2013 il calo netto della domanda di prestiti da parte delle imprese si è mantenuto pressoché invariato rispetto alla precedente rilevazione (-24 per cento, contro il -26 per cento; cfr. figura C), pur restando notevolmente al di sotto della media storica; è stato altresì superiore alle attese espresse in occasione della precedente indagine (-11 per cento). La flessione netta della domanda di prestiti è risultata ampiamente stabile per tutte le categorie di debitori e per tutte le scadenze, a eccezione dei prestiti a breve, per i quali le banche partecipanti hanno segnalato una diminuzione netta pari a -8 per cento nel primo trimestre del 2013, a fronte del -16 per cento del trimestre precedente. Più in generale, la contrazione netta della domanda sembra essere stata relativamente simile nel caso delle grandi imprese e delle PMI (-26 per cento per entrambe le categorie), mentre è risultata maggiore per i prestiti a lungo termine rispetto a quelli a breve scadenza (rispettivamente -32 e -8 per cento).

Come nel trimestre precedente, alla flessione della domanda ha contribuito soprattutto l'impatto negativo sul fabbisogno di finanziamento dei minori investimenti fissi (-33 per cento, dal -31 per cento). Analogamente, le fusioni e le acquisizioni hanno continuato a contribuire al calo netto della domanda di prestiti, seppure in misura inferiore (-10 per cento, da -15 per cento nel quarto trimestre del 2012). Per contro, le scorte e il capitale circolante hanno fornito un lieve contributo positivo alla domanda netta (1 per cento, da -4 per cento). Il ricorso a fonti di fi-

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.

nanziamiento più alternative ha contribuito al calo netto della domanda, a eccezione dei prestiti erogati da istituzioni non bancarie, che hanno inciso positivamente sulla domanda netta (1 per cento, da -3 per cento).

In prospettiva, le banche si attendono per il secondo trimestre del 2013 una contrazione della domanda di prestiti da parte delle imprese in notevole attenuazione (-4 per cento). Il calo netto dovrebbe riguardare sia le imprese di grandi dimensioni sia le PMI (-5 e -1 per cento rispettivamente) e interessare i prestiti a lungo termine (-11 per cento) più marcatamente di quelli a breve scadenza, per i quali si prevede un incremento netto (3 per cento).

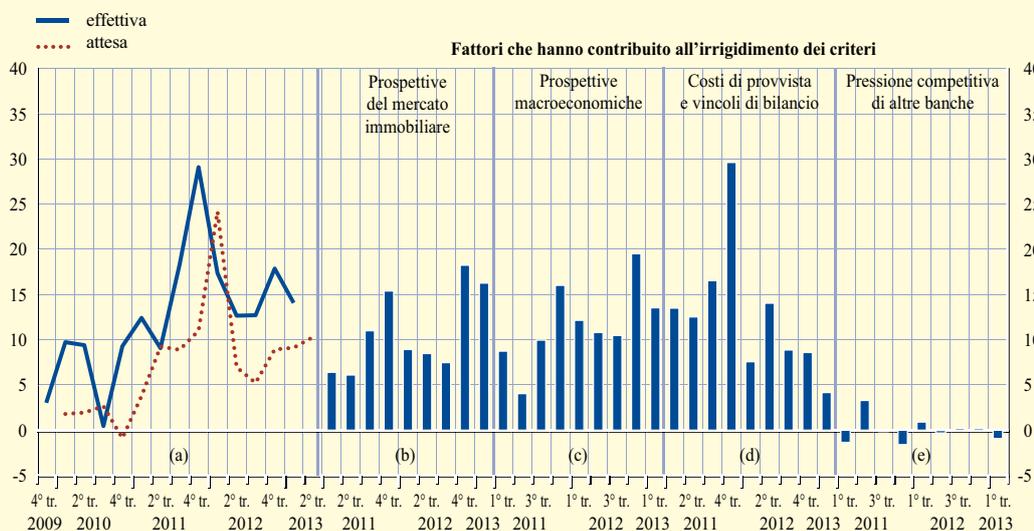
Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

Nel primo trimestre del 2013 la percentuale netta di banche segnalanti un irrigidimento per i prestiti concessi alle famiglie ai fini dell'acquisto di un'abitazione è scesa lievemente (14 per cento, dal 18 per cento dell'ultimo trimestre del 2012; cfr. figura D), pur mantenendosi al di sopra della media storica. L'andamento è stato meno pronunciato di quanto previsto nella precedente rilevazione (9 per cento). Così come nel caso dei prestiti alle imprese, il calo dell'irrigidimento netto registrato nel primo trimestre è imputabile soprattutto alle minori pressioni dei costi di provvista e dei vincoli di bilancio (4 per cento, dal 9 per cento), nonché all'impatto più contenuto della percezione del rischio da parte delle banche. Il contributo all'irrigidimento delle prospettive economiche generali ha evidenziato una riduzione (14 per cento, dal 20 per cento), mentre quello ascrivibile alle prospettive del mercato immobiliare è rimasto sostanzialmente inalterato (16 per cento, a fronte del 18 per cento). Le pressioni concorrenziali si sarebbero mantenute pressoché invariate.

Nella maggior parte dei casi, i termini e le condizioni applicati ai mutui per l'acquisto di abitazioni hanno subito un minore inasprimento nel primo trimestre del 2013. In particolare, è stata

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.

segnalata una riduzione dei margini sui prestiti medi (-1 per cento, dall'8 per cento nel quarto trimestre del 2012), mentre la percentuale netta degli istituti che hanno riferito un ampliamento dei margini sui prestiti più rischiosi è diminuita (10 per cento, dal 24 per cento). Inoltre, le risposte relative ai termini e alle condizioni diversi dal prezzo indicavano una lieve riduzione del contributo all'irrigidimento netto dei requisiti per le garanzie (5 per cento, a fronte dell'8 per cento), delle scadenze di prestiti e degli oneri diversi dagli interessi (6 e 2 per cento rispettivamente, rispetto a 9 e 3 per cento), segnalando nel contempo un incremento per i rapporti tra valore del prestito e valore della garanzia (8 per cento, dal 4 per cento).

In prospettiva, le banche si attendono un'attenuazione del grado di irrigidimento netto per i mutui per l'acquisto di abitazioni (10 per cento) nel secondo trimestre dell'anno.

Le banche dell'area dell'euro hanno altresì riferito una contrazione in termini netti della domanda di mutui (-26 per cento, rispetto a -11 per cento del trimestre precedente; cfr. figura E), che si è portata su un livello di gran lunga inferiore alla sua media storica. Per quanto concerne i fattori sottostanti, il contributo al calo netto della domanda è stato particolarmente rilevante nel caso dei consumi non connessi con l'acquisto di abitazioni (-19 per cento, da -10 per cento) e, in misura inferiore, delle prospettive per il mercato immobiliare (-17 per cento, a fronte del -13 per cento) e della fiducia dei consumatori (-29 per cento, da -20 per cento). Per contro, l'impatto derivante dall'uso dei risparmi da parte delle famiglie quale fonte alternativa di finanziamento è rimasto sostanzialmente invariato (-13 per cento, da -15 per cento).

In prospettiva, le banche si attendono per il secondo trimestre dell'anno una minore flessione netta della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni (-9 per cento).

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.

Credito al consumo e altre tipologie di prestiti alle famiglie

Per il primo trimestre del 2013 le banche dell'area dell'euro hanno segnalato che l'irrigidimento netto dei criteri per la concessione del credito al consumo è rimasto sostanzialmente invariato (7 per cento, dal 9 per cento; cfr. figura F), in linea con la media storica. Come per i prestiti alle imprese e i mutui per l'acquisto di abitazioni, nel primo trimestre del 2013 le pressioni esercitate dai costi di provvista e dai vincoli di bilancio si sono ridotte (1 per cento dal 3 per cento del trimestre precedente), sebbene solo molto lievemente. Al tempo stesso, la percentuale netta di banche secondo cui le attese sulle prospettive economiche e quelle circa il merito di credito dei consumatori hanno inciso sui criteri di concessione del credito al consumo è diminuita nel periodo in esame, portandosi dal 13 al 7 per cento nel primo caso e dal 12 al 7 per cento nel secondo.

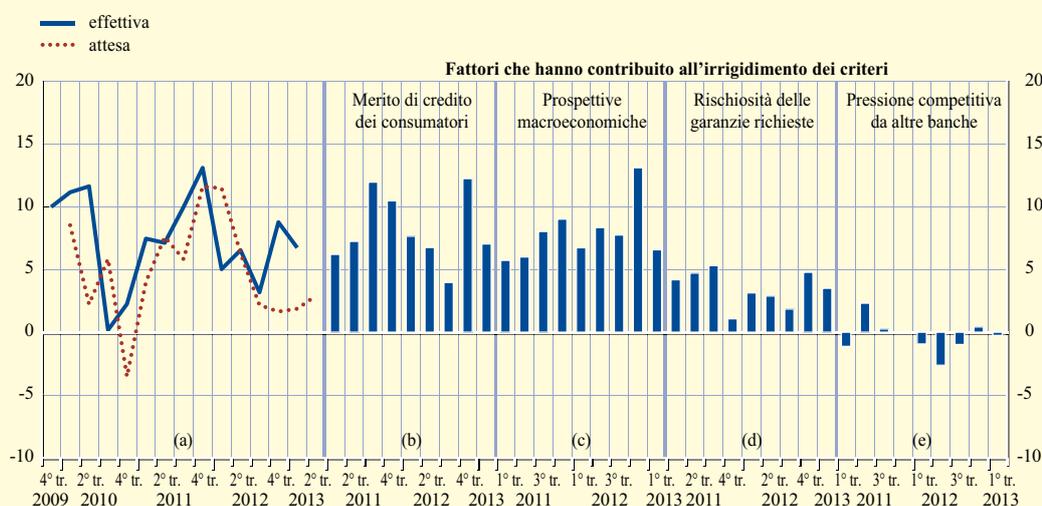
Per quanto riguarda i termini e le condizioni per l'approvazione del credito al consumo, le banche hanno segnalato un restringimento dei margini sui prestiti medi (-2 per cento, a fronte del 12 per cento della precedente rilevazione), mentre quelli sui prestiti più rischiosi si sarebbero ampliati, sebbene in misura inferiore (4 per cento, a fronte del 17 per cento). Inoltre, l'irrigidimento netto dei termini e delle condizioni diversi dal prezzo applicati al credito al consumo è rimasto nullo.

In prospettiva, in termini netti, solo il 3 per cento delle banche si attende un ulteriore irrigidimento dei criteri per la concessione di credito al consumo e delle altre tipologie di prestiti alle famiglie nel secondo trimestre dell'anno.

Nel primo trimestre del 2013, le banche intervistate hanno segnalato che il calo della domanda di credito al consumo si è accentuato in termini netti (-25 per cento, da -14 per cento del trimestre precedente; cfr. figura E). Tale andamento è riconducibile soprattutto alla contrazione

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.

della spesa per beni durevoli (-27 per cento, da -17 per cento) nonché al calo della fiducia dei consumatori (-25 per cento, da -22 per cento).

In prospettiva, le banche dell'area dell'euro si aspettano nel secondo trimestre del 2013 una minore flessione della domanda di credito al consumo (-7 per cento).

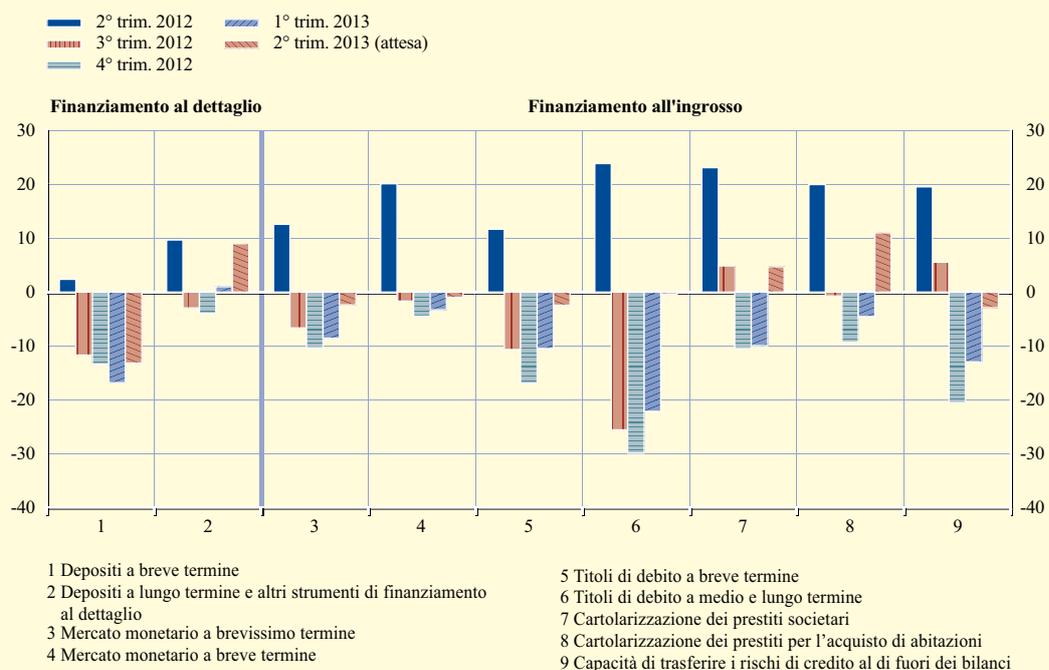
Domande *ad hoc* sull'impatto delle tensioni nei mercati

Come nelle precedenti rilevazioni, l'indagine di aprile contemplava una domanda *ad hoc* tesa a valutare in che misura le tensioni nei mercati finanziari abbiano inciso sull'accesso delle banche ai mercati del finanziamento al dettaglio e all'ingrosso nel primo trimestre del 2013 e in che misura esse potrebbero ancora esercitare un impatto nel secondo trimestre dell'anno.

Nel complesso, le banche dell'area dell'euro hanno segnalato per il primo trimestre del 2013 un ulteriore miglioramento, sebbene meno pronunciato rispetto al periodo precedente, del loro accesso al finanziamento al dettaglio e all'ingrosso per la maggior parte delle categorie (cfr. figura G). In prospettiva, per il secondo trimestre del 2013 gli istituti si aspettano che il miglioramento delle condizioni di finanziamento rallenti ancora fino quasi ad arrestarsi nella maggior parte dei segmenti di finanziamento, a eccezione delle cartolarizzazioni, per cui è atteso un deterioramento.

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

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



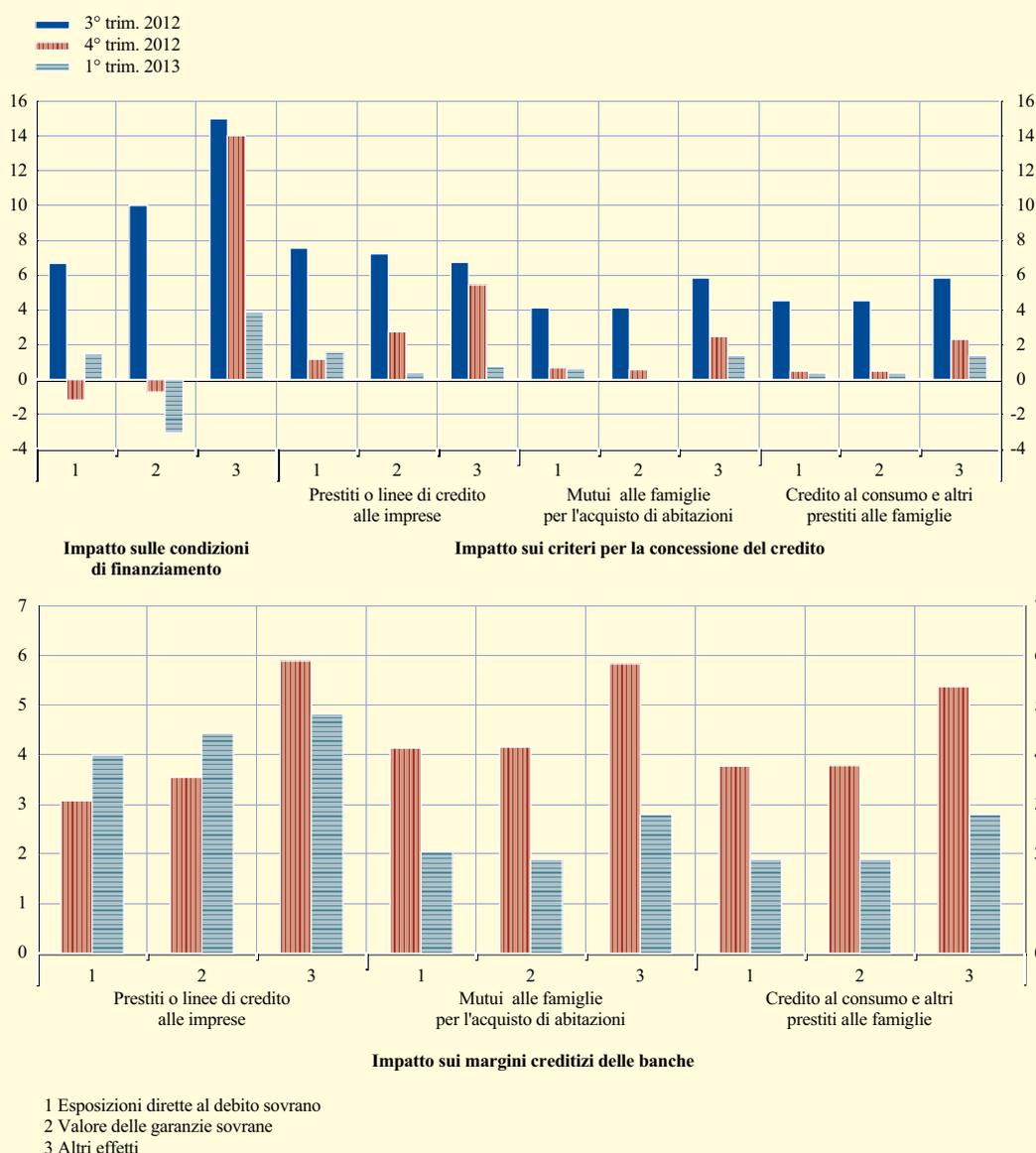
Nota: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole deterioramento" e "hanno registrato un moderato deterioramento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato miglioramento" e "hanno registrato un notevole miglioramento".

Domanda *ad hoc* relativa agli effetti della crisi del debito sovrano sulle condizioni di finanziamento, sui criteri di concessione del credito e sul margine creditizio delle banche

Come nelle precedenti indagini, il questionario dell'indagine di aprile includeva una domanda *ad hoc* tesa a valutare l'impatto della crisi del debito sovrano sulle condizioni di finanziamento, sui criteri per la concessione del credito e sul margine creditizio delle banche.

Figura H Effetti della crisi del debito sovrano sulle condizioni di finanziamento, sui criteri di concessione del credito e sul margine creditizio 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".

Dalle risposte all'indagine di aprile è emerso che l'impatto delle tensioni derivanti dalla crisi del debito sovrano sulle condizioni di finanziamento per le banche in alcuni segmenti si è lievemente ridotto nel primo trimestre del 2013 (cfr. figura H). Nel complesso, circa l'1 e il 4 per cento delle banche dell'area dell'euro hanno dichiarato che, rispettivamente, la propria esposizione diretta al debito sovrano e gli "altri effetti" hanno contribuito a condizioni di finanziamento pressoché invariate o marginalmente inasprite (a fronte, rispettivamente, di un allentamento del -1 per cento e di un irrigidimento del 14 per cento nel trimestre precedente). Per contro, il valore delle garanzie sovrane ha concorso a un lieve allentamento netto delle condizioni di finanziamento (-3 per cento, dal -1 per cento nel quarto trimestre del 2012).

Rispetto alla rilevazione di gennaio, l'impatto della crisi del debito sovrano sui criteri di concessione del credito applicati dalle banche dell'area si sarebbe attenuato nel primo trimestre dell'anno. Il calo ha riguardato tutte le categorie di prestito e tutti i canali di trasmissione, ma risultando particolarmente accentuato nel caso dei prestiti alle imprese e solo marginale per quelli alle famiglie. Al tempo stesso, gli istituti hanno segnalato che l'incidenza della crisi del debito sovrano sui loro margini creditizi è diminuita per i prestiti alle famiglie, ma è aumentata lievemente per quelli alle imprese.

2.2 EMISSIONE DI TITOLI

Nel febbraio 2013 il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti dell'area dell'euro ha continuato a diminuire. Nonostante ciò, l'incremento sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie, pur moderandosi leggermente, si è mantenuto su livelli ampiamente superiori alla media storica. Anche il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni di azioni quotate è lievemente calato in febbraio rispetto al mese precedente.

TITOLI DI DEBITO

In febbraio 2013 il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti dell'area dell'euro è sceso allo 0,5 per cento, contro l'1,2 per cento del mese precedente (cfr. tavola 6). La flessione del tasso ha interessato le società non finanziarie (dal 13,4 al 12,9 per cento), le società finanziarie

Tavola 6 Emissione di titoli da parte di residenti nell'area dell'euro

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2013 feb.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾					
		2012 1° trim.	2012 2° trim.	2012 3° trim.	2012 4° trim.	2012 gen.	2013 feb.
Emissione di titoli di debito:	16.749	4,1	4,2	3,7	2,9	1,2	0,5
IFM	5.362	4,6	3,7	3,6	1,2	-2,0	-4,1
Società finanziarie non monetarie	3.326	-0,6	2,4	0,9	0,4	1,1	0,7
Società non finanziarie	1.004	6,7	9,3	10,9	12,7	13,4	12,9
Amministrazioni pubbliche	7.057	5,7	4,7	4,3	4,1	2,4	2,5
di cui:							
Amministrazioni centrali	6.378	4,7	3,8	3,5	3,6	2,2	2,7
Altre amministrazioni pubbliche	679	16,7	14,3	12,8	9,1	4,6	0,3
Emissione di azioni quotate:	4.612	1,6	1,4	1,0	1,0	0,9	0,8
IFM	416	10,8	10,1	5,6	5,2	2,7	2,7
Società finanziarie non monetarie	359	3,6	3,1	2,9	2,6	2,5	2,7
Società non finanziarie	3.837	0,3	0,3	0,3	0,4	0,6	0,4

Fonte: BCE.

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

non monetarie (dall'1,1 allo 0,7 per cento) e le IFM (dal -2,0 al -4,1 per cento). Il tasso di incremento dei titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche è rimasto pressoché invariato al 2,5 per cento.

Il rallentamento delle emissioni di titoli di debito complessive va ricondotto alla più marcata contrazione delle emissioni di titoli a breve termine (dal -8,2 per cento di gennaio al -9,0 in febbraio) e al minore tasso di incremento sui dodici mesi delle emissioni di titoli di debito a lungo termine (dal 2,3 all'1,5 per cento nello stesso periodo). L'attività di rifinanziamento è rimasta concentrata sull'emissione nel segmento a lungo termine, specie a tasso fisso. Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'emissione di titoli di debito a lungo termine a tasso fisso è diminuito tra gennaio e febbraio, portandosi dal 4,8 al 3,8 per cento. Allo stesso tempo, il tasso relativo all'emissione di titoli di debito a lungo termine a tasso variabile si è ulteriormente contratto sui dodici mesi, al -6,4 per cento in febbraio dal -5,9 del mese precedente.

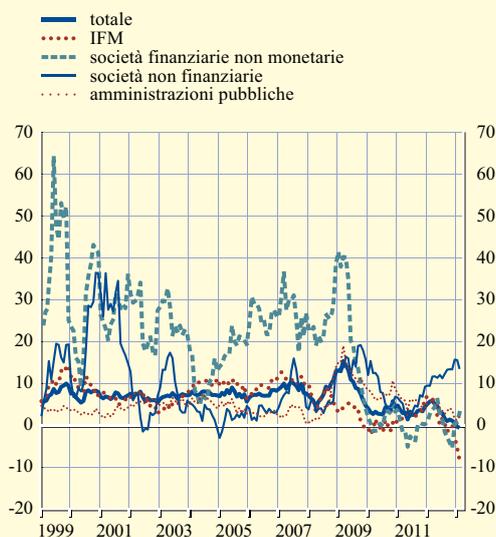
Per quanto concerne le dinamiche a breve termine, il rallentamento delle emissioni di titoli di debito è stato più pronunciato di quanto indicato dai tassi di variazione sui dodici mesi relativi alle IFM e alle società non finanziarie (cfr. figura 7). Per l'insieme delle emissioni di titoli di debito, il tasso di crescita sui sei mesi espresso in ragione d'anno è sceso da un massimo dell'1,4 per cento dell'ottobre 2012 al -0,6 per cento di febbraio 2013. Il tasso è diminuito dal -5,4 di gennaio 2013 al -8,3 per cento di febbraio per le IFM e dal 15,6 al 13,5 per cento per le società non finanziarie, mentre è aumentato per le società finanziarie non monetarie, dallo 0,8 al 3,0 per cento.

AZIONI QUOTATE

In febbraio il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti dell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente stabile rispetto al mese precedente, allo 0,8 per cento, riflettendo variazioni minime delle emissioni nei principali settori (cfr. figura 8). Il tasso di crescita sui

Figura 7 Scomposizione per settore dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro

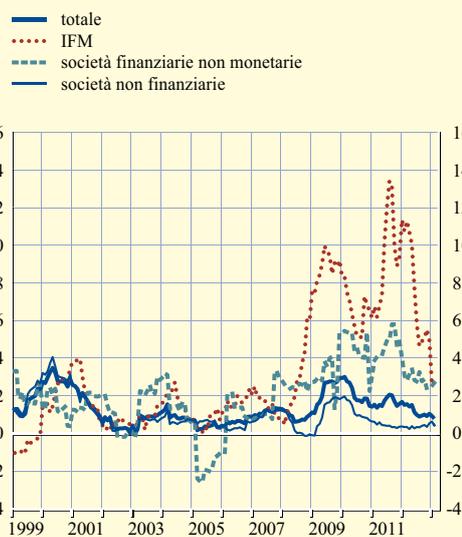
(tassi di crescita semestrali annualizzati; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

Figura 8 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.

dodici mesi delle emissioni di azioni è rimasto al 2,7 per cento per le IFM, è lievemente aumentato al 2,7 per cento per le società finanziarie non monetarie e ha segnato un calo marginale per le società non finanziarie, allo 0,4 per cento.

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

In aprile i tassi di interesse del mercato monetario sono rimasti sostanzialmente stabili. Nel quarto periodo di mantenimento dell'anno, iniziato il 10 aprile, l'Eonia si è mantenuto su livelli storicamente bassi, a seguito dei bassi tassi di riferimento della BCE e all'ammontare di liquidità in eccesso nel mercato monetario overnight - che è rimasto elevato nonostante il rimborso volontario in corso dei fondi presi in prestito nelle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a tre anni.

In aprile i tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono rimasti sostanzialmente stabili. Il 30 aprile i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente allo 0,12, 0,21, 0,32 e 0,51 per cento, invariati rispetto a quelli osservati il 3 aprile per i tassi di interesse a più breve termine e su livelli inferiori di 2 e 3 punti base rispettivamente per i tassi a sei e dodici mesi. Di conseguenza, il differenziale tra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese, indicatore dell'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario, ha registrato un'ulteriore lieve riduzione, portandosi a 39 punti base il 30 aprile (cfr. figura 9).

Il 30 aprile il tasso *swap* sull'Eonia a tre mesi si collocava allo 0,07 per cento, in calo di 1 punto base rispetto al 3 aprile. Pertanto, il differenziale tra l'Euribor a tre mesi e il tasso *swap* sull'Eonia a tre mesi è aumentato di 1 punto base.

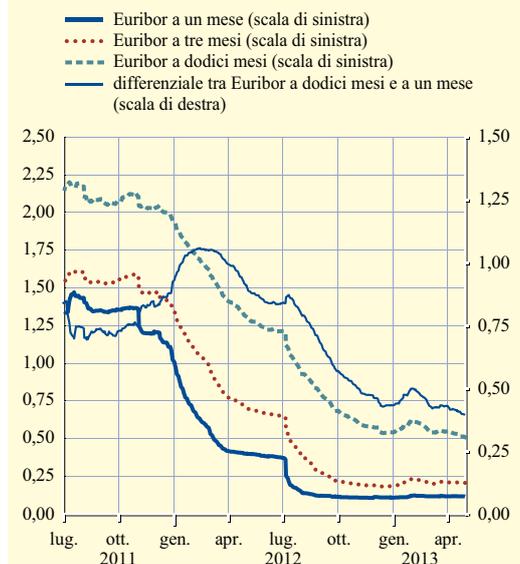
I tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza in giugno, settembre e dicembre 2013 e in marzo 2014 si collocavano rispettivamente allo 0,18, 0,19, 0,22 e 0,25 per cento il 30 aprile, in calo rispettivamente di 4, 6, 6 e 6 punti base rispetto ai valori registrati il 3 aprile.

Fra il 3 aprile e il 9 aprile, ultimo giorno del terzo periodo di mantenimento del 2013, l'Eonia è salito leggermente, collocandosi intorno allo 0,08 per cento, in un contesto di persistente eccesso di liquidità. Livelli analoghi sono stati osservati nel quarto periodo di mantenimento. Il 30 aprile l'Eonia è salito allo 0,102 per cento (cfr. figura 10).

Nel periodo tra il 3 e il 30 aprile l'Eurosistema ha condotto diverse operazioni di rifinanziamento. Nelle operazioni di rifinanziamento principali del quarto periodo di mantenimento condotte il 9, il 16 e il 23 e il 30 aprile, l'Eurosistema ha aggiudicato rispettivamente 119,3, 116,4,

Figura 9 Tassi di interesse del mercato monetario

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

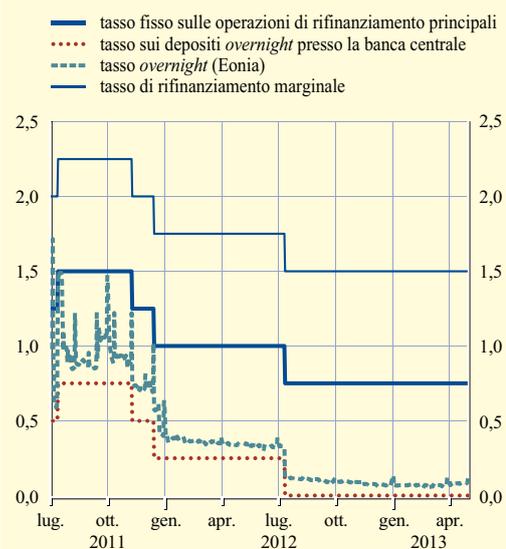


Fonti: BCE e Thomson Reuters.

110,4 e 105,0 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 9 aprile ha condotto un'operazione con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento (con aggiudicazione di 5,2 miliardi di euro) e il 24 aprile un'ORLT a tre mesi (con aggiudicazione di 3 miliardi di euro). Inoltre, alcune controparti hanno volontariamente scelto il rimborso prima della scadenza, su base settimanale, dei fondi presi in prestito nelle ORLT a tre anni del 21 dicembre 2011 e del 29 febbraio 2012. Al 30 aprile era stato rimborsato un totale di 274,5 miliardi di euro dal 30 gennaio 2013, di cui 182 miliardi di euro relativi alla ORLT del 21 dicembre 2011 e 92,5 miliardi di euro relativi all'ORLT del 29 febbraio 2012. Pertanto, dei 523 miliardi di euro di liquidità netta originariamente immessi attraverso le ORLT a tre anni, ne è stato finora rimborsato circa il 52 per cento.

Figura 10 Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse *overnight*

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



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

Inoltre, l'Eurosistema ha condotto quattro operazioni di assorbimento della liquidità a una settimana il 9, il 16, il 23 e il 30 aprile mediante aste a tasso variabile con tasso massimo di offerta dello 0,75 per cento. Tramite queste operazioni l'Eurosistema ha assorbito interamente la liquidità connessa ai titoli detenuti nell'ambito del Programma per i mercati dei titoli finanziari.

La liquidità in eccesso è ulteriormente diminuita nel terzo periodo di mantenimento del 2013 (scendendo da 442,7 a 374,9 miliardi di euro), proseguendo nella dinamica osservata dal terzo trimestre del 2012 (dopo i livelli record raggiunti nel secondo trimestre dell'anno), dinamica che ha accelerato dall'inizio del rimborso anticipato dei fondi allocati mediante le due ORLT a tre anni. Inoltre, una lieve riduzione del ricorso alle operazioni di rifinanziamento principali ha altresì contribuito alla diminuzione della liquidità in eccesso nel terzo periodo di mantenimento del 2013. Mentre il ricorso medio giornaliero ai depositi presso la banca centrale è sceso a 133,8 miliardi di euro, da 145,3 miliardi nel periodo di mantenimento precedente, l'ammontare dei conti correnti in eccesso rispetto all'obbligo di riserva è diminuito in media da 297,4 a 241,1 miliardi di euro. Il 30 aprile, durante il quarto periodo di mantenimento delle riserve, la liquidità in eccesso si è collocata a 313,0 miliardi di euro, per effetto del proseguimento del rimborso anticipato dei fondi e di un incremento della liquidità assorbita da fattori autonomi.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

Tra la fine di marzo e il 30 aprile, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine con rating AAA sono diminuiti di circa 20 punti base nell'area dell'euro, collocandosi attorno all'1,5 per cento. Negli Stati Uniti, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine hanno registrato cali della stessa entità in tale periodo, portandosi intorno all'1,7 per cento il 30 aprile. Il clima di propensione al rischio nell'area dell'euro è rimasto in generale positivo, malgrado le deboli prospettive per la crescita. Negli Stati Uniti, il clima di mercato è stato determinato anche alla diffusione di dati macroeconomici generalmente inferiori delle attese. In Giappone, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono rimasti su livelli bassi (0,6 per cento) in seguito alle recenti misure di politica monetaria adottate dalla Banca del Giappone. Nel periodo in esame, l'incertezza sugli andamenti futuri dei mercati obbligazionari nell'area dell'euro è diminuita. I differenziali di rendimento fra titoli sovrani dell'area dell'euro sono calati per la maggior parte dei paesi. Gli indicatori desunti dai mercati delle aspettative di inflazione a lungo termine rimangono pienamente coerenti con la stabilità dei prezzi.

Tra la fine di marzo e il 30 aprile i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine con rating AAA dell'area dell'euro sono diminuiti di circa 20 punti base, collocandosi a fine periodo intorno all'1,5 per cento (cfr. figura 11). Nello stesso periodo i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine degli Stati Uniti si sono ridotti dello stesso ammontare, portandosi all'1,7 per cento circa. In Giappone, dopo un brusco calo connesso alle misure di politica monetaria adottate dalla Banca del Giappone, i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono saliti di 10 punti base, ma il 30 aprile si collocavano ancora su livelli bassi, pari allo 0,6 per cento.

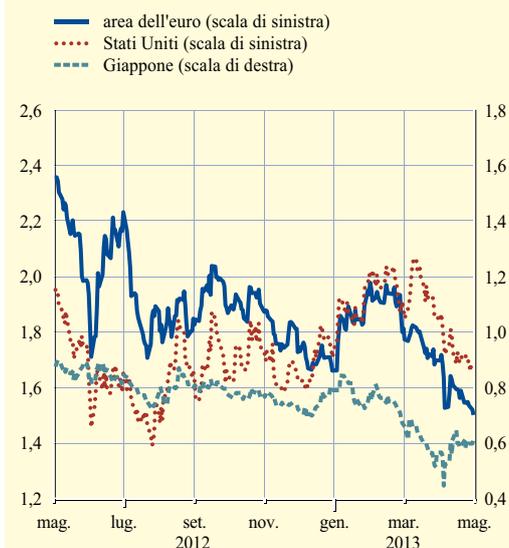
La flessione dei rendimenti dei titoli di Stato con rating AAA dell'area dell'euro si è verificata in un contesto di indebolimento delle prospettive economiche. In particolare, diversi dati pubblicati, tra cui il *Purchasing Managers' Index* e le indagini presso le imprese per alcuni paesi dell'area dell'euro, si sono rivelati inferiori alle attese degli operatori di mercato. Questi risultati deludenti hanno ridotto le attese riguardo al livello futuro dei tassi di riferimento (cfr. figura 15), esercitando nel contempo ulteriori pressioni al ribasso sui tassi di interesse a lungo termine.

Negli Stati Uniti, sulla scia di una serie di dati deludenti, tra cui quelli sull'occupazione dipendente nel settore non agricolo in marzo, i rendimenti dei titoli del Tesoro a dieci anni sono calati ai minimi del 2013. La pubblicazione dei verbali della riunione di marzo del Federal Open Market Committee è parsa esercitare temporanee pressioni al rialzo sui tassi di interesse.

A inizio aprile la Banca del Giappone ha apportato sostanziali modifiche al proprio quadro di riferimento per la politica monetaria, includendo

Figura 11 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. Il rendimento dei titoli di Stato dell'area dell'euro si basa sui dati della BCE relativi ai titoli con rating AAA, che attualmente comprendono titoli di Austria, Finlandia, Francia, Germania e Paesi Bassi.

acquisti di titoli di Stato nipponici per circa 7.000 miliardi di yen al mese. Tali decisioni hanno innescato un aumento della volatilità dei rendimenti dei titoli di Stato giapponesi a lungo termine, rendimenti calati a un minimo storico il 4 aprile (vicino allo 0,4 per cento), per poi risalire allo 0,6 il 30 aprile.

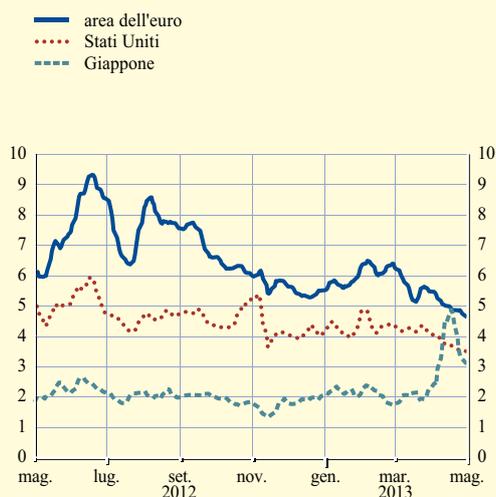
Nel periodo in esame i rendimenti nei segmenti in difficoltà del mercato dei titoli di Stato dell'area dell'euro sono in generale diminuiti. In particolare, il successo delle aste in Italia e Spagna è stato determinante per gli andamenti nei mercati dei titoli di Stato dei paesi periferici dell'area. Inoltre, l'approvazione da parte dell'Eurogruppo del prolungamento, di sette anni, dei prestiti all'Irlanda e al Portogallo ha ulteriormente contribuito al calo dei rendimenti dei titoli di Stato di tali paesi.

L'incertezza degli investitori riguardo agli andamenti a breve del mercato obbligazionario, misurata dalla volatilità implicita ricavata dal prezzo delle opzioni, è diminuita nell'area dell'euro e negli Stati Uniti nel periodo in esame (rispettivamente al 4,6 e al 3,6 per cento). Alla fine del periodo, la volatilità implicita era relativamente bassa sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti e prossima ai livelli prevalenti prima della crisi.

I rendimenti nominali dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro possono essere scomposti in rendimenti reali e aspettative di inflazione. I rendimenti reali dei titoli di Stato quinquennali dell'area dell'euro indicizzati all'inflazione con rating AAA sono diminuiti nel periodo in esame, dal -0,2 al -0,3 per cento, mentre i rendimenti reali sui titoli corrispondenti a dieci anni sono rimasti sostanzialmente invariati al -0,8 per cento (cfr. figura 13). Per le scadenze più lunghe, i tassi reali a

Figura 12 Volatilità implicita del mercato dei titoli di Stato

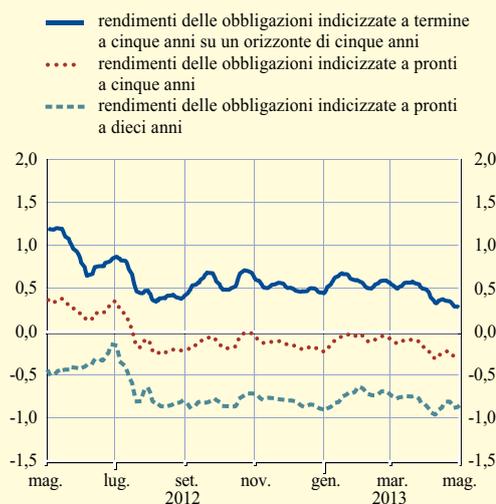
(valori percentuali; dati giornalieri)



Fonti: Bloomberg.
Note: la volatilità implicita del mercato dei titoli di Stato è una misura dell'incertezza inerente i prezzi a breve termine (non oltre i tre mesi) dei titoli di Stato a dieci anni di Germania e Stati Uniti. Si basa sul valore di mercato desunto dalla negoziazione delle opzioni ad essi relative. Bloomberg utilizza la volatilità implicita dei prezzi di esercizio *at-the-money* più prossimi sia per le opzioni *put* sia per quelle *call* utilizzando i contratti *future* con scadenza nel mese più vicino.

Figura 13 Rendimenti zero coupon, ricavati sulla base dei rendimenti delle obbligazioni indicizzate all'inflazione nell'area dell'euro

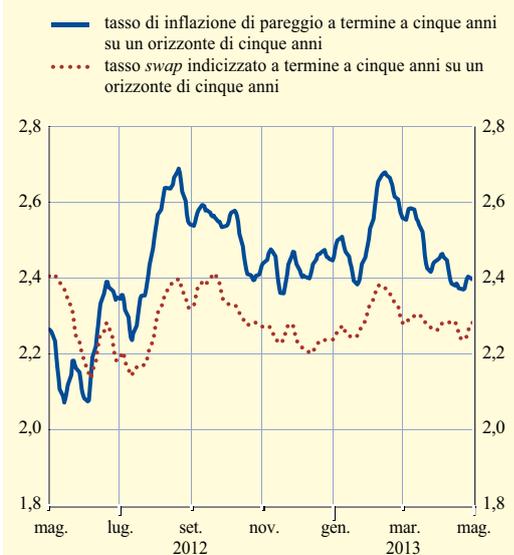
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Note: dalla fine di agosto 2011, i tassi reali sono calcolati come media ponderata al PIL dei tassi reali di Francia e Germania.

Figura 14 Inflazione di pareggio, ricavata da rendimenti *zero coupon* e tassi *swap* indicizzati all'inflazione nell'area dell'euro

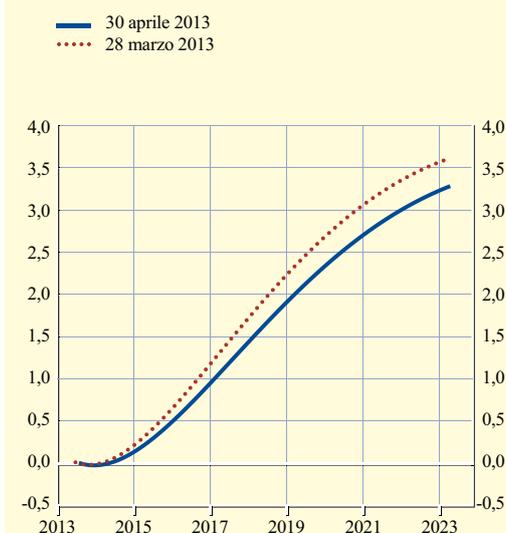
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
 Note: 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.

Figura 15 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.

termine impliciti (a cinque anni su un orizzonte quinquennale) nell'area dell'euro sono calati dallo 0,5 allo 0,3 per cento.

Per quanto riguarda gli indicatori delle aspettative di inflazione a lungo termine nell'area dell'euro ricavati dai mercati, i tassi di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale, impliciti nelle obbligazioni indicizzate all'inflazione, sono diminuiti di quasi 10 punti base, portandosi a circa il 2,4 per cento alla fine del periodo sotto rassegna (cfr. figura 14). Il corrispondente tasso a termine desunto dagli *swap* sull'inflazione è rimasto sostanzialmente invariato, situandosi al 2,3 per cento circa alla stessa data. Nell'insieme, gli indicatori desunti dai mercati segnalano che le aspettative di inflazione rimangono saldamente ancorate in linea con la stabilità dei prezzi ¹⁾.

I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro possono anche essere scomposti in aspettative sui tassi di interesse futuri a breve termine, ossia i tassi di interesse *overnight*, e i premi per il rischio (cfr. figura 15). Riguardo alle aspettative, la struttura per scadenze dei tassi *overnight* a termine impliciti dell'area dell'euro ha subito uno spostamento verso il basso su tutte le scadenze durante il periodo in esame. Come menzionato sopra, questi andamenti hanno principalmente riflesso correzioni al ribasso delle prospettive per l'attività economica.

1) Per un'analisi più approfondita dell'ancoraggio delle aspettative di inflazione a lungo termine, cfr. l'articolo "Valutazione dell'ancoraggio delle aspettative di inflazione a più lungo termine", *Bollettino mensile*, BCE, luglio 2012.

Nel periodo in rassegna i differenziali di rendimento (rispetto all'indice di obbligazioni sovrane con rating AAA dell'UEM elaborato da Merrill Lynch) delle obbligazioni di qualità più elevata (*investment grade*) emesse da società non finanziarie e finanziarie nell'area dell'euro sono diminuiti per tutte le classi di *rating*, ma soprattutto per quelle a più basso *rating*. Nel complesso, i differenziali delle obbligazioni societarie sono rimasti su livelli storicamente bassi.

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

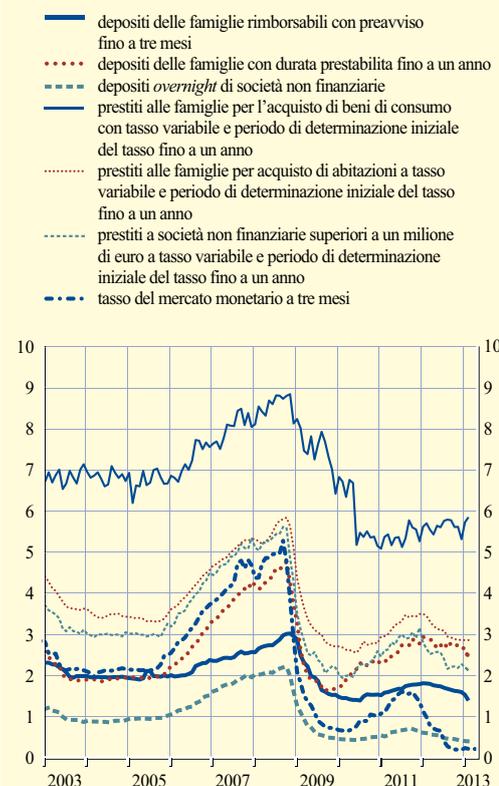
I tassi a breve termine e a lungo termine sono rimasti invariati in febbraio per i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. I tassi sono restati stabili anche per i prestiti di modesta entità e a breve termine alle società non finanziarie, mentre sono calati per i prestiti di importo elevato a più breve termine. Per contro, i tassi a lungo termine sui prestiti alle società non finanziarie sono aumentati sia per i prestiti di modesta entità che per quelli di importo elevato. I differenziali fra i tassi sui prestiti di modesta entità e quelli sui prestiti di importo elevato alle società non finanziarie si sono mantenuti ampi.

In febbraio i tassi di interesse applicati dalle IFM ai depositi a breve termine sono calati sia per le società non finanziarie che per le famiglie. I tassi di interesse a breve termine sui mutui per l'acquisto di abitazioni sono rimasti stabili al 2,9 per cento in febbraio, mentre quelli sul credito al consumo sono aumentati dal 5,7 per cento di gennaio al 5,9 in febbraio. Quanto ai prestiti alle società non finanziarie, i tassi a breve termine sui prestiti di importo elevato (superiore a 1 milione di euro) sono diminuiti di 10 punti base, portandosi al 2,1 per cento in febbraio, mentre quelli sui prestiti di modesta entità (fino a 1 milione di euro) sono rimasti sostanzialmente invariati al 3,8 per cento (cfr. figura 16). Di conseguenza, il differenziale fra i tassi di interesse a breve termine sui prestiti di modesta entità alle società non finanziarie e i corrispondenti tassi di interesse sui prestiti di importo elevato si è ampliato a 170 punti base in febbraio. L'entità del differenziale indica che le condizioni finanziarie per le piccole e medie imprese rimangono persistentemente meno favorevoli di quelle per le imprese di grandi dimensioni. I tassi sugli scoperti di conto sono rimasti sostanzialmente invariati, collocandosi all'8,4 per cento per le famiglie e al 4,0 per le società non finanziarie.

Nell'insieme, considerato che in febbraio l'Euribor è rimasto pressoché invariato, il differenziale fra i tassi di interesse a breve termine delle IFM

Figura 16 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).

sui prestiti alle famiglie e il tasso del mercato monetario a tre mesi è restato stabile attorno al 2,6 per cento, mentre quello fra i corrispondenti tassi per le società non finanziarie e il tasso del mercato monetario a tre mesi è diminuito di 10 punti base, all'1,9 per cento (cfr. figura 17).

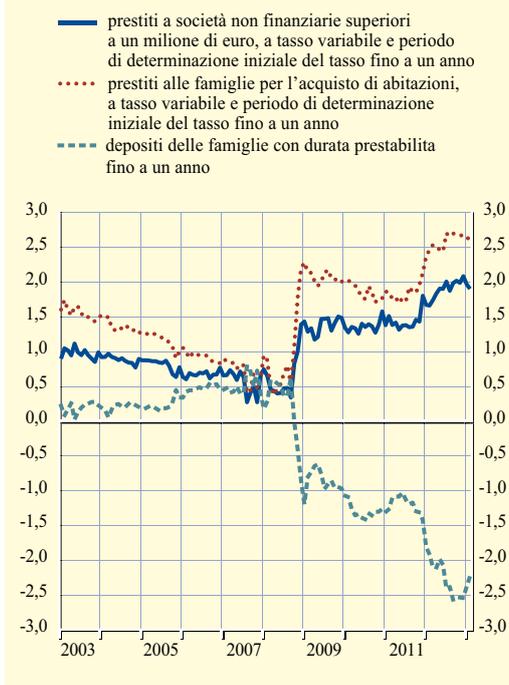
In una prospettiva di più lungo periodo, i tassi di interesse a breve termine delle IFM sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono calati di circa 60 punti base dall'inizio del 2012, mentre quelli sui prestiti di importo elevato alle società non finanziarie sono diminuiti di circa 70 punti base. Tali andamenti riflettono la trasmissione ai tassi bancari attivi delle variazioni nei tassi di mercato a seguito delle riduzioni dei tassi di interesse di riferimento della BCE dal novembre del 2011, nonché gli effetti delle misure non convenzionali attuate o annunciate dalla BCE nel periodo. Di fatto, il calo dei tassi sui prestiti a breve termine è connesso, in particolare, al sensibile miglioramento dei costi della provvista e dell'accesso al finanziamento per le banche in tale periodo.

Per quanto riguarda le scadenze più lunghe, i tassi di interesse applicati dalle IFM ai depositi a lungo termine delle famiglie sono diminuiti di 13 punti base in febbraio, portandosi al 2,3 per cento, mentre quelli sui depositi a lungo termine delle società non finanziarie sono aumentati di 5 punti base al 2,2 per cento. Quanto ai prestiti, i tassi a lungo termine sui mutui per l'acquisto di abitazioni sono rimasti sostanzialmente stabili, mentre quelli sui prestiti a lungo termine alle società non finanziarie sono aumentati. Nello specifico, i tassi sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con periodo di determinazione iniziale del tasso tra cinque e dieci anni si sono mantenuti su un livello storicamente basso, ossia al 3 per cento circa. Per contro, i tassi di interesse a lungo termine sui prestiti alle società non finanziarie (con un periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni) sono aumentati di 8 punti base, collocandosi al 3 per cento (cfr. figura 18). Analogamente, i tassi a lungo termine sui prestiti di modesta entità alle società non finanziarie sono saliti in febbraio al 3,5 per cento, dal 3,4 del mese precedente. Pertanto, il differenziale fra i tassi a lungo termine sui prestiti di modesta entità e quelli sui prestiti di importo elevato è rimasto stabile a circa 40 punti base in febbraio, restando tuttavia superiore alla media storica registrata dal 2003 (30 punti base). Dato che in febbraio i rendimenti dei titoli di Stato a sette anni con *rating* AAA sono diminuiti di circa 20 punti base, all'1,2 per cento, il differenziale fra i tassi sui prestiti a lungo termine e i rendimenti dei titoli di Stato a sette anni con *rating* AAA si è ampliato sia per i mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni che per i prestiti alle società non finanziarie.

In una prospettiva di più lungo periodo, il differenziale fra i tassi sui prestiti a lungo termine e i rendimenti dei titoli di Stato a sette anni con *rating* AAA è cresciuto lievemente nel cor-

Figura 17 Differenziali fra i tassi di interesse a breve termine delle IFM e il tasso del mercato monetario a tre mesi

(valori percentuali in ragione d'anno; 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).

so del 2012 e all'inizio del 2013. Ciò riflette una flessione dei rendimenti dei titoli di Stato con *rating* AAA nel contesto della ricerca di rendimenti sicuri, che è stata più pronunciata del calo dei tassi delle IFM sui prestiti a lungo termine, in particolare quelli per le società non finanziarie, ma anche quelli applicati alle famiglie. Allo stesso tempo, la diminuzione dei tassi sui prestiti a lungo termine rispecchia anche la trasmissione delle pregresse riduzioni dei tassi di riferimento della BCE e gli effetti delle misure non convenzionali della BCE, come le due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a tre anni condotte nel dicembre 2011 e nel febbraio 2012, nonché l'annuncio delle operazioni definitive monetarie nell'estate 2012.

2.6 MERCATI AZIONARI

Tra la fine di marzo e il 30 aprile 2013 i corsi azionari sono aumentati del 2,3 per cento nell'area dell'euro. Negli Stati Uniti, le quotazioni azionarie sono salite dell'1,8 per cento nello stesso periodo. Il clima di propensione al rischio nell'area dell'euro è rimasto in generale positivo, malgrado le deboli prospettive per la crescita. Negli Stati Uniti, gli indicatori anticipatori hanno altresì indicato una debole ripresa.

Nell'area dell'euro, gli utili pubblicati dalle imprese per il primo trimestre hanno contenuto un numero leggermente superiore di sorprese negative. Negli Stati Uniti sono state leggermente di più le sorprese positive. L'incertezza circa l'andamento dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita, è rimasta sostanzialmente invariata nel periodo in rassegna.

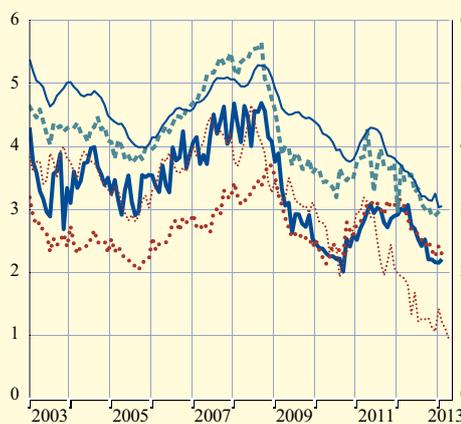
Fra la fine di marzo e il 30 aprile 2013 le quotazioni azionarie nell'area dell'euro, misurate dall'indice ampio Dow Jones Euro Stoxx, sono aumentate del 2,3 per cento. Nello stesso periodo sono cresciuti anche i corsi azionari negli Stati Uniti, misurati dall'indice Standard and Poor's 500, dell'1,8 per cento (cfr. figura 19). Nell'area dell'euro le quotazioni per il settore non finanziario sono salite leggermente, dell'1,0 per cento, ma hanno registrato un andamento peggiore rispetto a quelle del settore finanziario, che hanno segnato un rialzo del 9,1%. Negli Stati Uniti vi sono stati lievi incrementi delle quotazioni azionarie sia nel settore finanziario che in quello non finanziario, rispettivamente del 2,5 e dell'1,6 per cento. Nello stesso periodo i prezzi delle azioni giapponesi, misurati dall'indice Nikkei 225, sono aumentati del 12 per cento circa.

Nell'area dell'euro, gli indicatori del clima di fiducia delle imprese hanno continuato a segnalare deboli dinamiche di crescita. Tuttavia, i dati hanno suscitato un aumento delle aspettative di riduzione dei tassi di riferimento della BCE, contrastando così l'effetto negativo sul clima di mercato. Nel frattempo, il generale aumento della propensione al rischio, che ha favorito in particolare i

Figura 18 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)

- depositi di società non finanziarie con durata prestabilita oltre due anni
- depositi delle famiglie con durata prestabilita oltre due anni
- - - - prestiti a società non finanziarie superiori al milione di euro con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni
- prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con periodo di determinazione iniziale del tasso compreso tra cinque e dieci anni
- rendimenti sui titoli di Stato a sette anni



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 19 Indici dei corsi azionari

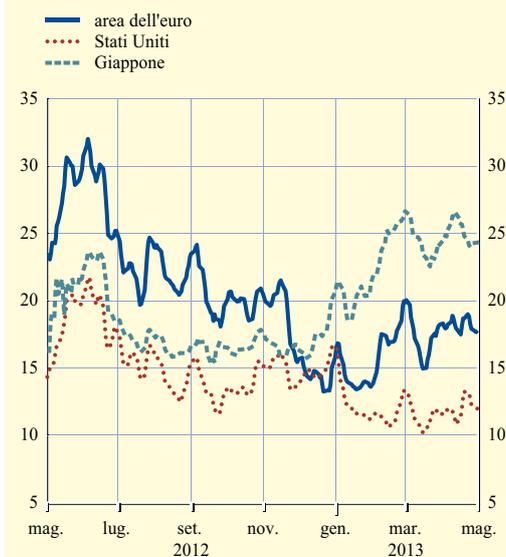
(indice: 1° maggio 2012 = 100; dati giornalieri)



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

Figura 20 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.

mercati dei titoli di Stato dei paesi periferici, ha sorretto anche altri titoli rischiosi come le azioni. Gli utili delle società europee sono stati in generale deboli rispetto alle aspettative degli analisti, ma non hanno inciso in maniera rilevante sul clima di mercato.

Negli Stati Uniti, i dati economici pubblicati sono stati contrastanti, in quanto alcuni indicatori anticipatori sono risultati inferiori alle attese, mentre la maggior parte dei dati sul mercato immobiliare residenziale ha confermato una tendenza positiva. Gli utili delle imprese del primo trimestre sono stati migliori del previsto, anche se le vendite hanno per lo più deluso. Nel complesso, le pubblicazioni degli utili hanno avuto un impatto limitato sul clima di mercato anche negli Stati Uniti. In Giappone, le quotazioni azionarie sono salite significativamente (del 12 per cento), in un contesto di rapido deprezzamento dello yen sulla scia dell'annuncio di un nuovo programma di acquisto di obbligazioni da parte della Banca del Giappone finalizzato a contrastare la deflazione e a fornire sostegno alla domanda interna.

L'incertezza circa l'andamento dei mercati azionari nell'area dell'euro, misurata dalla volatilità implicita, è rimasta sostanzialmente invariata al 18% nel periodo in rassegna. Negli Stati Uniti, è aumentata leggermente al 12 per cento. In entrambe le aree economiche, l'incertezza sull'andamento dei mercati azionari resta prossima ai valori medi registrati dall'estate del 2012 (cfr. figura 20).

Gli andamenti degli indici settoriali dei mercati azionari dell'area dell'euro sono stati contrastanti nel periodo in esame. I corsi sono calati o sono rimasti invariati nei settori che sono in genere sen-

sibili al ciclo economico, in particolare prodotti industriali e beni di consumo, nonché nel settore tecnologico. La crescita inferiore alle attese in Cina e le deboli prospettive della crescita nella maggior parte delle principali aree economiche hanno esercitato pressioni al ribasso sui prezzi del petrolio e delle materie prime, determinando andamenti peggiori per le quotazioni azionarie delle società del settore delle materie prime. I maggiori rialzi sono stati registrati nel comparto finanziario, nonché in quelli delle telecomunicazioni e dei servizi pubblici. Le quotazioni del settore finanziario hanno beneficiato in particolare del ritorno della fiducia nei confronti dei mercati dei titoli di Stato in difficoltà.

Riquadro 3

I RISULTATI DELL'INDAGINE SULL'ACCESSO AL CREDITO DELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE NELL'AREA DELL'EURO PER IL PERIODO DA OTTOBRE 2012 A MARZO 2013

Questo riquadro presenta i principali risultati dell'ottava edizione dell'Indagine sull'accesso al credito delle piccole e medie imprese (PMI) nell'area dell'euro¹⁾ condotta fra il 18 febbraio e il 21 marzo 2013 presso 7.510 imprese, di cui 6.960 (ossia il 93 per cento) aventi meno di 250 dipendenti (e quindi classificabili come PMI). Il riquadro descrive i cambiamenti della situazione finanziaria, del fabbisogno di finanziamento e dell'accesso al finanziamento delle PMI nell'area dell'euro nei sei mesi dall'ottobre 2012 al marzo 2013²⁾ e fornisce un raffronto con i corrispondenti andamenti registrati per le grandi imprese.

Nel complesso, gran parte delle PMI ha continuato a indicare come principale preoccupazione la "ricerca di clienti" (27 per cento, come nella precedente edizione dell'indagine), seguita dall'"accesso ai finanziamenti" (16 per cento, dal 18 per cento del semestre precedente), che nel caso delle imprese di grandi dimensioni è invece stato menzionato con minore frequenza (11 per cento, in calo dal 14 per cento).

La situazione finanziaria delle PMI subisce un deterioramento analogo a quello del semestre precedente

Nel periodo ottobre 2012-marzo 2013, caratterizzato dalla debolezza dell'attività economica nell'area dell'euro, la situazione finanziaria delle PMI dell'area si è ulteriormente deteriorata. Le PMI dell'area hanno continuato a segnalare, in termini netti³⁾, un calo del fatturato (-11 per cento, valore sostanzialmente analogo al -10 per cento dell'indagine precedente; cfr. figura A). In aggiunta, un'elevata percentuale netta di PMI dell'area ha continuato a riportare un aumento dei costi del lavoro e dei costi degli altri input (47 e 69 per cento rispettivamente, rispetto al 45 e 69 per cento precedenti). Per effetto della flessione nel fatturato e dell'andamento avverso dei costi, le PMI dell'area dell'euro hanno seguito a registrare un calo dei profitti (-33 per cento, dal -34 per cento). Per contro, le grandi imprese hanno segnalato, nel complesso, un aumento del fatturato per il periodo da ottobre 2012 a marzo 2013 (19 per cento, in calo dal 22 per cento). Il deterioramento dei loro profitti, inoltre, è stato generalmente molto più modesto (-14 per cento, dal -10 per cento dell'indagine precedente) rispetto a quello delle PMI nell'area dell'euro.

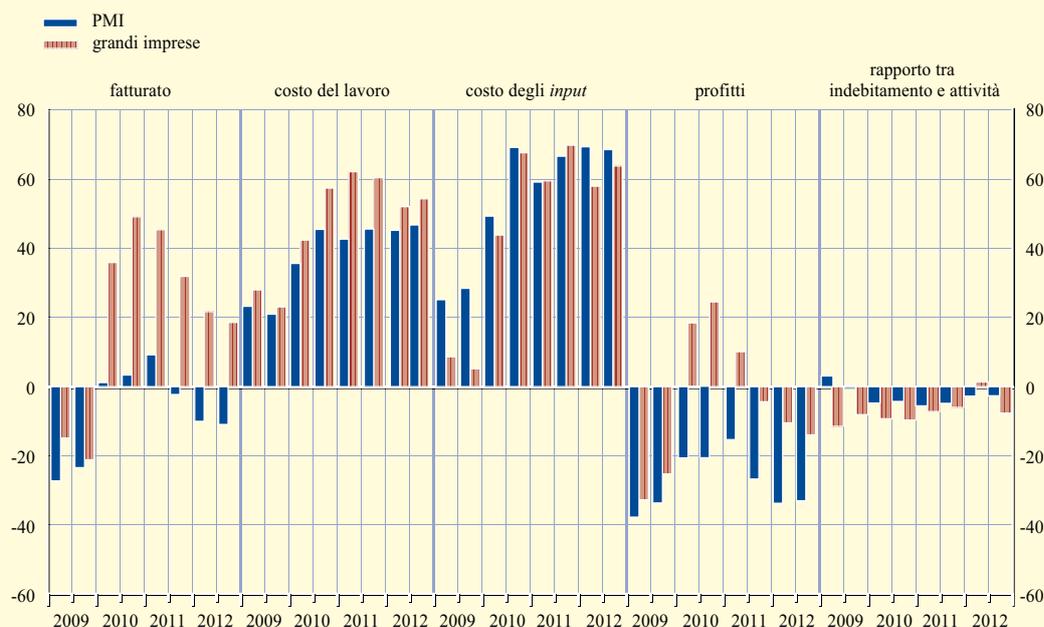
1) Un rapporto esaustivo corredato di tavole statistiche dettagliate e scomposizioni aggiuntive è stato pubblicato il 25 aprile 2013 nella sezione dedicata alle statistiche del sito Internet della BCE (cfr. *Monetary and financial statistics/Surveys/Access to finance of SMEs*).

2) Il periodo di riferimento della precedente rilevazione (primo semestre 2012) era aprile-settembre 2012.

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

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

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



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

Nota: 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.

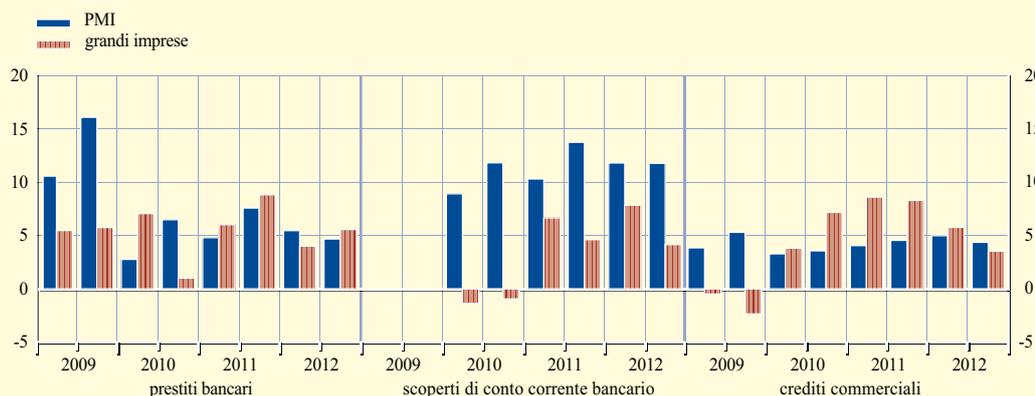
In un contesto caratterizzato da livelli ancora elevati di indebitamento delle imprese, accresciuta avversione al rischio delle banche, specie nei confronti dei prenditori meno affidabili, e debole domanda di credito, le PMI dell'area dell'euro hanno continuato a ridurre il proprio indebitamento (-3 per cento in termini netti, invariato rispetto alla precedente edizione dell'indagine). Dopo la sostanziale pausa nel processo di riduzione dell'indebitamento della precedente rilevazione, anche le imprese di grandi dimensioni hanno ripreso a ridurre il grado di leva finanziaria nel periodo ottobre 2012-marzo 2013 (complessivamente -8 per cento, in calo dall'1 per cento).

Continua ad aumentare il fabbisogno di finanziamento esterno

Nel complesso, il 5 per cento delle PMI dell'area dell'euro ha segnalato un aumento della necessità di ricorrere a prestiti bancari e il 12 per cento a scoperti bancari (entrambe le percentuali sono pressoché invariate rispetto all'indagine precedente; cfr. figura B). Andamenti analoghi si sono riscontrati per il fabbisogno di credito al commercio, cresciuto per il 4 per cento delle PMI (a fronte del 5 per cento precedente). Fra i fattori che hanno influito sul fabbisogno di finanziamento esterno delle PMI si segnalano in particolare gli investimenti fissi e le scorte e il capitale circolante. L'aumento della rilevanza degli investimenti fissi è stato complessivamente rilevato dal 13 per cento delle PMI (in rialzo dal 10 per cento). Le PMI dell'area hanno inoltre segnalato nell'insieme un fabbisogno leggermente maggiore di finanziamento esterno dovuto all'insufficiente disponibilità di autofinanziamento (7 per cento, in rialzo dal 5 per cento).

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

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



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

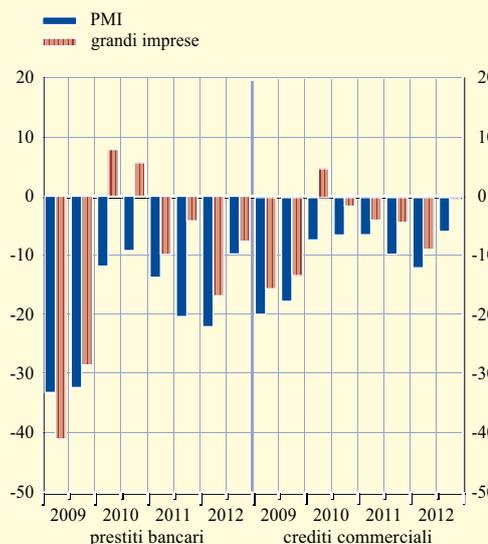
Le imprese di grandi dimensioni hanno segnalato anch'esse nel complesso un lieve aumento del fabbisogno di prestiti bancari (dal 4 al 6 per cento), ma un calo di quello di credito al commercio (dal 6 al 4 per cento) e di scoperti bancari (dall'8 al 4 per cento).

Prosegue, seppur in misura significativamente minore, il peggioramento della disponibilità di finanziamento esterno

Nel periodo 2012-marzo 2013 la percentuale netta di PMI che hanno riportato un peggioramento della disponibilità di prestiti bancari è visibilmente calata, passando al -10 per cento (dal -22 per cento; cfr. figura C), raggiungendo così i livelli osservati nella seconda metà del 2010. Le PMI dell'area hanno inoltre segnalato, nel complesso, un deterioramento assai minore della disponibilità di scoperti bancari (dal -23 al -14 per cento) e di credito al commercio (dal -12 al -6 per cento). Tra i fattori all'origine della minore disponibilità di finanziamento esterno, le PMI hanno continuato a menzionare in particolare il peggioramento delle prospettive economiche generali (-35 per cento in termini netti, dal -41 per cento), seppur in misura inferiore rispetto alla precedente indagine. La valutazione ancora negativa a livello di area dell'euro fa ritenere che siano presenti rischi collegati alla fragilità dell'attività economi-

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

ca e al merito di credito dei prenditori, due fattori di cui le banche tengono conto nelle politiche di fido. La percentuale netta di PMI dell'area che ha segnalato un peggioramento delle proprie prospettive aziendali è anch'essa calata nel periodo in rassegna (dal -20 al -16 per cento). A livello di area dell'euro, il capitale proprio delle PMI ha avuto sostanzialmente un impatto neutrale rispetto alla disponibilità di finanziamenti esterni (passando dal -5 al -2 per cento). Così come dal lato della domanda, anche dal lato dell'offerta le PMI hanno indicato un peggioramento inferiore rispetto al semestre precedente: il deterioramento della disponibilità delle banche a erogare prestiti è passato dal -27 al -21 per cento.

In linea con quest'ultimo andamento, le PMI hanno parimenti segnalato nel complesso un irrigidimento considerevolmente inferiore dei termini e delle condizioni dei prestiti bancari. Nell'insieme, molte meno PMI hanno riportato un aumento dei tassi di interesse (passando dal 27 al 17 per cento), forse grazie alla migliorata situazione di provvista delle banche. Per quanto riguarda i termini e le condizioni diversi dal prezzo, per la prima volta dalla prima metà del 2011 le PMI dell'area hanno registrato nel complesso un aumento dell'entità dei prestiti (dal -8 al 3 per cento), a indicare un allentamento dei vincoli quantitativi alla disponibilità di prestiti. Le PMI hanno inoltre segnalato nel complesso un aumento più contenuto delle garanzie reali richieste (dal 39 al 35 per cento).

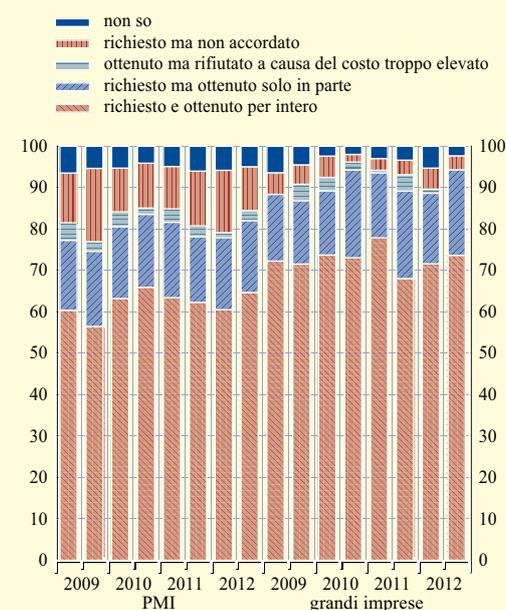
Come nel caso delle PMI, anche per le grandi imprese la disponibilità di prestiti bancari ha subito un deterioramento inferiore rispetto al periodo coperto dalla precedente indagine (dal -17 al -8 per cento). In aggiunta, il grado di deterioramento ha continuato a essere inferiore di quello osservato per le PMI, a indicare che le grandi imprese godono generalmente di un accesso più agevole ai finanziamenti rispetto alle PMI.

Sussistono ostacoli significativi di finanziamento per le PMI, seppur inferiori rispetto alla precedente indagine

L'analisi dell'esito effettivo delle richieste di prestiti bancari da parte delle PMI nel periodo ottobre 2012-marzo 2013 evidenzia segnali concreti di miglioramento al livello dell'area dell'euro. Il 65 per cento delle PMI dell'area ha dichiarato di aver ricevuto l'intero importo richiesto in prestito (a fronte del 60 per cento del semestre precedente; cfr. figura D), una percentuale prossima a quella della seconda metà del 2010 (66 per cento). Per contro, l'11 per cento (in calo dal 15 per cento) ha dichiarato di essersi visto rifiutare il credito richiesto e il 10 per cento (invariato rispetto all'indagine precedente) di aver ricevuto soltanto una parte dell'importo desiderato. Anche per gli scoperti di conto le PMI dell'area hanno riportato un calo del tasso di rifiuto (dal 14 al 10 per cento). Sommando le percentuali

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

di PMI le cui richieste sono state rifiutate, o soddisfatte solo in parte, o accettate ma non utilizzate dalle PMI a causa del costo troppo elevato, nonché la percentuale di PMI che non ha fatto richiesta di prestiti per paura che non fosse accettata ("prenditori scoraggiati"), si ottiene una misura complessiva degli ostacoli di finanziamento. Nel periodo ottobre 2012-marzo 2013 essa indicava che per il 30 per cento delle PMI dell'area (in calo dal 32 per cento del semestre precedente) le richieste di credito non avevano avuto l'esito sperato.

Per le imprese di grandi dimensioni il tasso di successo nella richiesta di prestiti bancari è stato maggiore che per le PMI, portandosi al 74 per cento (dal 72 per cento). Il tasso di rifiuto è leggermente calato (dal 5 al 3 per cento). La misura complessiva degli ostacoli di finanziamento era pari al 15 per cento (in calo dal 18 per cento) delle grandi imprese, a indicare che queste ultime disponevano generalmente di un migliore accesso al finanziamento rispetto alle PMI.

Riquadro 4

I CONTI INTEGRATI DELL'AREA DELL'EURO PER IL QUARTO TRIMESTRE 2012 ¹⁾

I conti integrati dell'area dell'euro, diffusi il 29 aprile 2013, riguardano il periodo fino al quarto trimestre del 2012 e forniscono informazioni esaustive su reddito, spesa, finanziamento e decisioni di portafoglio dei settori istituzionali dell'area. Il quarto trimestre ha evidenziato un nuovo miglioramento dei conti con l'estero, riflettendo l'incremento registrato nella bilancia commerciale. Tale incremento è da attribuire a un aumento della domanda esterna e a una contrazione della domanda interna, dovuti in larga parte a una riduzione delle spese da parte del settore delle imprese (finanziarie e non) e delle pubbliche amministrazioni. Le società non finanziarie (SNF) si sono attestate su una posizione di accreditamento netto, in controtendenza rispetto al tradizionale, espansivo indebitamento netto, con continui tagli alle spese per investimenti fissi e scorte e con utili non distribuiti che, seppure in calo, restano elevati. I margini delle SNF sono scesi a livelli bassissimi e, nonostante l'attività economica in contrazione, i disavanzi pubblici sono stati nuovamente ridotti, segno della tenuta delle entrate e di un contenimento delle spese. Nel quarto trimestre il reddito disponibile delle famiglie è diminuito in termini nominali (con una drastica riduzione in termini reali, pari al 2,6 per cento). Attenuando gli effetti sui consumi, i consumatori hanno fortemente ridotto il proprio tasso di risparmio fino a raggiungere i minimi storici. In termini di bilancio, la ricchezza netta delle famiglie è diminuita leggermente, mentre continua il ridimensionamento della leva finanziaria da parte delle SNF. I coefficienti patrimoniali delle società finanziarie sono cresciuti sensibilmente nel trimestre, grazie alla ricapitalizzazione, a utili non distribuiti e guadagni in conto capitale costantemente alti.

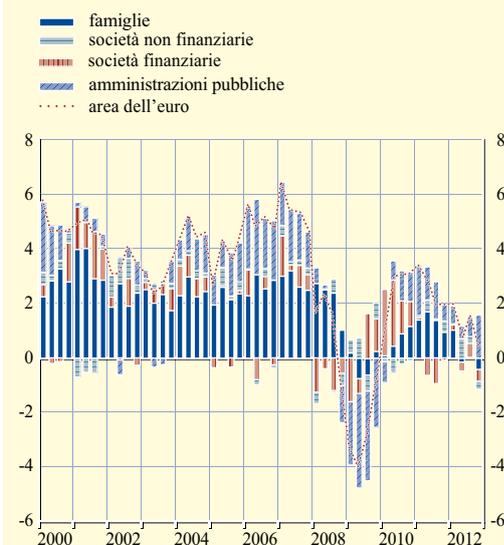
Reddito e accreditamento netto/indebitamento netto dell'area dell'euro

Nel quarto trimestre del 2012 il tasso di crescita del reddito disponibile lordo nominale nell'area dell'euro è sceso allo 0,6 per cento, sul periodo corrispondente dell'anno precedente, in linea con un rallentamento della crescita nominale del PIL (e una contrazione del PIL reale). Inoltre, si è osservato un ampio riequilibrio settoriale: le entrate delle pubbliche amministrazioni sono, infatti, aumentate mentre quelle del settore privato sono invece diminuite (cfr. Figura A).

1) I dati dettagliati sono consultabili sul sito internet della BCE (all'indirizzo <http://sdw.ecb.europa.eu/>).

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

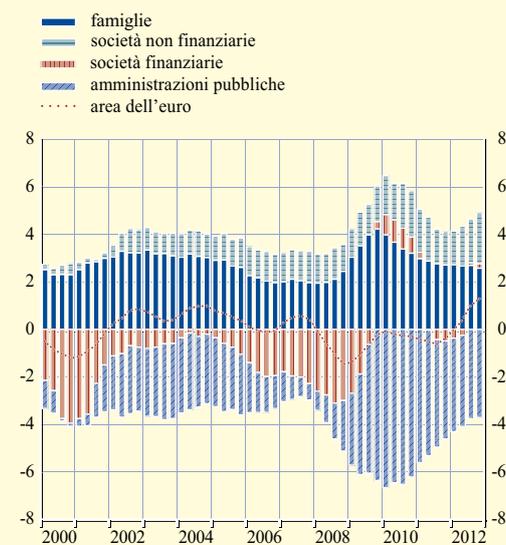
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat e BCE.

Figura B Accredito netto/ indebitamento netto nell'area dell'euro

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



Fonti: Eurostat e BCE.

Con una espansione dei consumi nel 2012 meno marcata rispetto ai redditi (soprattutto per i minori consumi dell'amministrazione pubblica), il risparmio lordo complessivo dell'area euro è leggermente aumentato rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. I risparmi (utili non distribuiti) delle società finanziarie e delle SNF, e i risparmi delle famiglie (il tasso di risparmio ha raggiunto nuovamente il minimo storico) sono diminuiti, sul periodo corrispondente. Al contrario, il comparto delle amministrazioni pubbliche ha ridotto considerevolmente il proprio tasso di risparmio negativo, con risparmi lordi destagionalizzati che nel quarto trimestre del 2012 hanno raggiunto livelli leggermente positivi. Nel quarto trimestre 2012 l'accumulazione di capitale fisso nell'area è calata complessivamente del 4 per cento in tutti i settori, corrispondente rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Gli investimenti delle famiglie, delle SNF e del comparto delle pubbliche amministrazioni si sono ridotti rispettivamente del 2,6 per cento, del 3,7 per cento e del 9,3 per cento. Al netto dei fattori stagionali, la riduzione delle scorte è proseguita nel quarto trimestre per circa quattro miliardi di euro. La riduzione tendenziale dell'accumulazione di capitale è stata più marcata rispetto a quella relativa all'accumulazione di capitale fisso.

Con la diminuzione dell'accumulazione di capitale e il leggero incremento dei risparmi, la "posizione di accredito netto" dell'area ha registrato nel quarto trimestre del 2012 un ulteriore notevole miglioramento su base annua, fino a raggiungere l'1,2 per cento del PIL; a cui corrisponde un aumento dell'attivo delle parti correnti. Da un punto di vista settoriale, questo miglioramento riflette una riduzione del disavanzo pubblico destagionalizzato, mentre l'accredito netto delle famiglie è rimasto stabile (sebbene in diminuzione rispetto al periodo corrispondente dell'anno precedente). Inoltre, se l'accredito netto delle società finanziarie è salito ai massimi storici (vicino al 2,5 per cento del PIL nel quarto trimestre, in termini destagionalizzati) grazie principalmente ai trasferimenti di capitale ricevuti, l'accredi-

tamento delle SNF ha subito un leggero calo (cfr. Figura B). Dal lato del finanziamento, i flussi transfrontalieri sono rimasti modesti, sebbene nel quarto trimestre del 2012 siano aumentati gli acquisti da parte di non residenti di titoli di debito emessi da soggetti non bancari residenti nell'area dell'euro.

Comportamento dei settori istituzionali

Dopo essere cresciuto dello 0,1 per cento nel terzo trimestre, il reddito nominale delle famiglie è calato nel quarto trimestre dello 0,6 per cento sul periodo corrispondente; ciò a causa del persistente e sensibile "drenaggio fiscale" (trasferimenti netti dalle famiglie allo Stato) che nel quarto trimestre del 2012 ha portato a un ridimensionamento dell'incremento del reddito di 0,8 punti percentuali. Contemporaneamente, la crescita più debole delle retribuzioni dei lavoratori dipendenti (e più specificatamente dei dipendenti pubblici) e del risultato lordo di gestione/reddito misto, ha contribuito in modo predominante al contenimento della crescita del reddito (cfr. Figura C). In termini reali, il reddito delle famiglie è ancora una volta diminuito nettamente del 2,6 per cento sul periodo corrispondente dell'anno precedente. Per limitare l'effetto sui consumi, le famiglie hanno continuato ad attingere ai propri risparmi con un tasso di risparmio che, ancora una volta, ha subito un forte calo, toccando il minimo storico del 12,2 per cento, in termini destagionalizzati (cfr. Figura D). Anche gli investimenti immobiliari hanno subito in termini tendenziali una contrazione, ma in misura meno marcata rispetto ai risparmi cosicché l'accreditamento netto delle famiglie è alquanto diminuito. La crescita di finanziamenti e attività finanziarie ha continuato lentamente a rallentare, con continui cambiamenti di portafoglio verso depositi bancari, apporti modesti agli accantonamenti

Figura C Reddito disponibile lordo nominale delle famiglie

(variazioni percentuali annue; contributi in punti percentuali)

- reddito da lavoro dipendente
- margine operativo lordo e reddito misto lordo
- reddito netto da capitale
- imposte dirette
- prestazioni sociali nette e contributi
- reddito disponibile lordo reale
- reddito disponibile lordo

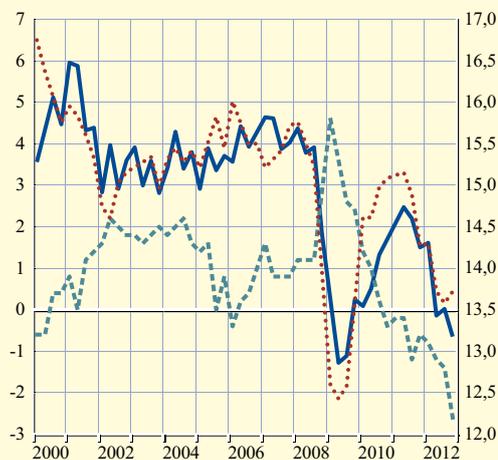


Fonti: Eurostat e BCE.

Figura D Reddito delle famiglie, consumi e tasso di risparmio

(variazioni percentuali annue; in percentuale del reddito disponibile lordo; destagionalizzata)

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



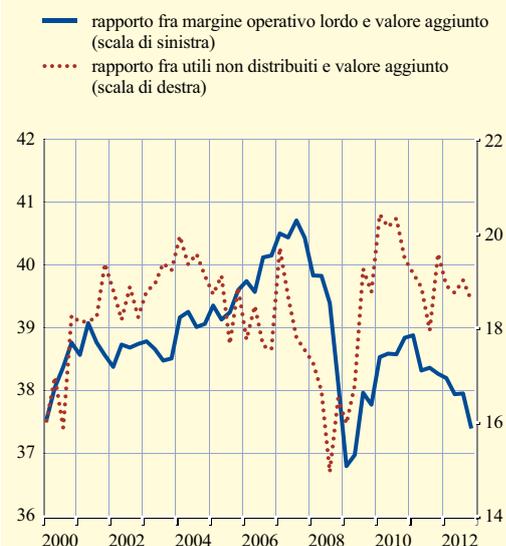
Fonti: Eurostat e BCE.

tecniche delle assicurazioni e cessione di titoli di debito. La ricchezza netta delle famiglie ha registrato un calo marginale in termini tendenziali giacché, in pratica, i risparmi e i plusvalori sulle azioni hanno compensato le minusvalenze sul settore immobiliare (cfr. Figura G). Il coefficiente di leva finanziaria delle famiglie ha subito un ulteriore aumento, raggiungendo i massimi storici.

Il risultato lordo di gestione delle SNF ha subito un ulteriore calo (considerando un aumento dei salari ancora una volta superiore a quello del valore aggiunto), con margini operativi al minimo nel quarto trimestre (cfr. Figura E). Tutto ciò, insieme a imposte sul reddito crescenti e ai dividendi netti versati, ha portato a una diminuzione dei risparmi (ossia degli utili non distribuiti) delle SNF sul periodo corrispondente, nonostante il calo degli interessi passivi netti e dei notevoli guadagni sugli investimenti esteri diretti. Tuttavia gli utili non distribuiti continuano a essere elevati nonostante margini di spesa molto contenuti a causa di un basso livello di interessi passivi netti, guadagni all'estero alti, versamenti di imposte bassi (seppur in aumento) e dividendi distribuiti bassi. Dato il continuo calo degli investimenti in capitale fisso e la diminuzione delle scorte, le SNF hanno mantenuto la loro insolita posizione di accredito netto (cfr. Figure B e F). In merito al loro finanziamento, negli ultimi quattro trimestri le SNF hanno preferito l'emissione di obbligazioni (115 miliardi di euro) all'utilizzo dei prestiti bancari (-107 miliardi di euro, che riflettono in parte la ristrutturazione bancaria in Spagna). I prestiti intra-settoriali (ovvero prestiti concessi da altre SNF e crediti commerciali, fondamentali per le piccole e medie imprese per attenuare i vincoli finanziari bancari) hanno subito un rallentamento. Le SNF hanno incrementato ulteriormente le proprie, già ampie, riserve di liquidità (del valore di 2.900 miliardi di euro). Si è evidenziato un proseguimento del ridimensionamento della leva finanziaria, anche grazie a prezzi più alti sui titoli azionari detenuti.

Figura E Margini delle società non finanziarie

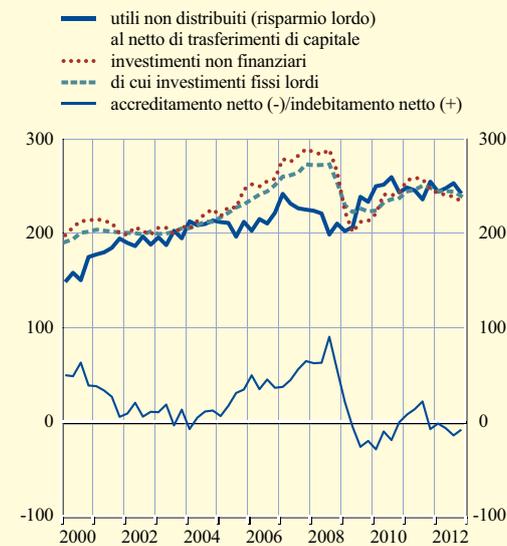
(valori percentuali, destagionalizzato)



Fonti: Eurostat e BCE.
 Nota: dati destagionalizzati dalla BCE.

Figura F Risparmio, investimenti fissi e indebitamento netto (+)/accredito netto (-) delle società non finanziarie

(miliardi di euro; dati destagionalizzati)



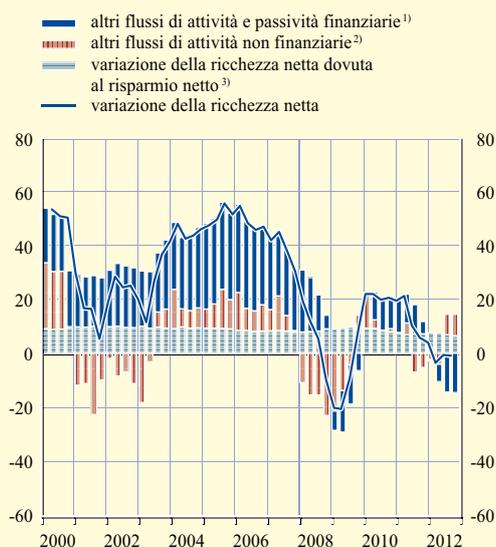
Fonti: Eurostat e BCE.
 Nota: dati destagionalizzati dalla BCE.

Nonostante la contrazione dell'attività economica, il disavanzo pubblico destagionalizzato è ulteriormente sceso nell'ultimo trimestre con un indebitamento netto al 3,7 per cento del PIL su base annua. In linea con le misure di consolidamento tale risultato è dovuto alla tenuta delle entrate (imposte) e al contenimento delle spese. La crescita annuale della spesa totale (esclusi i trasferimenti di capitale) si è stabilizzata in termini nominali, con una riduzione dei compensi dei dipendenti e dell'accumulazione di capitale fisso (rispettivamente dell'1,8 per cento e del 9,3 per cento). Di conseguenza, il risparmio lordo destagionalizzato è tornato in positivo per la prima volta dal quarto trimestre del 2008. Nel quarto trimestre del 2012, sostanziosi trasferimenti di capitale sono stati destinati alla ricapitalizzazione delle banche. L'emissione di debiti statali ha continuato a finanziare disavanzi elevati e significativi aumenti di attività finanziarie che hanno rispecchiato, in particolare, un considerevole accreditamento intergovernativo, la fornitura di capitali per il Meccanismo Europeo di Stabilità (33 miliardi di euro) e di alcune ricapitalizzazioni bancarie (considerate transazioni finanziarie). I titoli di debito emessi dagli Stati sono stati acquistati da non residenti e da fondi comuni di investimento.

Pur mantenendosi su livelli elevati, il reddito disponibile delle società finanziarie è diminuito nel quarto trimestre del 2012, in controtendenza rispetto ai considerevoli guadagni dei trimestri precedenti, a causa di una riduzione dei dividendi netti attivi e ad una nuova contrazione del valore aggiunto prodotto, più il margine di interesse. Con utili netti non distribuiti di entità ancora ragguardevole (40 miliardi di euro nel quarto trimestre), così come l'emissione di patrimonio netto sul mercato (33 miliardi di euro) e di guadagni in conto capitale sugli attivi o rilevanti ricapitalizzazioni attraverso trasferimenti di capitale e iniezioni di patrimonio netto da parte delle

Figura G Variazione della ricchezza netta delle famiglie

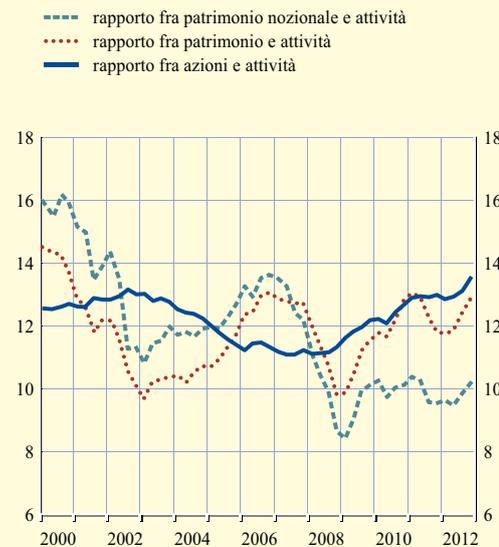
(somme mobile di quattro trimestri; in percentuale del reddito disponibile lordo)



Fonti: Eurostat e BCE.
Nota: i dati sulle attività non finanziarie sono stime della BCE.
1) Prevalentemente profitti e perdite su attività immobiliari e terreni.
2) Prevalentemente profitti e perdite su azioni e altre partecipazioni.
3) Questa voce ricomprende il risparmio netto, i trasferimenti di capitale attivi e la discrepanza fra i conti non finanziari e finanziari.

Figura H Coefficienti patrimoniali delle istituzioni finanziarie esclusi i fondi comuni

(percentuale delle attività totali)



Fonte: BCE.
Nota: Nella figura la voce "azioni" include quote azionarie e altri titoli diversi da quote di fondi comuni. Il "patrimonio" è definito come la differenza fra le attività e le passività finanziarie diverse dalle azioni. Tutte le attività e le passività sono al valore di mercato. Il "rapporto fra patrimonio nozionale e attività" è calcolato sulla base delle transazioni in patrimonio e attività, escluse cioè le variazioni nel prezzo delle attività e delle passività.

pubbliche amministrazioni (rispettivamente circa 35 e 20 miliardi di euro), le attività nette delle società finanziarie a valore di mercato (una misura aggregata del loro "capitale") hanno registrato una forte crescita (cfr. Figura H). Gli apporti al bilancio delle società finanziarie sono rimasti di entità modesta su base consolidata.

Le dinamiche di bilancio

Nel quarto trimestre del 2012 la ricchezza netta delle famiglie ha subito un calo marginale pari allo 0,3 per cento del reddito rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (a fronte degli aumenti registrati nel 2010 e nel 2011, con un picco del 21,8 per cento registrato nel secondo trimestre del 2011). L'effetto positivo del risparmio netto (6,4 per cento del reddito del quarto trimestre, dopo il 6,9 per cento del terzo trimestre) e dei guadagni in conto capitale sui portafogli finanziari (7,9 per cento del reddito) ha ampiamente compensato le significative perdite in conto capitale (14,6 per cento del reddito) sui beni non finanziari (ad es. abitazioni) (cfr. Figura G).

Le società finanziarie hanno registrato notevoli guadagni in conto capitale sui loro patrimoni finanziari nel quarto trimestre del 2012, sia su partecipazioni azionarie (borse in recupero), sia su titoli di debito detenuti (rendimenti obbligazionari in calo). Complessivamente, i portafogli di titoli di debito detenuti hanno generato guadagni in conto capitale per gli intermediari finanziari per tutto l'anno 2012, sia per debito sovrano sia per debiti privati, contribuendo così al netto aumento dei coefficienti patrimoniali delle società finanziarie, come calcolato nei conti nazionali (patrimonio netto a valore di mercato) (cfr. Figura H).

3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione nell'area dell'euro sui dodici mesi misurata sullo IAPC è scesa in aprile all'1,2 per cento, dall'1,7 di marzo. Questo calo ha riflesso sia la forte contrazione dei prezzi dell'energia sia un considerevole effetto transitorio connesso alla dinamica dei prezzi dei servizi a causa della cadenza delle festività pasquali. I tassi di inflazione potrebbero quindi mostrare ancora una certa volatilità nel corso dell'anno. In prospettiva, la dinamica di fondo dei prezzi dovrebbe rimanere invariata e nel medio termine anche le aspettative di inflazione dovrebbero rimanere saldamente ancorate in linea con la stabilità dei prezzi. Alla luce della recente riduzione dei tassi di interesse, i rischi per le prospettive sull'andamento dei prezzi continuano a essere sostanzialmente bilanciati nel medio periodo.

3.1 I PREZZI AL CONSUMO

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione complessiva è scesa in aprile all'1,2 per cento sui dodici mesi dall'1,7 in marzo. Questo calo ha riflesso sia la forte contrazione dei prezzi dell'energia sia un considerevole effetto transitorio connesso alla dinamica dei prezzi dei servizi a causa della cadenza delle festività pasquali.

L'inflazione nell'area dell'euro misurata sullo IAPC sta diminuendo dall'ottobre 2012: in febbraio è scesa al di sotto del 2,0 per cento e in marzo si è collocata all'1,7 per cento. Questo calo è stato determinato principalmente dal progressivo rallentamento dei prezzi dell'energia e, più di recente, anche di quelli dei beni alimentari. L'inflazione di fondo, misurata sulla base dell'indice che esclude i prodotti alimentari e quelli energetici, si è mantenuta sostanzialmente stabile nonostante la debolezza della domanda complessiva. Gli aumenti delle imposte indirette e dei prezzi amministrati hanno continuato a esercitare spinte al rialzo sui tassi di inflazione in alcuni paesi dell'area dell'euro.

Tavola 7 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

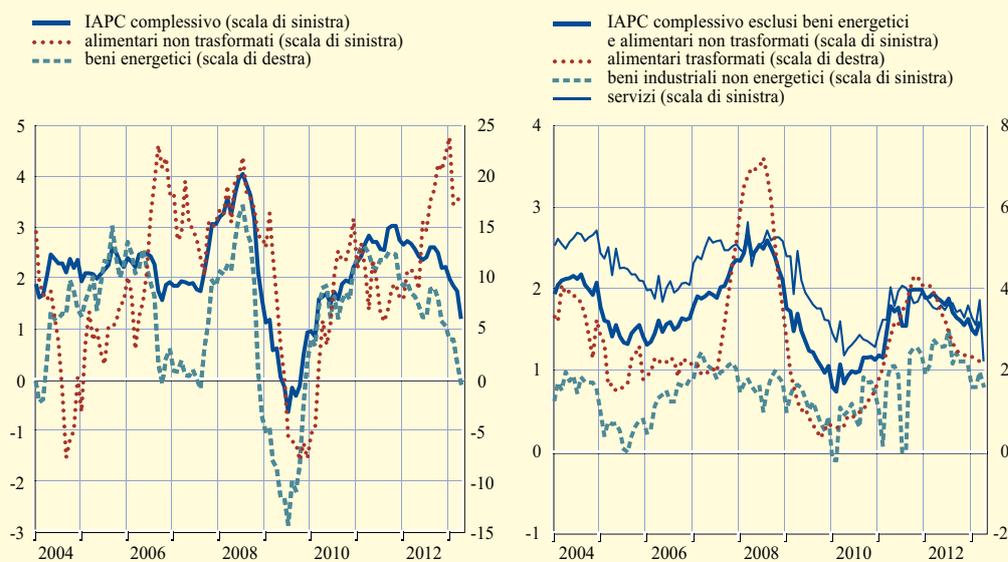
	2011	2012	2012 nov.	2012 dic.	2013 gen.	2013 feb.	2013 mar.	2013 apr.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti¹⁾								
Indice complessivo	2,7	2,5	2,2	2,2	2,0	1,8	1,7	1,2
Beni energetici	11,9	7,6	5,7	5,2	3,9	3,9	1,7	-0,4
Beni alimentari	2,7	3,1	3,0	3,2	3,2	2,7	2,7	2,9
Alimentari non trasformati	1,8	3,0	4,1	4,4	4,8	3,5	3,5	.
Alimentari trasformati	3,3	3,1	2,4	2,4	2,3	2,3	2,2	.
Beni industriali non energetici	0,8	1,2	1,1	1,0	0,8	0,8	1,0	0,8
Servizi	1,8	1,8	1,6	1,8	1,6	1,5	1,8	1,1
Altri indicatori di prezzi								
Prezzi alla produzione nell'industria	5,8	2,9	2,3	2,2	1,7	1,3	.	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	79,7	86,6	84,8	82,8	84,2	86,7	84,2	79,3
Prezzi delle materie prime non energetiche	12,2	0,5	5,2	2,5	-3,7	-3,6	-1,6	.

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

1) Il dato sullo IAPC (esclusi alimentari non trasformati e trasformati) di aprile 2013 si riferisce alla stima preliminare dell'Eurostat.

Figura 21 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

Analizzando più nel dettaglio gli aggregati principali dello IAPC, secondo la stima preliminare dell'Eurostat l'inflazione dei beni energetici è scesa a -0,4 per cento in aprile, dopo l'1,7 per cento in marzo e il 3,9 in febbraio. Il calo dell'inflazione dei beni energetici in marzo è imputabile sia a un effetto base al ribasso sia al calo congiunturale dei prezzi. In particolare, la minore inflazione per questa componente ha riflesso i tassi di crescita tendenziali negativi dei prezzi dei trasporti e dei carburanti liquidi, mentre la dinamica dei prezzi delle altre voci principali, gas ed elettricità, è rimasta positiva e invariata rispetto a febbraio.

La stima preliminare dell'Eurostat per i prezzi degli alimentari totali, che fa riferimento all'inflazione complessiva dei beni alimentari freschi e trasformati, è aumentata al 2,9 per cento in aprile. Non sono disponibili informazioni ufficiali sulla scomposizione degli aggregati alimentari in questo mese. L'inflazione degli alimentari freschi è rimasta immutata al 3,5 per cento in marzo, dato che l'accelerazione dei prezzi delle verdure è stata compensata da un rallentamento dei prezzi di altre voci (frutta, carne e pesce). L'inflazione degli alimentari trasformati è scesa lievemente al 2,2 per cento in marzo, dal 2,3 del mese precedente, riflettendo variazioni trascurabili dei tassi di crescita delle principali sottocomponenti.

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, la dinamica dello IAPC al netto di alimentari ed energia si è collocata all'1,0 per cento in aprile, dall'1,5 di marzo; escludendo le componenti più volatili, quali alimentari ed energia, questo indice è costituito da due voci principali: i servizi e i beni industriali non energetici. La dinamica dei prezzi di questi ultimi è aumentata all'1,0 per cento in marzo, dallo 0,8 del mese precedente, principalmente a causa della forte accelerazione dei prezzi di vestiario e calzature dopo i saldi invernali. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione dei beni industriali non energetici è scesa ancora allo 0,8 per cento in aprile. Nello stesso mese anche l'inflazione dei servizi è diminuita all'1,1 per cento, dopo l'1,8 e l'1,5 per cento registrati rispettivamente in marzo e in febbraio. Il rialzo di marzo ha riflesso l'aumen-

to dell'inflazione dei servizi ricreativi e personali, verosimilmente temporaneo perché legato all'andamento dei prezzi delle vacanze organizzate, cresciuti in marzo a causa della cadenza delle festività pasquali.

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

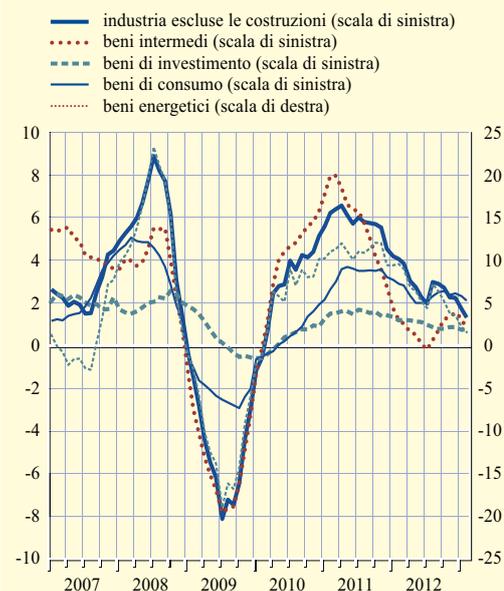
L'inflazione alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è scesa ulteriormente all'1,3 per cento in febbraio, dall'1,7 di gennaio (cfr. tavola 7 e figura 22). Il calo ha interessato tutte le componenti principali, salvo quella dei beni di investimento, per la quale si è registrato un lieve incremento dell'inflazione annua. L'inflazione alla produzione nell'industria al netto delle costruzioni e dell'energia è scesa all'1,2 per cento in febbraio, dall'1,5 del mese precedente.

Soffermandosi sugli stadi successivi della catena produttiva, la dinamica dell'inflazione alla produzione nell'industria alimentare è scesa dal 3,9 per cento in gennaio al 3,4 in febbraio. Tuttavia, i dati ricavati dall'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per marzo continuano a prefigurare forti aumenti dei costi degli *input* per i dettaglianti di prodotti alimentari. Ai primi stadi della catena di formazione dei prezzi, la variazione tendenziale dei prezzi alla produzione dell'UE per le materie prime alimentari è diminuita in febbraio per il secondo mese consecutivo, all'8,5 per cento, segnalando che gli aumenti osservati nella seconda metà del 2012 si stanno esaurendo. Inoltre, le quotazioni mondiali delle materie prime alimentari espresse in euro sono calate in marzo per il settimo mese consecutivo e ora si collocano su un livello inferiore a quello dell'aprile 2012. Mentre l'inflazione alla produzione dei beni di consumo non alimentari si è collocata in febbraio allo 0,3 per cento sui dodici mesi, invariata da gennaio e al livello minimo da due anni, gli indici PMI dei prezzi degli *input* al dettaglio e dei margini di profitto per gli esercizi non alimentari sono diminuiti ulteriormente in marzo e ora si collocano ben al di sotto delle rispettive medie di lungo periodo. Ai primi stadi della catena di formazione dei prezzi, il tasso di crescita sui dodici mesi dell'indice dei prezzi alla produzione per la componente dei beni intermedi è sceso ulteriormente allo 0,7 per cento in febbraio, dall'1,3 di gennaio.

Sia l'indice PMI sia le indagini della Commissione europea segnalano il contenimento delle spinte inflazionistiche. Con riferimento al PMI (cfr. figura 23), l'indice dei prezzi degli *input* nel settore manifatturiero è diminuito tra marzo e aprile da 46,8 a 42,8, così come l'indice dei prezzi degli *output*, sceso da 49,2 a 47,8, indicando una flessione dei prezzi. L'indagine della Commissione europea sulle aspettative per i prezzi di vendita nell'industria ha registrato un ulteriore calo in aprile che ha interessato tutti i settori ad eccezione dei beni di consumo. Nel complesso, i prezzi alla produzione e i dati delle indagini sui prezzi confermano un'atte-

Figura 22 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

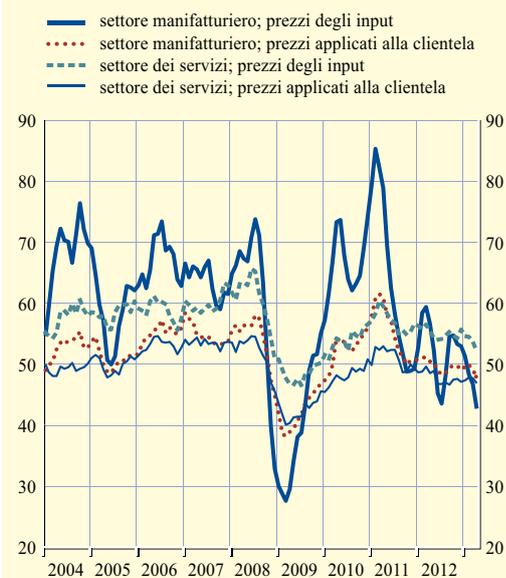
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 23 Indagini sui prezzi alla produzione degli input e degli output

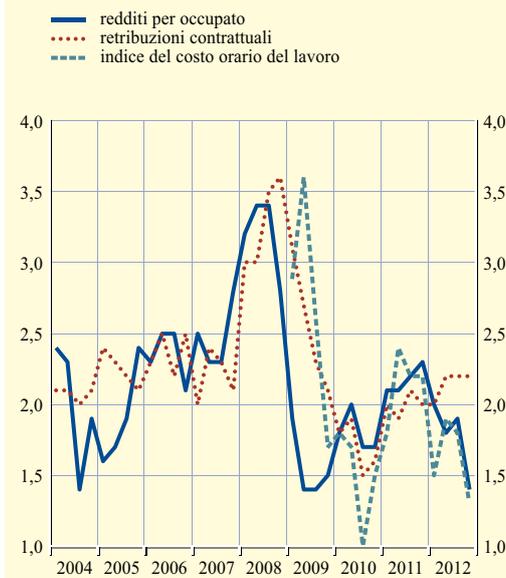
(indici di diffusione; dati mensili)



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.

Figura 24 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

nuazione delle spinte inflazionistiche per i prezzi dei beni industriali non energetici e, in misura minore, anche per quelli degli alimentari.

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Gli ultimi dati sugli indicatori del costo del lavoro suggeriscono che nel 2012 le spinte inflazionistiche interne originate dal costo del lavoro sono rimaste contenute (cfr. tavola 8 e figura 24).

Tavola 8 Indicatori del costo del lavoro

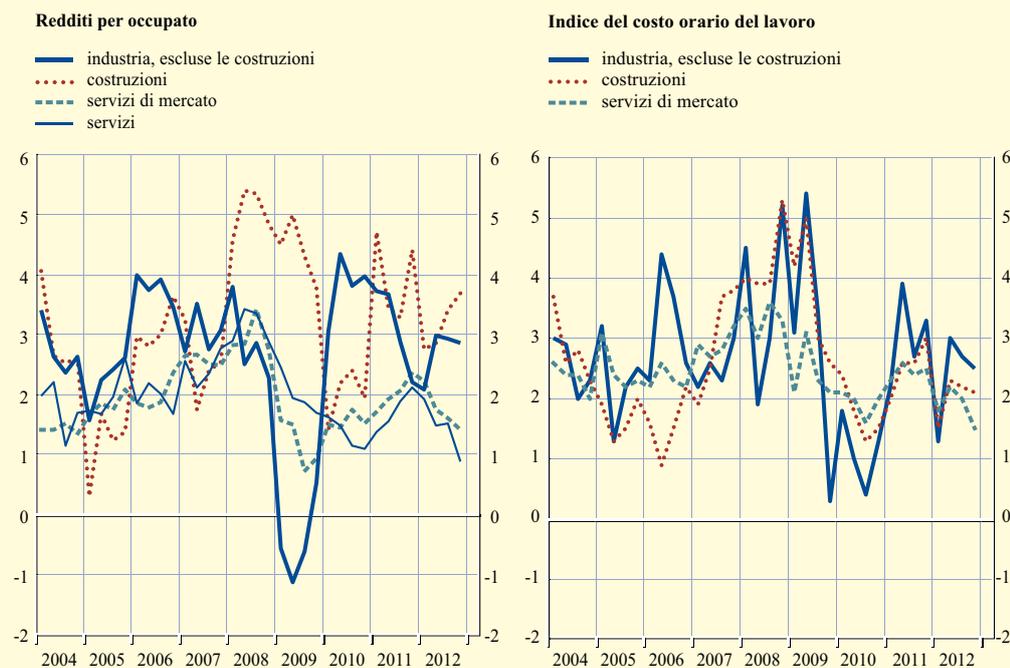
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2011	2012	2011 4° trim.	2012 1° trim.	2012 2° trim.	2012 3° trim.	2012 4° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,0	2,1	2,0	2,0	2,2	2,2	2,2
Costo orario complessivo del lavoro	2,2	1,6	2,2	1,5	1,9	1,8	1,3
Redditi per occupato	2,1	1,7	2,3	2,0	1,7	1,9	1,4
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	1,2	0,0	0,7	0,3	0,2	-0,1	-0,2
Costo del lavoro per unità di prodotto	-0,7	1,7	1,6	1,6	1,6	2,0	1,6

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 25 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

A livello aggregato, nell'area dell'euro il tasso di crescita annuo dei redditi per occupato è diminuito all'1,4 per cento nel quarto trimestre del 2012, rispetto ai livelli pari o appena inferiori al 2 per cento nei periodi precedenti. Questa contrazione è ascrivibile in parte alla dinamica dei salari pubblici, che in alcuni paesi sono stati ridotti nel quadro delle misure di risanamento delle finanze pubbliche. I tassi di crescita dei redditi per occupato nel settore privato si sono mantenuti più elevati. Tuttavia, il rallentamento dei redditi per occupato, a fronte della crescita relativamente vigorosa delle retribuzioni contrattuali, indica una certa potenzialità di adeguamento della dinamica dei salari in termini di una tendenza salariale negativa. La recente moderazione dei redditi per occupato ha enfatizzato l'impatto sui costi e sui prezzi nel quarto trimestre del 2012, perché le ore lavorate per occupato sono diminuite in misura maggiore rispetto al terzo trimestre. Analogamente, dato l'ulteriore calo di produttività, il rallentamento dei salari non si è tradotto per intero in un rallentamento del costo del lavoro per unità di prodotto, la cui dinamica è scesa all'1,6 per cento nell'ultimo trimestre del 2012, dal 2,0 per cento nel periodo precedente.

3.4 PREZZI DEGLI IMMOBILI RESIDENZIALI NELL'AREA DELL'EURO

Secondo l'indicatore dei prezzi degli immobili residenziali elaborato dalla BCE, i prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro sono diminuiti del 2,4 per cento nel quarto trimestre del 2012, dopo un calo del 2,8 nel terzo trimestre. Nel complesso del 2012 i prezzi degli immobili residenziali sono diminuiti in media del 2 per cento, dall'1,0 per cento del 2011. Gli ultimi dati trimestrali suggeriscono che l'andamento negativo della crescita di questi prezzi, osservato dalla fine del 2010, si sia arrestato. Per una trattazione più completa cfr. il riquadro 5.

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

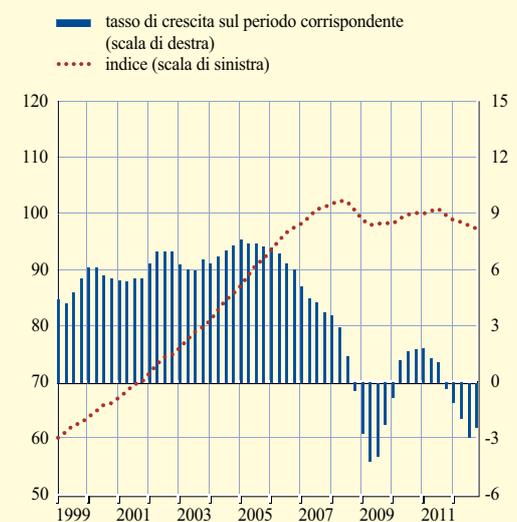
Secondo l'indicatore dei prezzi degli immobili residenziali elaborato dalla BCE, la dinamica dei prezzi delle abitazioni si è collocata a -2,4 per cento nel quarto trimestre del 2012, da -2,9 nel terzo trimestre (cfr. la figura)¹⁾. Ciò suggerisce che l'andamento negativo della crescita di questi prezzi osservato dalla fine del 2010 si è arrestato. Nel complesso del 2012 il tasso di crescita è sceso a -2,1 per cento, dall'1,0 del 2011.

I contributi alla dinamica dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro variano sensibilmente tra i paesi (cfr. la tavola). In Germania, Austria e Finlandia l'inflazione tendenziale della componente degli alloggi è aumentata nel quarto trimestre del 2012, da livelli già positivi, mentre in Slovacchia è tornata positiva dopo i precedenti valori negativi. Nello stesso periodo in Irlanda, Spagna e nei Paesi Bassi i prezzi delle case hanno continuato a calare in termini tendenziali, benché a un ritmo lievemente più contenuto rispetto al trimestre precedente. Per contro, la crescita dei prezzi delle abitazioni è diminuita in Belgio, Estonia e Lussemburgo, pur rimanendo su valori positivi, ed è scesa ulteriormente da livelli già negativi in Grecia, Francia, Italia, Malta, Portogallo e Slovenia.

Alla fine del 2012 l'indicatore dei prezzi degli immobili residenziali si è collocato a un livello inferiore del 4,8 per cento rispetto a quello massimo raggiunto a metà del 2008. Se considerati alla luce degli andamenti del reddito o dei canoni di locazione, gli indicatori²⁾ di valutazione utilizzati comunemente suggeriscono che i prezzi degli alloggi nel complesso dell'area si sono portati su livelli decisamente più in linea con i fondamentali. Anche se questi prezzi possono risentire di ulteriori lievi pressioni al ribasso riconducibili al riassorbimento degli eccessi pre-crisi, è probabile che la crescita rimanga contenuta, in quanto la ripresa economica dovrebbe essere graduale.

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: la nota 1 del testo principale fornisce informazioni sulla compilazione dell'indice nominale.

- 1) L'indicatore trimestrale dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro elaborato dalla BCE è descritto nel riquadro *Andamenti recenti del mercato immobiliare nell'area dell'euro* nel numero di dicembre 2010 di questo Bollettino. Dal gennaio 2013 l'Eurostat, l'ufficio statistico dell'UE, pubblica gli indici trimestrali dei prezzi delle abitazioni nell'UE. Secondo i dati pubblicati nell'aprile 2013, i prezzi degli alloggi nell'area dell'euro sono diminuiti del 2,2 per cento nel terzo trimestre e dell'1,8 nel quarto trimestre del 2012 rispetto agli stessi periodi dell'anno precedente. Questi indici sono compilati in conformità con il Regolamento (UE) della Commissione n. 93/2013, recante le modalità di attuazione del Regolamento del Consiglio (CE) n. 2494/95 in materia di indici armonizzati dei prezzi al consumo, per quanto riguarda la definizione degli indici dei prezzi degli immobili residenziali occupati dai proprietari. Tuttavia, le lacune nei recenti dati relativi a Germania, Grecia, Cipro e Austria indicano dove tali indici richiedono ulteriori miglioramenti per rispettare gli elevati standard statistici in termini di rappresentatività, comparabilità e tempestività. Fin quando tali miglioramenti non verranno attuati, la BCE continuerà a pubblicare il proprio indicatore dei prezzi degli immobili residenziali per l'area dell'euro, facendo riferimento anche ad alcuni indicatori non armonizzati.
- 2) Cfr. anche il riquadro "Tools for detecting a possible misalignment of residential property prices from fundamentals", *Financial Stability Review* della BCE, giugno 2011.

Prezzi (nominali) degli immobili residenziali nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	Pesi (%)	Media nel periodo 1999-2011	2011	2012	2011		2012		2012			
					prima metà	seconda metà	prima metà	seconda metà	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
Belgio ¹⁾	3,8	6,5	3,1	2,5	3,3	2,9	3,3	1,7	3,8	2,7	2,0	1,4
Germania ²⁾	26,7	-	2,6	3,0	2,7	2,5	3,0	3,1	2,5	3,5	2,7	3,4
Estonia ³⁾	0,2	-	9,9	8,0	6,4	13,4	10,2	5,9	13,8	6,8	6,5	5,3
Irlanda ²⁾	1,8	3,1	-13,2	-12,8	-11,8	-14,7	-16,3	-9,0	-17,2	-15,4	-11,7	-6,1
Grecia ³⁾	2,6	5,1	-5,5	-11,7	-5,3	-5,7	-10,5	-12,9	-10,2	-10,8	-12,6	-13,2
Spagna ²⁾	11,7	6,5	-7,4	-13,7	-5,5	-9,3	-13,5	-14,0	-12,6	-14,4	-15,2	-12,8
Francia ¹⁾	21,3	7,4	5,9	-0,5	7,0	4,9	0,8	-1,7	1,9	-0,3	-1,6	-1,7
Italia ²⁾	17,0	4,5	0,8	-2,7	0,9	0,6	-1,1	-4,2	-0,2	-2,1	-3,8	-4,6
Cipro ²⁾	0,2	-	-4,1	-	-3,2	-5,0	-5,4	-	-4,9	-5,9	-	-
Lussemburgo ³⁾	0,4	-	4,1	5,1	4,0	4,2	4,8	5,3	5,4	4,3	7,0	3,8
Malta ²⁾	0,1	5,2	1,3	0,5	-1,3	3,9	2,7	-1,7	5,5	0,1	-1,2	-2,2
Paesi bassi ¹⁾	6,4	4,1	-2,4	-6,3	-1,6	-3,1	-4,8	-7,9	-4,1	-5,4	-8,4	-7,4
Austria ²⁾	3,1	1,7	4,0	6,1	3,2	4,7	4,7	7,4	4,6	4,8	6,1	8,7
Portogallo ²⁾	1,9	2,2	-0,2	-2,2	0,4	-0,8	-1,6	-2,7	-1,5	-1,8	-2,6	-2,7
Slovenia ²⁾	0,4	-	2,7	-6,9	3,7	1,7	-6,4	-7,4	-7,1	-5,7	-6,0	-8,8
Slovacchia ¹⁾	0,7	-	-3,1	-1,1	-2,7	-3,5	-2,3	0,1	-2,3	-2,3	-0,6	0,9
Finlandia ¹⁾	1,9	4,7	2,7	1,6	3,7	1,8	1,0	2,2	1,1	0,9	1,7	2,8
area dell'euro	100	4,2	1,0	-2,1	1,6	0,4	-1,5	-2,7	-1,1	-1,9	-2,9	-2,4

Fonti: Fonti nazionali ed elaborazioni della BCE.

Nota: i pesi sono basati sul PIL nominale nel 2009.

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.

3.5 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

I tassi di inflazione potrebbero mostrare ancora una certa volatilità nel corso dell'anno. In prospettiva, la dinamica di fondo dei prezzi dovrebbe rimanere invariata e nel medio termine anche le aspettative di inflazione dovrebbero rimanere saldamente ancorate in linea con la stabilità dei prezzi.

I risultati dell'ultima *Survey of Professional Forecasters* (SPF) mostrano che, rispetto alla precedente rilevazione, le aspettative di inflazione sono state corrette al ribasso di 0,1 punti percentuali per il 2013, 0,2 punti percentuali per il 2014 e 0,1 punti percentuali per il 2015, pertanto le attese sull'inflazione si collocano all'1,7, all'1,6 e all'1,8 per cento rispettivamente (cfr. riquadro 6). I risultati per il 2013 e il 2014 rientrano negli intervalli di valori riportati nelle proiezioni macroeconomiche formulate nel marzo 2013 dagli esperti della BCE per l'area dell'euro. Le aspettative di inflazione a più lungo termine (per il 2017) sono rimaste invariate al 2,0 per cento.

Alla luce della recente riduzione dei tassi di interesse, i rischi per le prospettive sull'andamento dei prezzi continuano a essere sostanzialmente bilanciati nel medio periodo; quelli al rialzo sono connessi a incrementi superiori alle attese dei prezzi amministrati e delle imposte indirette, nonché ai rincari delle materie prime, mentre quelli al ribasso alla maggiore debolezza dell'attività economica.

Riquadro 6

RISULTATI DELLA SURVEY OF PROFESSIONAL FORECASTERS DELLA BCE PER IL SECONDO TRIMESTRE DEL 2013

Questo riquadro presenta i risultati della *Survey of Professional Forecasters* (SPF) per il secondo trimestre del 2013, condotta tra il 16 e il 19 aprile 2013 sulla base delle risposte di 53 previsori¹⁾. Rispetto all'indagine precedente, i dati indicano aspettative di inflazione lievemente più contenute per il 2013, il 2014 e il 2015. Le aspettative sulla crescita del PIL in termini reali sono state corrette al ribasso, in misura significativa per il 2013, lievemente per il 2014 e sono rimaste invariate per il 2015. Le attese sulla disoccupazione sono state ulteriormente riviste al rialzo. Quanto alle aspettative di inflazione a più lungo termine, la previsione puntuale media è rimasta immutata al 2,0 per cento.

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			
	2013	2014	2015	2017
SPF, 2° trim. 2013	1,7	1,6	1,8	2,0
Precedente SPF, 1° trim. 2013	1,8	1,8	-	2,0
Proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE (marzo 2013)	1,2 - 2,0	0,6 - 2,0	-	-
<i>Consensus Economics</i> (aprile 2013)	1,7	1,6	1,8	1,9
<i>Euro Zone Barometer</i> (aprile 2013)	1,7	1,7	1,8	1,9
Crescita del PIL in termini reali	2013	2014	2015	2017
SPF, 2° trim. 2013	-0,4	1,0	1,6	1,8
Precedente SPF, 1° trim. 2013	0,0	1,1	1,6	1,8
Proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE (marzo 2013)	-0,9 - 0,1	0,2 - 2,0	-	-
<i>Consensus Economics</i> (aprile 2013)	-0,4	0,9	1,5	1,5
<i>Euro Zone Barometer</i> (aprile 2013)	-0,3	1,1	1,5	1,6
Tasso di disoccupazione¹⁾	2013	2014	2015	2017
SPF, 2° trim. 2013	12,3	12,2	11,6	9,6
Precedente SPF, 1° trim. 2013	12,1	11,9	11,2	9,5
<i>Consensus Economics</i> (aprile 2013)	12,2	12,2	-	-
<i>Euro Zone Barometer</i> (aprile 2013)	12,1	12,0	11,5	10,5

1) In percentuale delle forze di lavoro.

Aspettative di inflazione a breve termine lievemente inferiori

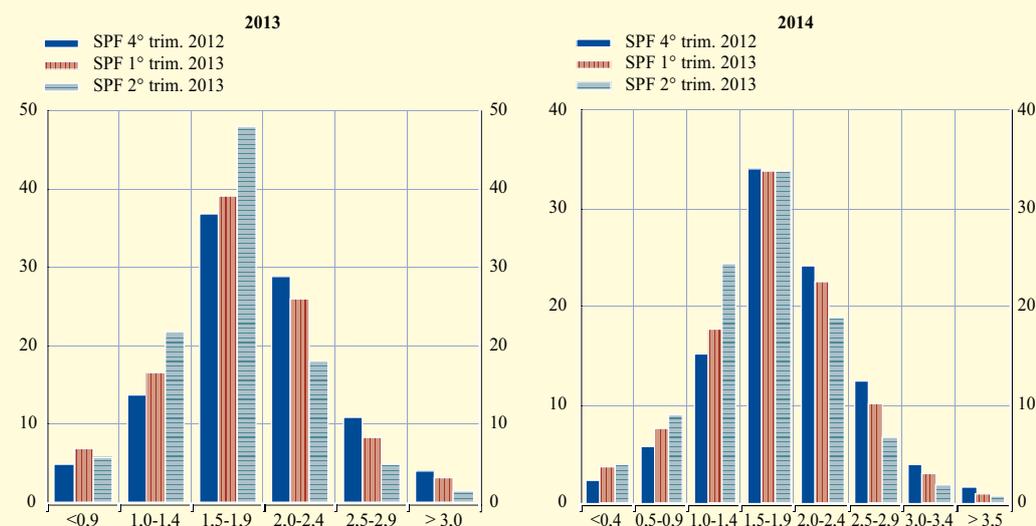
Le aspettative di inflazione della SPF per il 2013, il 2014 e il 2015 si collocano all'1,7, all'1,6 e all'1,8 per cento rispettivamente (cfr. la tavola), dopo una revisione al ribasso rispetto alla rilevazione precedente pari a 0,1 punti percentuali per il 2013 e il 2015 e a 0,2 punti percentuali per il 2014. Gli intervistati hanno attribuito tali correzioni soprattutto alla maggiore debolezza dell'attività economica e dei mercati del lavoro, nonché ai ribassi delle materie prime.

Le previsioni per il 2013 e il 2014 rientrano negli intervalli di valori riportati nelle proiezioni macroeconomiche dello scorso marzo elaborate dagli esperti della BCE e per il 2013, il 2014 e il 2015

1) L'indagine 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

Figura A Distribuzione di probabilità aggregata delle aspettative relative al tasso medio di inflazione sui dodici mesi nel 2013 e nel 2014 (Survey of Professional Forecasters, ultime inchieste)

(probabilità in percentuale)



Fonte: BCE.

Nota: la distribuzione di probabilità aggregata corrisponde alla media delle singole distribuzioni di probabilità fornite dai previsori dell'SPF.

sono assai simili a quelle pubblicate in aprile da *Euro Zone Barometer* e *Consensus Economics*. Le distribuzioni di probabilità aggregata per l'inflazione nel 2013 e nel 2014 si sono spostate verso valori lievemente inferiori rispetto alla rilevazione precedente (cfr. figura A).

Gli interpellati ritengono che i rischi per le prospettive di inflazione di base siano sostanzialmente bilanciati. Alcuni previsori indicano i rincari delle materie prime come un rischio al rialzo, mentre il principale rischio al ribasso è rappresentato da un ulteriore deterioramento dell'attività economica e dei mercati del lavoro nell'area dell'euro.

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

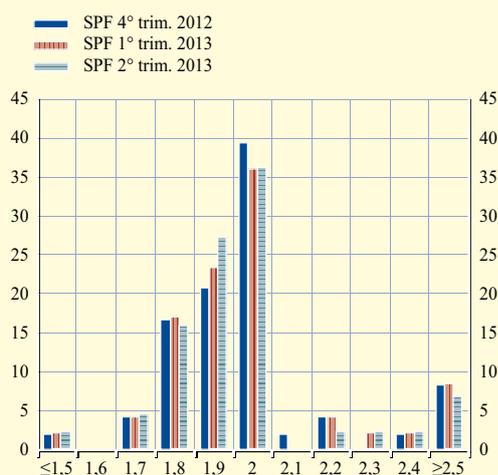
La previsione puntuale media per l'inflazione a più lungo termine (per il 2017) rimane al 2,0 per cento. Con un arrotondamento a due decimali, le aspettative si collocano in media all'1,97 per cento, in calo di un punto base rispetto alla rilevazione precedente. Anche la mediana e il valore modale delle stime puntuali si mantengono stabili al 2,0 per cento. La percentuale di intervistati che ha fornito una previsione puntuale del 2,0 per cento è rimasta invariata al 36 per cento, mentre è salita dal 23 al 27 per cento per la previsione puntuale dell'1,9 per cento (cfr. figura B). Le aspettative di inflazione della SPF per il 2017 sono lievemente più elevate rispetto ai valori (1,9 per cento) pubblicati nelle ultime edizioni di *Consensus Economics* e *Euro Zone Barometer*.

La distribuzione di probabilità aggregata è sostanzialmente immutata rispetto all'indagine precedente e la probabilità che l'inflazione si collochi su un livello pari o superiore al 2,0 per cento rimane al 50 per cento.

Il disaccordo tra i previsori riguardo le aspettative di inflazione a più lungo termine, misurato come deviazione standard dalle previsioni puntuali, rimane invariato a 0,2 punti percentuali e

Figura B Distribuzione *cross-section* delle previsioni puntuali di inflazione a lungo termine (2017)

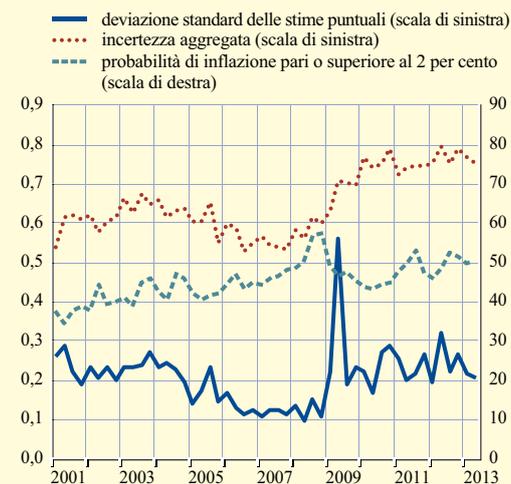
(percentuale di intervistati)



Fonte: BCE.

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

(punti percentuali; 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).

quindi è ancora nell'intervallo di valori osservato dal 2010. L'incertezza aggregata che caratterizza tali aspettative, misurata dalla deviazione standard della distribuzione della probabilità aggregata, è diminuita lievemente rispetto alla rilevazione precedente, pur rimanendo a un livello elevato (cfr. figura C)²⁾.

Forte correzione al ribasso delle aspettative di crescita del PIL nel 2013

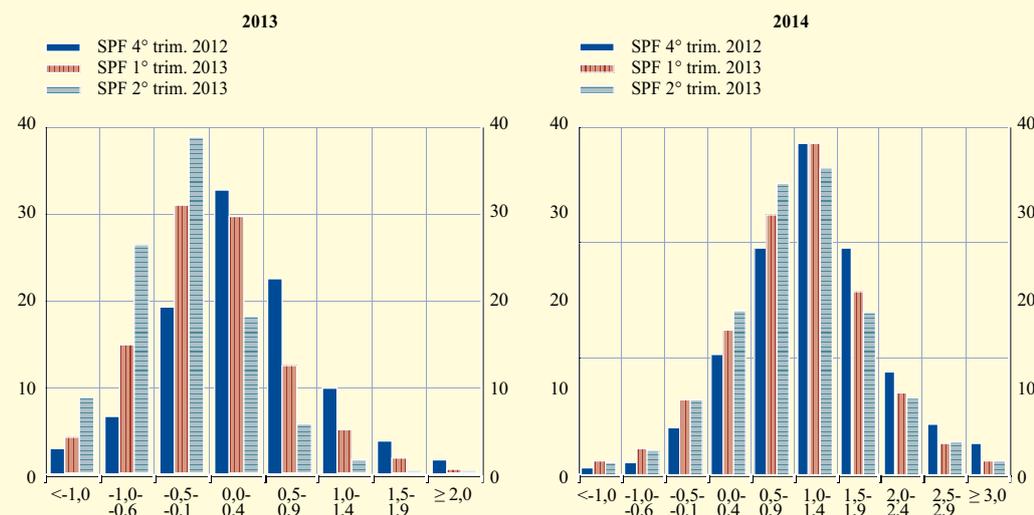
Rispetto all'indagine precedente, le aspettative di crescita del PIL reale per il 2013 e il 2014 sono state riviste al ribasso di 0,4 e 0,1 punti percentuali e si collocano a -0,4 e all'1,0 per cento rispettivamente. Per il 2015 le attese rimangono invariate all'1,6 per cento (cfr. la tavola), mentre per il 2013 e il 2014 si collocano entro gli intervalli di valori riportati nelle proiezioni macroeconomiche formulate lo scorso marzo dagli esperti della BCE e sono sostanzialmente in linea con le ultime previsioni di *Consensus Economics* e *Euro Zone Barometer*. Stando agli interpellati, il principale fattore all'origine delle revisioni al ribasso per il 2013 è l'attività economica inferiore alle attese nell'ultimo trimestre del 2012 e nel primo del 2013. Alla luce del clima economico sfavorevole e dei recenti dati sulla domanda estera, ci si attende che la ripresa del commercio mondiale riprenda slancio più tardi di quanto ipotizzato nel precedente scenario di base. Le correzioni al ribasso per il 2014 sono, in media, lievi e attribuibili principalmente a effetti di trascinamento prodotti dai valori inferiori previsti per il 2013.

La distribuzione di probabilità aggregata per la crescita del PIL nel 2013 si è spostata verso il basso, considerando che ora gli interpellati assegnano la probabilità maggiore, pari al 39 per

2) Per una trattazione più approfondita 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 2013 e nel 2014 (Survey of Professional Forecasters, ultime inchieste)

(probabilità in percentuale)



Fonte: BCE.

Nota: la distribuzione di probabilità aggregata corrisponde alla media delle singole distribuzioni di probabilità fornite dai previsori dell'SPF.

cento, all'intervallo tra -0,5 e -0,1 per cento, rispetto al 31 per cento nella rilevazione precedente (cfr. figura D). Per il 2014, la probabilità più elevata, pari al 27 per cento, è assegnata all'intervallo tra l'1,0 e l'1,4 per cento, come nell'indagine precedente. I partecipanti ritengono che i rischi per la crescita del PIL siano orientati al ribasso, principalmente per la maggiore debolezza della domanda estera e il peggioramento del clima di fiducia nei mercati rispetto a quanto ipotizzato nello scenario di base. I principali rischi al rialzo sono connessi a un'espansione del commercio mondiale, a un clima economico migliore del previsto e al fatto che gli effetti positivi delle riforme strutturali si manifestino prima di quanto ipotizzato nello scenario di base.

Le aspettative di crescita a più lungo termine (per il 2017) rimangono stabili all'1,8 per cento. La distribuzione della probabilità aggregata attorno a questa previsione puntuale mostra una lieve riduzione alle estremità rispetto all'indagine precedente.

Peggioramento delle aspettative sulla disoccupazione nell'area dell'euro

Le previsioni medie puntuali per il tasso di disoccupazione si collocano attualmente al 12,3 per cento per il 2013, al 12,2 per cento per il 2014 e all'11,6 per cento per il 2015. Questi livelli riflettono più o meno l'andamento previsto di moderata ripresa economica e rispetto all'indagine precedente implicano correzioni al rialzo crescenti con l'ampiezza dell'orizzonte di previsione (cfr. la tavola). Nei loro commenti qualitativi, i partecipanti hanno attribuito le revisioni al rialzo soprattutto all'attività economica più debole del previsto, all'attuazione ritardata delle riforme strutturali dei mercati del lavoro nei paesi colpiti dalla crisi e ai flussi crescenti dall'inattività all'occupazione, in seguito all'andamento sfavorevole del reddito disponibile delle famiglie. Nell'insieme, le previsioni della SPF per il periodo 2013-2015 sono leggermente superiori rispetto alle ultime previsioni analoghe formulate da *Consensus Economics* e *Euro Zone Barometer*.

I principali rischi al rialzo per le attese sulla disoccupazione sono connessi a un ulteriore indebolimento dell'attività economica e al protrarsi di un basso livello di fiducia a discapito delle decisioni di assunzione. Alcuni previsori suggeriscono anche che l'aumento della disoccupazione potrebbe essere in parte di natura strutturale. I rischi al ribasso riguardano principalmente l'orizzonte medio e di più lungo termine e sono connessi soprattutto al crescente impatto positivo delle riforme strutturali già applicate o da adottare nei paesi colpiti dalla crisi.

Le aspettative sul tasso di disoccupazione a più lungo termine (per il 2017) sono aumentate lievemente di 0,1 punti percentuali, al 9,6 per cento, dopo il consistente incremento di 0,5 punti percentuali nella rilevazione precedente. La distribuzione della probabilità aggregata relativa si è spostata ulteriormente verso tassi più elevati.

Altre variabili e ipotesi determinanti

In base ad altre informazioni fornite dagli interpellati, le ipotesi relative al tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali della BCE e al cambio del dollaro con l'euro sono rimaste sostanzialmente invariate, mentre quelle sui corsi petroliferi e sulla crescita dei redditi per occupato sono state riviste al ribasso. Si assume che le quotazioni del greggio aumentino da circa 105 dollari al barile nel secondo trimestre del 2013 a 110,7 dollari nel 2015. Il cambio dollaro/euro dovrebbe collocarsi a 1,30 nel secondo trimestre del 2013 e rimanere sostanzialmente stabile fino al 2015. Ci si attende che la crescita delle retribuzioni per occupato si collochi all'1,7 per cento nel 2013, all'1,8 per cento nel 2014, al 2,1 per cento nel 2015 e al 2,4 per cento nel 2017, considerando che i valori per il 2013 e il 2014 sono lievemente inferiori rispetto a quelli dell'indagine precedente. Il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali della BCE dovrebbe collocarsi intorno allo 0,7 per cento fino al primo trimestre del 2014, per poi risalire all'1,1 per cento nel 2015.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

Il PIL in termini reali si è contratto dello 0,6 per cento nel quarto trimestre del 2012, dopo un calo dello 0,1 nel periodo precedente, confermando l'andamento negativo per il quinto trimestre consecutivo. Nel complesso, le condizioni del mercato del lavoro permangono deboli. I recenti andamenti degli indicatori a breve termine, in particolare di quelli desunti dalle indagini congiunturali, segnalano il protrarsi del clima di scarsa fiducia fino alla primavera di quest'anno. In prospettiva, la crescita delle esportazioni dell'area dell'euro dovrebbe trarre beneficio dalla ripresa della domanda mondiale e l'orientamento di politica monetaria contribuirebbe a sostenere la domanda interna. Inoltre, i miglioramenti osservati nei mercati finanziari dalla scorsa estate dovrebbero trasmettersi all'economia reale. Allo stesso tempo, gli aggiustamenti di bilancio necessari nei settori pubblico e privato seguiranno a gravare sull'attività. Nell'insieme, l'economia dell'area dell'euro dovrebbe stabilizzarsi e registrare una graduale ripresa nella seconda metà dell'anno. I rischi per le prospettive economiche dell'area continuano a essere al ribasso.

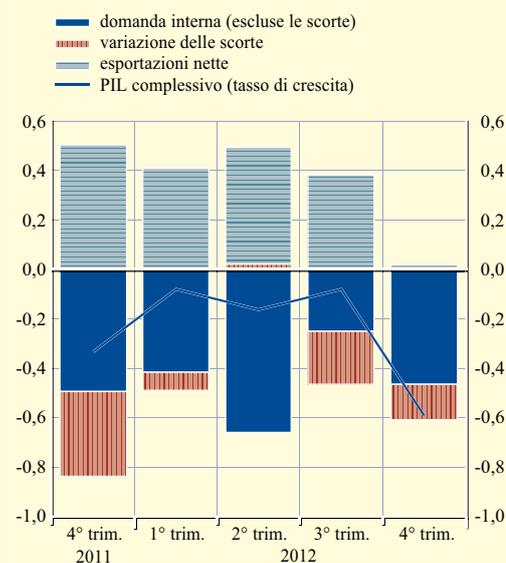
4.1 LE COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

La terza stima dell'Eurostat relativa ai dati di contabilità nazionale ha confermato che il PIL in termini reali dell'area dell'euro si è contratto ulteriormente dello 0,6 per cento su base congiunturale nel quarto trimestre del 2012, dopo essere diminuito dello 0,1 nel trimestre precedente (cfr. figura 26). La domanda interna e le esportazioni hanno fornito il contributo maggiore alla flessione del prodotto nell'ultimo trimestre del 2012.

Il prolungato periodo di crescita debole registrato nell'area dell'euro sulla scia della crisi economica e finanziaria in atto è riconducibile alla correzione degli squilibri macroeconomici accumulati in diversi paesi. A tale proposito, il riquadro 7 presenta una sintesi della procedura per gli squilibri macroeconomici, uno strumento di sorveglianza volto a evitare squilibri macroeconomici dannosi e a correggerli prima che diventino eccessivi.

Figura 26 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.

Riquadro 7

LA PROCEDURA PER GLI SQUILIBRI MACROECONOMICI ATTUATA NEL 2013

La Procedura per gli squilibri macroeconomici (PSM), un nuovo elemento fondamentale della *governance* economica rafforzata dell'UE¹⁾, è uno strumento di sorveglianza macroeconomico volto a evitare l'emergere di squilibri macroeconomici dannosi e a correggere tali squilibri laddove divengano eccessivi.

1) Cfr. l'articolo intitolato "La riforma della *governance* economica nell'area dell'euro: elementi essenziali", *Bollettino mensile*, BCE, marzo 2011.

La PSM concerne tutti gli Stati membri dell'UE (con l'eccezione di quelli attualmente sottoposti a un programma di assistenza UE-FMI) e inizia con la pubblicazione della relazione sul meccanismo di allerta (RMA)²⁾. In tale documento la Commissione europea fornisce la lettura di un insieme di undici indicatori economici (*scoreboard*) e delle relative soglie di criticità. Lo *scoreboard* agevola l'individuazione precoce degli squilibri macroeconomici. Basandosi sulla relazione, la Commissione decide quali paesi richiedano un'analisi approfondita intesa a verificare se le indicazioni preliminari di squilibri macroeconomici siano confermate. Laddove si concluda che sono effettivamente presenti squilibri, lo Stato membro interessato riceve dal Consiglio dell'Unione europea raccomandazioni sul piano delle politiche economiche basate su una raccomandazione della Commissione. È questo il "meccanismo preventivo" della PSM. In aggiunta, laddove gli squilibri macroeconomici siano ritenuti sufficientemente ampi da essere considerati eccessivi, "dovrebbe essere avviata una procedura per gli squilibri eccessivi" da parte del Consiglio nell'ambito del "meccanismo preventivo" della PSM su raccomandazione della Commissione³⁾. In questa circostanza, il paese in questione è tenuto a presentare un piano di azione correttivo in cui delinea le misure ufficiali di contrasto agli squilibri eccessivi, che devono essere approvate dal Consiglio dell'Unione europea. In caso di reiterata mancata presentazione di un adeguato piano di azione correttivo ovvero di inosservanza di un piano di correzione approvato, il Consiglio può imporre al paese delle sanzioni finanziarie.

La PSM è stata avviata per la seconda volta nel quadro del Semestre europeo del 2013. La RMA pubblicata il 28 novembre 2012 ha individuato 14 Stati membri dell'UE per i quali era opportuno procedere a un'analisi approfondita, fra cui nove paesi dell'area dell'euro (Belgio, Spagna, Francia, Italia, Cipro, Malta, Paesi Bassi, Slovenia e Finlandia) e cinque esterni all'area (Bulgaria, Danimarca, Ungheria, Svezia e Regno Unito). Fatta eccezione per Malta e Paesi Bassi, tutti gli altri paesi erano già stati soggetti a una verifica approfondita nel 2012. Il 10 aprile 2013, a termine delle verifiche approfondite, la Commissione ha concluso che Spagna e Slovenia presentavano "squilibri macroeconomici eccessivi", mentre gli altri 11 paesi presentavano semplici "squilibri macroeconomici". Cipro è stata esentata dalla PSM a seguito dell'accordo politico relativo ad un programma di assistenza finanziaria. Fra gli altri 11 paesi, la Commissione vedeva la necessità di un "intervento deciso" in Francia, Italia e Ungheria, e di un "intervento" in Belgio, Bulgaria, Danimarca, Malta, Paesi Bassi, Finlandia, Svezia e Regno Unito.

Nel comunicare i risultati delle verifiche approfondite, la Commissione ha annunciato che gli 11 paesi con squilibri macroeconomici riceveranno raccomandazioni nell'ambito del meccanismo preventivo della PSM. Per contro, nel caso di Spagna e Slovenia la decisione sul seguito da dare alla situazione riscontrata è stata rimandata, e si baserà sulla valutazione delle misure di politica economica che i due paesi proporranno nell'ambito dei rispettivi programmi nazionali di riforma e dei programmi di stabilità in maggio. Di conseguenza, pur avendo individuato squilibri eccessivi e quindi chiari rischi per il corretto funzionamento dell'Unione economica e monetaria, la Commissione non ha ancora deciso di ricorrere appieno al rigore procedurale previsto dalla Procedura per gli squilibri eccessivi (ossia il meccanismo correttivo della PSM). Per fare ciò, occorrerebbe che la Commissione formuli una raccomandazione al Consiglio cosicché quest'ultimo possa confermare l'esistenza di uno squilibrio eccessivo e raccomandare provvedimenti correttivi.

2) Per una descrizione della PSM, inclusa la serie di indicatori dello *scoreboard*, cfr. il riquadro intitolato "La Procedura per lo squilibrio macroeconomico attuata nel 2012", *Bollettino mensile*, BCE, giugno 2012. I dettagli della PSM sono forniti dai Regolamenti (UE) n. 1176/2011 del 16 novembre 2011 e n. 1174/2011 del 16 novembre 2011.

3) Considerando 22 del Regolamento (UE) n. 1176/2011 sulla prevenzione e la correzione degli squilibri macroeconomici.

L'efficacia e la credibilità della PSM si fondano sulla piena attuazione della procedura, incluso il suo meccanismo correttivo. Quest'ultimo è essenziale: 1) al fine di prevenire un nuovo accumulo di squilibri e vulnerabilità come quelli al cuore delle attuali difficoltà in alcuni paesi dell'area dell'euro, e 2) al fine di conseguire una correzione ordinata degli squilibri eccessivi esistenti. Retrospectivamente, è chiaro che sarebbe stato auspicabile avviare la Procedura per squilibri eccessivi per Cipro e Spagna già nel 2012, poiché così facendo si sarebbe contribuito a far fronte agli squilibri macroeconomici di questi paesi prima, e nell'ambito di una procedura strutturata dell'UE. Il ricorso pieno ed efficace agli strumenti della PSM è pertanto importante per ridurre i rischi per il corretto funzionamento dell'Unione economica e monetaria in futuro.

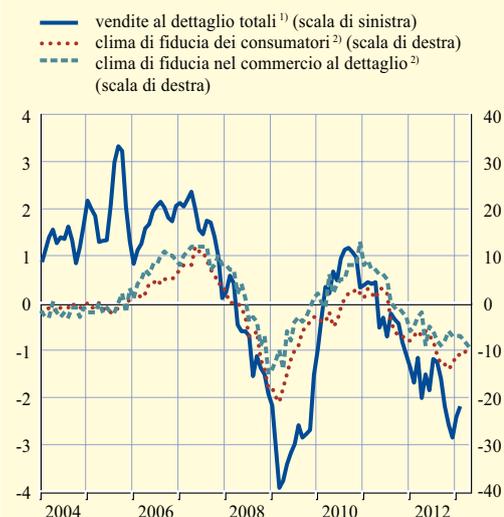
I consumi privati, dopo essere diminuiti dello 0,2 per cento nel terzo trimestre del 2012, sono scesi ulteriormente dello 0,5 nel quarto. Tale flessione è molto probabilmente ascrivibile al contributo negativo apportato dagli acquisti di autovetture e di beni al dettaglio alla spesa per consumi, compensato solo in parte dall'aumento dei consumi di servizi. I consumi si sono quindi ridotti per cinque trimestri consecutivi, cumulando un calo del 2,0 per cento.

Per quanto riguarda il primo trimestre del 2013, le informazioni sui consumi privati indicano, nel complesso, una persistente debolezza della spesa delle famiglie. In gennaio e febbraio le vendite al dettaglio si sono mantenute, in media, su un livello superiore di circa lo 0,3 per cento rispetto al livello osservato nel quarto trimestre del 2012, quando le vendite erano diminuite dell'1,5 per cento sul periodo precedente. Al contempo, le immatricolazioni di nuove autovetture si sono ridotte del 3,0 per cento in termini congiunturali nel primo trimestre, dopo la flessione meno marcata dell'1,8 nel trimestre precedente. I dati relativi alle indagini sul commercio al dettaglio mostrano un ulteriore calo dei consumi di beni in tale settore sia nel primo trimestre del 2013 sia in aprile (cfr. figura 27). L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il commercio al dettaglio permane ben al di sotto della soglia teorica tra espansione e contrazione fissata a 50. In aprile l'indicatore ha evidenziato un lieve incremento, pur continuando a segnalare una diminuzione delle vendite e, pertanto, un proseguimento della dinamica negativa. Per contro, la fiducia dei consumatori dell'area dell'euro, cresciuta tra il quarto trimestre del 2012 e il primo del 2013, ha seguito ad aumentare leggermente in aprile. Ciò nonostante, l'indice rimane chiaramente inferiore alla sua media di lungo periodo, segnalando la persistente debolezza della spesa per consumi. Infine, anche l'indicatore degli acquisti rilevanti resta su livelli nettamente inferiori alla sua media di lungo periodo, mostrando una protratta moderazione dei consumi di beni durevoli.

Nel quarto trimestre del 2012 gli investimenti fissi lordi sono scesi dell'1,2 per cento sul periodo precedente, prolungando un andamento negativo che si protrae da sette trimestri. Per quanto riguarda la scomposizione degli investimenti nel quarto

Figura 27 Vendite al dettaglio e clima di fiducia nei settori del commercio al dettaglio e delle famiglie

(dati mensili)



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

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

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

trimestre, sia gli investimenti in costruzioni sia quelli in beni diversi dalle costruzioni si sono contratti in termini congiunturali.

In prospettiva, la produzione industriale di beni di investimento (un indicatore degli investimenti futuri in beni diversi dalle costruzioni) è aumentata dello 0,9 per cento in febbraio sul mese precedente, dopo la flessione, più pronunciata, dell'1,7 in gennaio. Di conseguenza, nei due mesi la produzione di beni di investimento si è collocata su un livello medio inferiore di circa lo 0,5 per cento rispetto a quello del quarto trimestre quando si era ridotta del 3,0 per cento su base congiunturale. Sebbene i risultati delle indagini sul settore industriale al netto delle costruzioni (sia l'indice PMI sia l'indicatore della Commissione europea) suggeriscano un'ulteriore diminuzione degli investimenti nel primo trimestre del 2013 e all'inizio del secondo, negli ultimi mesi esse hanno mostrato segnali di stabilizzazione e di un graduale miglioramento. Allo stesso tempo, le indagini della Commissione hanno indicato in aprile che il grado di utilizzo della capacità produttiva, in calo sin dall'estate 2011, è rimasto sostanzialmente invariato nei primi tre mesi del 2013.

I dati relativi agli investimenti in costruzioni dell'area dell'euro sono in linea con la persistente debolezza nei primi mesi del 2013. In febbraio la produzione nel settore delle costruzioni è scesa dello 0,8 per cento sul mese precedente, raggiungendo un livello inferiore di oltre il 3,0 per cento rispetto a quello dell'ultimo trimestre del 2012. Gli andamenti più recenti rivelano dunque una contrazione nel primo trimestre del 2013, forse più marcata di quella del periodo precedente, quando la produzione nello stesso settore era diminuita dell'1,9 per cento su base congiunturale; tale quadro è suffragato dagli esiti delle indagini. Ad esempio, l'indicatore della fiducia nel settore delle costruzioni pubblicato dalla Commissione europea, i cui dati sono disponibili fino ad aprile, si è mantenuto ben al di sotto della sua media storica. Anche l'indice PMI per le costruzioni nell'area dell'euro è rimasto su un livello notevolmente inferiore a 50 nel primo trimestre, evidenziando una dinamica ancora negativa nel periodo in questione. Il permanere dei vincoli di finanziamento e le correzioni in atto nel mercato degli immobili residenziali in diversi paesi dell'area continuano a pesare sugli investimenti in costruzioni. Il riquadro 8 analizza le determinanti degli investimenti reali in immobili residenziali e valuta l'andamento del relativo mercato sia prima sia nel corso della crisi.

Riquadro 8

ANALISI DELLE DINAMICHE DEGLI INVESTIMENTI RESIDENZIALI

È comunemente riconosciuto che gli investimenti rappresentano un elemento fondamentale della crescita economica e che il settore immobiliare ha avuto un ruolo importante nella crisi tuttora in corso. Alla luce di ciò, questo riquadro applica un modello teorico degli investimenti (q di Tobin) agli investimenti residenziali nell'area dell'euro, e ciò a due scopi¹⁾: il primo è quello di analizzare le determinanti degli investimenti residenziali reali, il secondo è quello di valutare gli andamenti nel mercato delle abitazioni sia prima sia durante la crisi in corso, al fine di esaminare le dinamiche dal lato dell'offerta.

La q di Tobin e gli investimenti residenziali

La q di Tobin è un modello dell'attività di investimento reale, che può essere applicato anche agli investimenti residenziali. Gli investitori trovano conveniente investire in nuove costruzioni quando il prezzo delle abitazioni esistenti è superiore al loro costo di sostituzione. L'indice q per gli investimenti residenziali è pertanto calcolato come rapporto fra il prezzo dello stock esistente di alloggi

1) Cfr. Tobin, J., "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 1, n. 1, 1969, pagg. 15-29.

(ossia i prezzi delle abitazioni) e il corrispondente costo di rimpiazzo (ossia i costi di costruzione)²⁾. Quanto più alti i prezzi delle abitazioni, tanto maggiori saranno gli investimenti residenziali reali; quanto più alti i costi di costruzione, tanto più oneroso sarà per gli investitori sostituire lo stock esistente di alloggi e tanto minori saranno gli investimenti residenziali. Ovviamente la presenza di frizioni di mercato - come la mancanza di trasparenza e di terreni edificabili, lunghi iter burocratici per rilasciare i permessi di costruzione, nonché i tempi intercorrenti fra l'inizio e il completamento dei lavori di costruzione di un nuovo edificio - potrebbe implicare che gli investimenti residenziali reali si adeguino solo lentamente alle variazioni dei prezzi delle abitazioni e dei costi di costruzione.

La figura A riporta gli investimenti residenziali reali e il rapporto fra i prezzi delle abitazioni e i costi di costruzione (indice q) per l'area dell'euro nel suo complesso. Negli anni precedenti la crisi, con l'eccezione del periodo fra il 2000 e il 2002, il comovimento positivo fra le due serie conferma la validità della q di Tobin. A seguito dello scoppio della crisi, allorché le dinamiche dei prezzi delle abitazioni hanno segnato un'inversione di rotta, l'indice q e gli investimenti residenziali reali sono entrambi calati, ma evidenziando una correlazione più debole.

Un modello di regressione loglineare che mette in relazione gli investimenti reali alle grandezze fondamentali (ossia prezzi delle abitazioni, costi di costruzione e costo del capitale) mostra che, negli anni precedenti la crisi, l'attività di investimento per l'area dell'euro nel suo complesso è stata superiore al suo livello di equilibrio (cfr. figura B). Ciò fa ritenere che l'attività di costruzione sia stata eccessiva e abbia indotto un eccesso di offerta di proprietà residenziali. Questa situazione ha

Figura A Investimenti residenziali in termini reali e rapporto fra prezzo delle abitazioni e costo di costruzione (indice q)

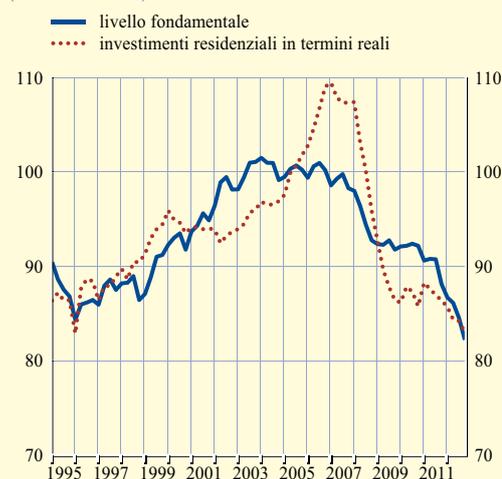
(indice 2005=100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura B Investimenti residenziali in termini reali e loro livello fondamentale implicito nel modello empirico

(indice 2005=100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il livello fondamentale corrisponde al livello predetto dal modello che mette in relazione gli investimenti residenziali in termini reali con i prezzi delle abitazioni, i costi di costruzione (ossia il deflatore degli investimenti residenziali) e il costo del capitale (approssimato dal rendimento del titolo di Stato decennale). Le ultime due componenti rappresentano il costo di sostituzione degli alloggi esistenti. Il modello a specificazione logaritmica è stimato per il periodo dal primo trimestre del 1995 al quarto trimestre del 2012.

2) I costi di costruzione sono misurati dal deflatore degli investimenti residenziali.

altresi influito sugli andamenti dei prezzi delle abitazioni e degli investimenti reali residenziali negli ultimi anni. La necessità di riassorbire gli alloggi in eccesso ha inciso negativamente sui prezzi delle abitazioni e, di conseguenza, l'attività di investimento reale residenziale è scesa su livelli persino inferiori a quelli indicati dal modello.

Implicazioni per le prospettive degli investimenti residenziali

A livello aggregato dell'area dell'euro, l'offerta in eccesso sembra essere stata gradualmente assorbita negli ultimi anni, nonostante la debolezza della domanda di abitazioni dal 2009³⁾. In prospettiva, le condizioni di finanziamento e la fiducia dei consumatori saranno cruciali per le prospettive degli investimenti residenziali. Ad esempio, malgrado i tassi ipotecari storicamente bassi, la rigidità delle condizioni di offerta del credito potrebbe, in alcuni paesi, influire sulla capacità di finanziare nuovi investimenti residenziali⁴⁾. In aggiunta, le condizioni economiche generalmente deboli, e quindi una modesta crescita del reddito disponibile, nonché la fragilità del clima di fiducia dei consumatori, che sta solo cominciando a dare segni di ripresa, influiscono sulla domanda e sui prezzi delle abitazioni ed evidenziano la possibilità che gli investimenti residenziali nell'area dell'euro nel suo complesso continuino a mostrare debolezza per ancora qualche tempo; le prospettive divergono significativamente a seconda dei paesi.

- 3) Cfr. il riquadro intitolato "Andamenti recenti dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro" in questo numero del Bollettino mensile.
4) Cfr. il riquadro intitolato "Risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il primo trimestre del 2013" in questo numero del Bollettino mensile.

Dopo la flessione del commercio dell'area dell'euro nel quarto trimestre del 2012, le ultime informazioni disponibili suggeriscono un lieve rafforzamento di importazioni ed esportazioni nel primo trimestre del 2013. Tuttavia, la crescita complessiva degli scambi commerciali resta fragile. I valori dell'interscambio di beni osservati in gennaio e febbraio si sono collocati, in media, su livelli appena superiori a quelli registrati nell'ultimo trimestre del 2012. Quanto all'interscambio di servizi, i dati di bilancia dei pagamenti indicano una debolezza che permane nel primo trimestre del 2013. Il miglioramento che ha caratterizzato all'inizio dell'anno i risultati delle indagini sulle esportazioni dell'area dell'euro si è recentemente arrestato, riflettendo forse l'incertezza sulla ripresa della crescita mondiale. In aprile l'indice PMI per i nuovi ordinativi dall'estero è marginalmente diminuito mantenendosi sotto la soglia di espansione di 50, mentre l'indicatore degli ordini dall'estero basato sull'indagine della Commissione europea si è ridotto ulteriormente, restando quindi su un livello basso. In base alle attese, la crescita della domanda estera e delle esportazioni dell'area dovrebbe rafforzarsi nel secondo trimestre del 2013. Le prospettive a breve termine per le importazioni sono in lieve miglioramento ma seguitano a essere modeste, rispecchiando la debole evoluzione della domanda interna dell'area.

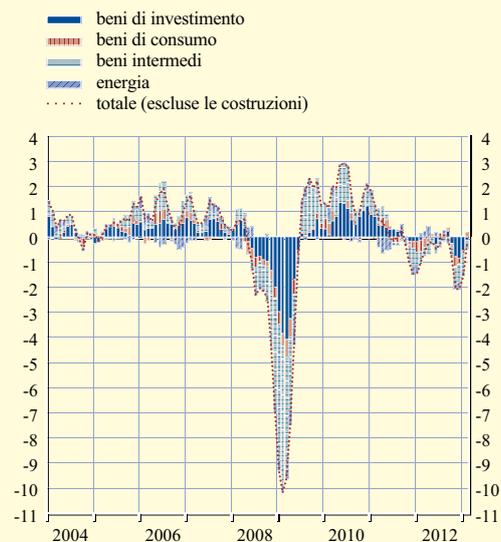
4.2 PRODOTTO PER SETTORE

Nel quarto trimestre del 2012 il valore aggiunto in termini reali è diminuito dello 0,5 per cento sul periodo precedente. Il calo è stato generalizzato, con una contrazione dell'attività nei settori dell'industria (al netto delle costruzioni), delle costruzioni e, seppure in misura minore, dei servizi.

Per quanto riguarda gli andamenti nel primo trimestre del 2013, la produzione industriale (escluse le costruzioni) è aumentata dello 0,4 per cento in febbraio, dopo una flessione appena più marcata

Figura 28 Crescita della produzione industriale e contributi

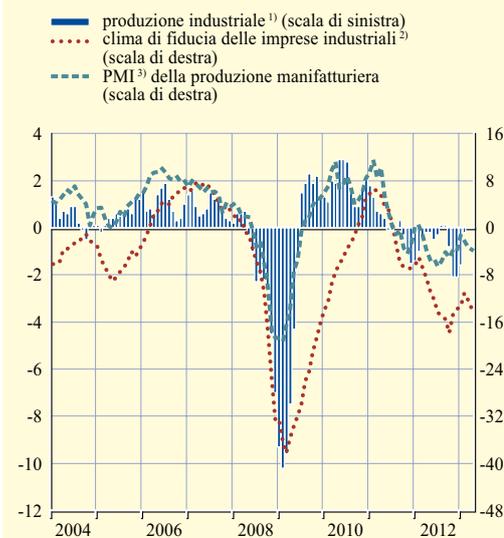
(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati mensili destagionalizzati)



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

Figura 29 Produzione industriale, clima di fiducia delle imprese industriali e PMI della produzione manifatturiera

(dati mensili; destagionalizzati)



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

nel mese precedente; nei due mesi l'attività si è dunque situata su un livello inferiore di circa lo 0,1 per cento rispetto a quello del quarto trimestre. Ciò rappresenta un relativo miglioramento sul quarto trimestre, in cui la produzione era scesa del 2,1 per cento su base congiunturale (cfr. figura 28). I risultati più recenti delle indagini confermano questo quadro. Ad esempio, l'indice PMI per la produzione manifatturiera, pur essendo diminuito in febbraio, marzo e aprile, è comunque cresciuto fra il quarto trimestre del 2012 e il primo del 2013. Tuttavia, tale indice si attesta ancora su livelli al di sotto della soglia teorica di espansione pari a 50 (cfr. figura 29). Inoltre, i dati dell'indagine della Commissione europea indicano un deterioramento della domanda nei tre mesi fino ad aprile, con un impatto negativo sulla produzione.

Anche il PMI relativo all'attività nei servizi è aumentato fra il quarto trimestre del 2012 e il primo del 2013, restando nondimeno nell'area di contrazione. Analogamente all'indice per il settore manifatturiero, il PMI per i servizi si è ridotto di nuovo negli ultimi mesi, mantenendosi in aprile prossimo al livello medio del quarto trimestre del 2012. Altre indagini sulle imprese, come quelle condotte dalla Commissione europea, sono ampiamente in linea con gli andamenti dell'indice PMI.

4.3 MERCATO DEL LAVORO

I mercati del lavoro dell'area dell'euro sono rimasti deboli, con il persistere di marcate differenze fra paesi. I dati più recenti delle indagini congiunturali prefigurano un'ulteriore perdita di posti di lavoro e una disoccupazione crescente nel prossimo futuro. La crisi ha interessato in misura più marcata i lavoratori giovani e quelli meno qualificati.

Tavola 9 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

	Persone					Ore				
	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali			Variazioni annuali		Variazioni trimestrali		
	2011	2012	2012 2° trim.	2012 3° trim.	2012 4° trim.	2011	2012	2012 2° trim.	2012 3° trim.	2012 4° trim.
Totale economia	0.3	-0.6	-0.1	-0.1	-0.3	0.2	-1.2	-0.6	0.2	-0.7
<i>di cui:</i>										
Agricoltura e pesca	-2.2	-1.4	0.3	-0.7	-1.0	-2.3	-1.8	-0.5	-0.5	-1.4
Industria	-1.0	-2.2	-0.4	-0.5	-0.7	-0.9	-3.4	-1.6	-0.4	-1.3
Escluse le costruzioni	0.2	-1.1	-0.4	-0.1	-0.5	0.8	-2.2	-1.4	0.0	-1.1
Costruzioni	-3.8	-4.7	-0.6	-1.7	-1.3	-4.1	-6.0	-2.2	-1.4	-1.9
Servizi	0.8	-0.1	0.1	0.1	-0.2	0.7	-0.5	-0.3	0.4	-0.5
Commercio e trasporti	0.7	-0.7	-0.1	-0.1	-0.4	0.4	-1.3	-0.2	0.2	-1.0
Informatica e comunicazione	1.5	1.4	0.5	-0.5	1.5	1.4	1.4	-0.2	0.5	0.6
Finanziari e alle imprese	-0.3	-0.8	-0.7	-1.0	0.6	-0.2	-0.9	-1.2	0.0	-0.6
Attività Immobiliari	3.0	0.6	0.6	-2.0	2.0	3.5	0.0	0.5	-0.4	-2.0
Servizi Professionali	2.7	0.8	0.4	1.2	-1.0	2.8	0.5	-0.2	0.7	-0.6
Amministrazione pubblica	0.1	-0.3	0.1	-0.1	-0.1	0.1	-0.4	-0.3	0.2	0.1
Altri servizi ¹⁾	0.1	0.7	0.0	0.6	0.4	0.0	-0.1	-0.8	1.3	-0.4

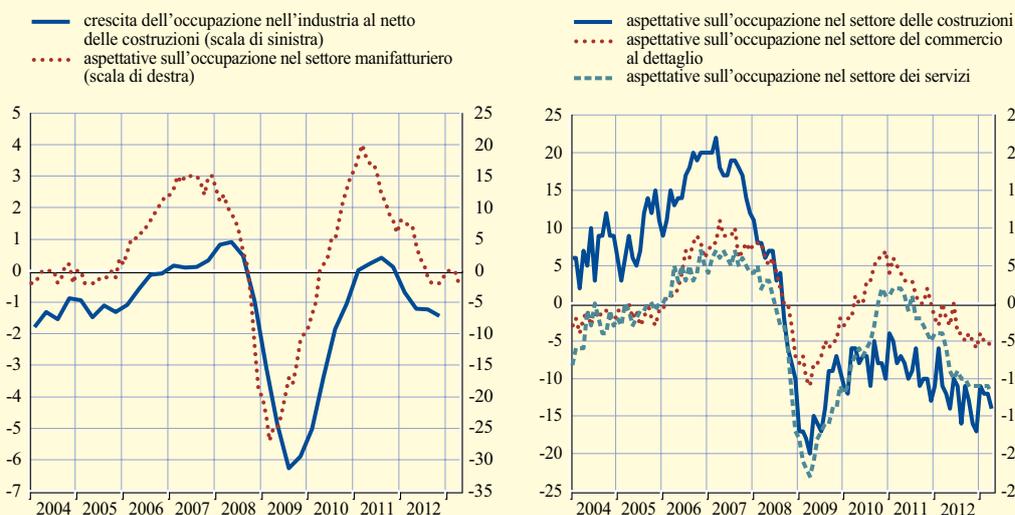
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Comprende anche servizi domestici, attività artistiche e attività delle organizzazioni extraterritoriali.

Il numero di occupati è sceso per sei trimestri consecutivi, registrando una flessione dello 0,3 per cento sul periodo precedente nel quarto trimestre del 2012 (cfr. tavola 9). A livello settoriale, gli ultimi dati indicano un netto calo dell'occupazione nell'industria e una riduzione meno marcata nel comparto dei servizi. Nel quarto trimestre il numero complessivo di ore lavorate si è contratto dello 0,7 per cento su base congiunturale. In termini tendenziali, le ore lavorate sono diminuite dell'1,5 per cento, più del doppio rispetto al calo del numero di occupati. Tale differenza riflette

Figura 30 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione

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

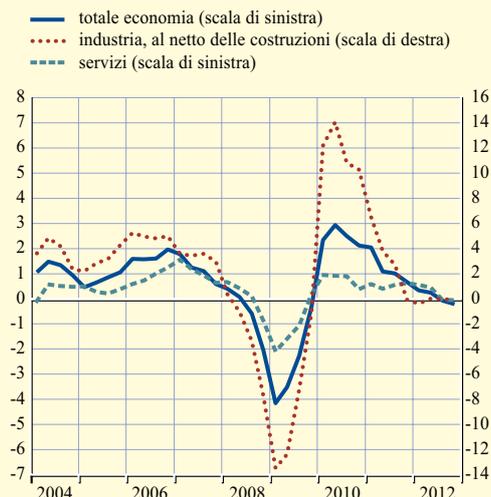


Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.

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

Figura 31 Produttività del lavoro per occupato

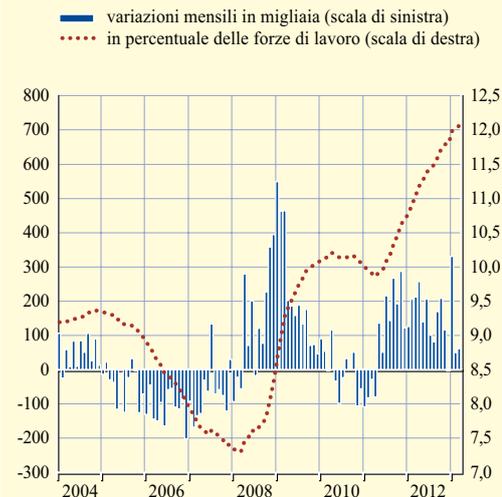
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 32 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

probabilmente i tentativi delle imprese di evitare i costi di aggiustamento connessi alla riduzione degli organici a fronte del nuovo indebolimento della crescita.

Nel quarto trimestre del 2012, il tasso di variazione tendenziale della produttività per occupato si è ridotto ancora, a -0,2 per cento da -0,1 nel trimestre precedente (cfr. figura 31). Nello stesso periodo, il tasso di crescita tendenziale della produttività per ora lavorata è salito dallo 0,4 allo 0,6 per cento. Quanto al primo trimestre del 2013, l'indice di produttività desunto dagli esiti dell'indagine PMI (*Purchasing Managers' Index*) per i settori manifatturiero e dei servizi segnala il perdurare di dinamiche deboli.

Il tasso di disoccupazione, in aumento sin dalla prima metà del 2011, è salito ancora a marzo, raggiungendo il 12,1 per cento (cfr. figura 32). Tuttavia, il minore incremento del numero di disoccupati rispetto agli andamenti di fine 2011 e inizio 2012 sembra suggerire un'attenuazione del ritmo di crescita della disoccupazione. Gli indicatori delle indagini prefigurano un'ulteriore perdita di posti di lavoro nel primo trimestre del 2013 e all'inizio del secondo trimestre, sia nell'industria sia nei servizi (cfr. figura 30). Inoltre, i tassi di disoccupazione attesi per il 2013, 2014 e 2015 sono stati rivisti al rialzo nell'ultima Survey of Professional Forecasters (cfr. riquadro 6 nella sezione 3).

4.4 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

I recenti andamenti degli indicatori a breve termine, in particolare quelli desunti dalle indagini congiunturali, segnalano il protrarsi del clima di scarsa fiducia fino alla primavera di quest'anno. In prospettiva, la crescita delle esportazioni dell'area dell'euro dovrebbe trarre beneficio dalla ripresa della domanda mondiale e l'orientamento di politica monetaria contribuirebbe a sostenere la domanda interna. Inoltre, i miglioramenti osservati nei mercati finanziari dalla scorsa estate dovrebbero trasmettersi all'economia reale. Allo stesso tempo, gli aggiustamenti di bilancio necessari nei

settori pubblico e privato seguiranno a gravare sull'attività. Nell'insieme, l'economia dell'area dell'euro dovrebbe stabilizzarsi e registrare una graduale ripresa nella seconda metà dell'anno.

I rischi per le prospettive economiche dell'area continuano a essere al ribasso, connessi alla possibilità di una domanda interna e mondiale più moderata delle attese e a una lenta o insufficiente attuazione di riforme strutturali nei paesi dell'area. Tali fattori potrebbero ripercuotersi sul grado di fiducia e ritardare pertanto la ripresa.

UNA VALUTAZIONE DELLE PROIEZIONI MACROECONOMICHE DEGLI ESPERTI DELL'EUROSISTEMA



Elaborare proiezioni accurate e affidabili sulle principali variabili macroeconomiche, fra cui il PIL in termini reali e l'inflazione, è di particolare importanza per le banche centrali. Il presente articolo esamina l'attendibilità delle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema dalla prima pubblicazione nel 2000. Nel complesso, mentre il PIL dell'area dell'euro è stato in media sovrastimato, c'è stata una tendenza a sottostimare l'inflazione armonizzata. Gli errori di proiezione per le due variabili sono stati significativamente più rilevanti nel recente periodo di crisi, in particolare durante la recessione del 2009. Sebbene molteplici fattori abbiano contribuito agli errori di proiezione complessivi, l'analisi degli errori nelle ipotesi sottostanti le proiezioni suggerisce che gli andamenti inattesi dei corsi petroliferi abbiano svolto un ruolo chiave. La qualità previsiva delle proiezioni elaborate dall'Eurosistema appare ragionevole rispetto a quella di altre istituzioni internazionali e del settore privato. L'Eurosistema ha ottenuto la massima accuratezza relativa nelle proiezioni sull'inflazione armonizzata, mentre è risultato sostanzialmente in linea con altri istituti di previsione per quanto riguarda la crescita del PIL in termini reali.

I INTRODUZIONE

Prevedere l'andamento economico futuro è importante per numerosi operatori economici, incluse le banche centrali. Avendo la politica monetaria un effetto ritardato sull'economia, è essenziale che le banche centrali dispongano delle migliori proiezioni possibili sull'andamento economico futuro, in particolare per i tassi di inflazione e di crescita del PIL in termini reali. Il presente articolo valuta l'accuratezza e l'affidabilità delle proiezioni¹⁾ macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema, oltre a considerare le possibili fonti di errore. A tal fine, vengono analizzate le ipotesi (tecniche) sottostanti ciascun esercizio di proiezione, come quelle sugli andamenti delle quotazioni petrolifere o della crescita economica mondiale. Inoltre, per valutare l'accuratezza relativa si misura la qualità previsiva delle proiezioni dell'Eurosistema comparandole con quelle formulate da altre istituzioni internazionali e dal settore privato. Il presente articolo si focalizza sulle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema pubblicate in giugno e dicembre, per presentarne un campione quanto più ampio possibile e facilitare il confronto tra istituzioni, in quanto le pubblicazioni delle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema sono temporalmente molto più ravvicinate a quelle di altre istituzioni internazionali rispetto alle proiezioni della BCE. La parte rimanente dell'articolo è articolata nel modo seguente. La sezione 2 esamina le caratteristiche principali dell'assetto esistente per le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema e della BCE. La sezione 3.1 esamina le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema, mentre la sezione 3.2 analizza le possibili cause di errore, in particolare con riferimento al ruolo degli errori nelle ipotesi. La sezione 4 confronta gli errori nelle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema con quelli compiuti da altri istituti di previsione. La sezione 5 propone alcune osservazioni conclusive.

2 L'ASSETTO PER LE PROIEZIONI DEGLI ESPERTI DELL'EUROSISTEMA

Prima di esaminare la qualità previsiva delle proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema, la presente sezione considera in breve le loro caratteristiche principali²⁾. Gli esercizi di proiezione degli esperti dell'Eurosistema e della BCE sono condotti quattro volte l'anno. Dal dicembre 2000 la BCE

1) Valutazioni simili di altre istituzioni internazionali sono contenute in: Cabanillas, L.G. e A. Terzi (2012), *The accuracy of the European Commission's forecasts re-examined*, Economic Paper della Commissione europea n. 476; Vogel, L. (2007), *How Do the OECD Growth Projections for the G7 Economies Perform? A Post-Mortem*, Working Paper del Dipartimento economico dell'OCSE, n. 573; e Timmermann, A. (2007), *An Evaluation of the World Economic Outlook Forecasts*, Staff Paper dell'FMI, vol. 54, n. 1, pp. 1-33.

2) Per una descrizione più dettagliata, cfr. *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata dalla BCE nel giugno 2001.

pubblica le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema con cadenza semestrale, in giugno e dicembre. In occasione di tali esercizi, gli esperti della BCE e delle banche centrali nazionali collaborano strettamente e decidono congiuntamente le proiezioni da pubblicare. Dal settembre 2004 le proiezioni sono integrate da quelle macroeconomiche degli esperti della BCE, anch'esse pubblicate due volte l'anno, in marzo e settembre. In tutti e quattro gli esercizi vengono formulate proiezioni per l'inflazione complessiva, il PIL e le principali componenti di spesa per l'anno corrente e a un anno³⁾. Per evidenziare l'incertezza che caratterizza tali proiezioni, il Consiglio direttivo ha deciso di pubblicare gli intervalli di valori piuttosto che le previsioni puntuali. Gli intervalli sono calcolati considerando l'entità dei precedenti errori di previsione, ossia gli scarti tra i dati effettivi e i valori previsti. L'ampiezza degli intervalli è pari al doppio della media di tali scarti⁴⁾, in valore assoluto.

Le proiezioni sono realizzate sulla base di determinate ipotesi e combinano i risultati generati dai modelli tradizionali con le conoscenze e le valutazioni di esperti economici⁵⁾. Le ipotesi comprendono le proiezioni sulla domanda mondiale, i prezzi del greggio e di altre materie prime, il tasso di cambio, i tassi di interesse a breve e lungo termine e le variabili fiscali. Tali ipotesi sono formulate in vari modi: alcune sono simili alle proiezioni (ad esempio la domanda mondiale), altre sono basate sulle informazioni relative ai contratti *future* (ad esempio i prezzi del petrolio) o presumono che non vi sia "alcuna variazione" (ad esempio il tasso di cambio). Inoltre, si considerano solo le misure fiscali approvate dai parlamenti nazionali o che sono state già definite in dettaglio e supereranno verosimilmente l'iter legislativo. Pertanto, le proiezioni non configurano necessariamente lo scenario più probabile, soprattutto agli orizzonti temporali più lunghi. La sezione 3.2 esamina più in dettaglio le modalità con cui tali ipotesi sono formulate e in che misura esse contribuiscono agli errori di proiezione complessivi.

3 REVISIONE DEGLI ERRORI DI PROIEZIONE DELL'EUROSISTEMA

3.1 GLI ERRORI NELLE PROIEZIONI SUL PIL E SULL'INFLAZIONE

Questa sezione presenta una valutazione delle proiezioni elaborate dagli esperti dell'Eurosistema per il PIL in termini reali e l'inflazione armonizzata nell'area dell'euro nel periodo 2000-2012. Tale valutazione è stata condotta analizzando gli errori sia nelle proiezioni per l'anno corrente sia in quelle a un anno. In generale, gli errori previsivi sono definiti come la differenza tra il dato effettivo e il valore previsto. Pertanto, le dimensioni di tali errori e la valutazione della qualità previsiva risentono del grado di aggiornamento delle statistiche utilizzate per il computo dei dati effettivi (ad esempio, la stima preliminare, la seconda e terza stima o gli ultimi dati disponibili). Di norma i dati macroeconomici sono rivisti quando si rendono disponibili informazioni più complete e vengono introdotte variazioni metodologiche. Anche dopo qualche tempo, i dati continuano a essere caratterizzati da una certa incertezza e potrebbero essere rivisti. Ad esempio, i valori di riferimento per il PIL dell'area dell'euro sono rivisti all'incirca ogni cinque anni affinché rispecchino i progressi nella metodologia adottata per calcolarli⁶⁾.

- 3) Nel dicembre di ogni anno, in aggiunta alle proiezioni per l'anno corrente e a un anno, vengono formulate anche le proiezioni a due anni.
- 4) Per una descrizione dettagliata delle modalità di calcolo degli intervalli di valori, cfr. *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata dalla BCE nel giugno 2001, p. 15; *New procedure for constructing ECB staff projection ranges*, settembre 2008; e *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, dicembre 2009. I tre documenti sono consultabili sul sito Internet della BCE (<http://www.ecb.int>).
- 5) Per ulteriori dettagli sui modelli cfr. ad esempio Christoffel, K., G. Coenen e A. Warne (2008), *The new area-wide model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis*, Working Paper della BCE, n. 944; Dieppe, A., A. González Pandiella e A. Willman (2011), *The ECB's new multi-country model of the euro area: NMCM – simulated with rational expectations*, Working Paper della BCE, n. 1315; e Dieppe, A., A. González Pandiella, S. Hall e A. Willman (2011), *The ECB's new multi-country model of the euro area: NMCM – with boundedly rational learning expectations*, Working Paper della BCE, n. 1316.
- 6) Per ulteriori dettagli cfr. l'articolo *Le revisioni delle stime del PIL nell'area dell'euro* nel numero di aprile 2009 di questo Bollettino.

Ai fini del presente articolo, per garantire che la stima della variabili includa un numero sufficiente di informazioni sull'andamento economico e rifletta altresì le valutazioni su tale andamento espresse contestualmente, si sceglie come dato effettivo la stima della variabile un anno dopo ogni esercizio di proiezione⁷⁾. Tenuto conto delle consuete date di pubblicazione, sono comprese la terza pubblicazione dei dati sul PIL nell'area dell'euro e quella completa dei dati sull'inflazione armonizzata.

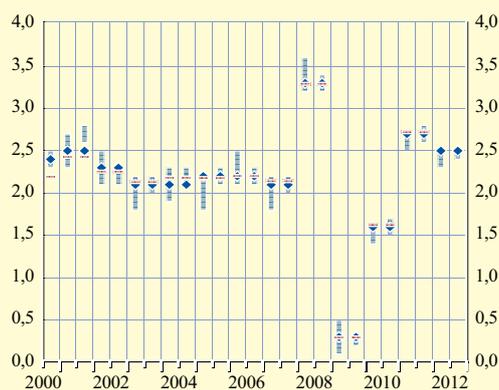
Le figure 1 e 2 presentano gli intervalli di valori delle proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema per l'inflazione armonizzata nell'area dell'euro dal dicembre 2000, insieme ai dati effettivi. Inoltre sono riportati, a fini comparativi, gli ultimi dati disponibili. Nel complesso, le revisioni dei dati sull'inflazione sono state modeste, come mostrato nelle figure 1 e 2 dalla prossimità dei punti e degli istogrammi rossi orizzontali, che indicano rispettivamente i dati effettivi a un anno dalla proiezione e gli ultimi dati disponibili. Per quanto concerne i dati effettivi a un anno dalla proiezione, in 24 su 25 casi l'inflazione si è collocata nell'intervallo previsto dall'Eurosistema nelle proiezioni per l'anno corrente⁸⁾. Per le proiezioni a un anno il quadro è alquanto differente. In 12 su 23 esercizi il dato effettivo è rientrato nell'intervallo delle proiezioni sull'inflazione a un anno. Nei casi restanti, l'inflazione è stata sottostimata nove volte e sovrastimata due.

Il confronto tra i dati effettivi e gli intervalli previsti per la crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro porta a conclusioni simili (cfr. figure 3 e 4). Benché le proiezioni per l'anno in corso siano state prevalentemente accurate (il dato effettivo è rientrato nell'intervallo previsto dall'Eurosistema in 19 su 25 casi, è stato sovrastimato in quattro casi e sottostimato in due), quelle a un anno lo sono

Figura 1 Inflazione armonizzata: intervalli di proiezione per l'anno corrente e dati effettivi

(variazione percentuale sui dodici mesi)

- ◆ dato effettivo (esercizio di giugno anno seguente)
- ▬ ultimi dati disponibili
- ▬ intervallo di proiezione



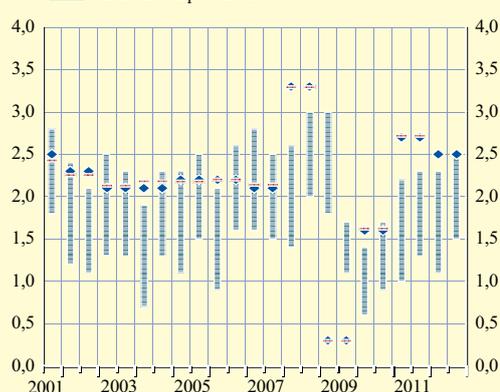
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: per ogni anno sono riportate le proiezioni macroeconomiche di giugno e dicembre degli esperti dell'Eurosistema (salvo nel 2000, con la sola proiezione di dicembre).

Figura 2 Inflazione armonizzata: intervalli di proiezione a un anno e dati effettivi

(variazione percentuale sui dodici mesi)

- ◆ dato effettivo (esercizio di giugno anno seguente)
- ▬ ultimi dati disponibili
- ▬ intervallo di proiezione



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: per ogni anno sono riportate le proiezioni macroeconomiche di giugno e dicembre degli esperti dell'Eurosistema (salvo nel 2001, con la sola proiezione di dicembre).

- 7) Spesso i modelli e le valutazioni sono basati su dati in tempo reale e sovente il primo risultato disponibile riceve la massima attenzione. Tuttavia, se l'obiettivo della previsione è anticipare lo stato finale ed effettivo dell'economia, appare discutibile utilizzare il primo risultato disponibile. Allo stesso tempo, utilizzare l'ultimo risultato disponibile dà maggior peso all'impatto delle variazioni statistiche. Come eccezione, al fine di includere le proiezioni per il 2012 nella valutazione, è stata usata la stima preliminare per il PIL in termini reali nel 2012.
- 8) Si noti che, per le proiezioni relative all'anno corrente elaborate in dicembre, il dato effettivo è in gran parte già noto; ciò è indicato anche dall'intervallo di valori più contenuto nell'esercizio di dicembre rispetto a quello di giugno.

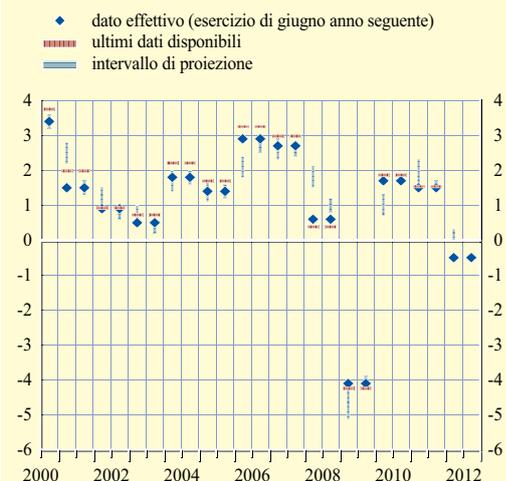
state di meno. La crescita del PIL in termini reali, pur essendo rientrata nell'intervallo delle proiezioni a un anno in sette casi, è stata stimata per eccesso in 11 esercizi e per difetto in cinque⁹⁾.

Come osservato in precedenza, il Consiglio direttivo ha deciso di pubblicare le proiezioni sulla crescita del PIL e sul tasso di inflazione come intervalli di valori, per evidenziare la loro natura incerta. Tuttavia, per agevolare il confronto con altri istituti di previsione che pubblicano proiezioni puntuali, è stata adottata una semplificazione puramente tecnica nella parte restante dell'articolo, utilizzando il punto centrale dell'intervallo di proiezione sia per la crescita del PIL in termini reali sia per l'inflazione. L'errore di proiezione di ciascuna variabile si calcola sottraendo il punto centrale dell'intervallo di proiezione dal dato effettivo (definito in precedenza). La qualità previsiva delle proiezioni è valutata in termini di scostamento (misurato dall'errore medio di proiezione) ed entità degli errori di proiezione (misurata dalla radice dell'errore quadratico medio [*root mean squared error*, RMSE]). Le figure 5 e 6 riportano l'errore medio e l'RMSE delle proiezioni a un anno per la crescita del PIL e l'inflazione.

Mentre il PIL nell'area dell'euro è stato, in media, sovrastimato, l'opposto è accaduto per l'inflazione. Prima del 2008 lo scostamento delle proiezioni dell'Eurosistema sulla crescita del PIL aveva seguito un andamento decrescente, che si è invertito alla fine del 2008 con l'inizio della crisi finanziaria mondiale. Sia lo scostamento sia l'RMSE sono aumentati in misura considerevole fino al 2010, per poi registrare un lieve decremento dal 2010 al 2012. L'andamento delle proiezioni sull'inflazione è stato piuttosto diverso: lo scostamento si è ridotto leggermente tra il 2002 e il 2006, quindi è tornato a crescere con l'aumento dell'inflazione nel 2007 e 2008, sostenuto dai forti rincari del petrolio e dei beni alimentari,

Figura 3 PIL in termini reali: intervalli di proiezione per l'anno corrente e dati effettivi

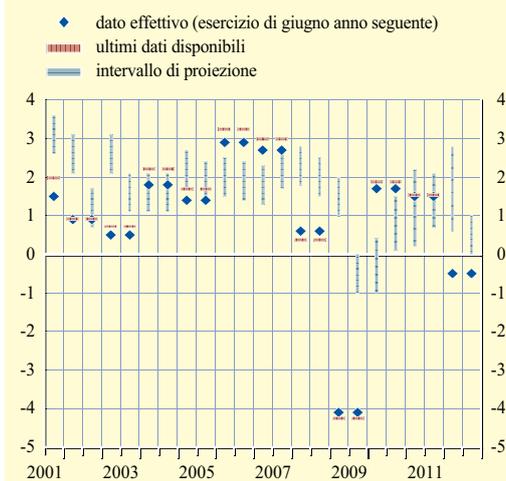
(variazione percentuale sui dodici mesi)



Fonti: elaborazioni della BCE ed Eurostat.
Nota: per ogni anno sono riportate le proiezioni macroeconomiche di giugno e dicembre degli esperti dell'Eurosistema (salvo nel 2000, con la sola proiezione di dicembre).

Figura 4 PIL in termini reali: intervalli di proiezione a un anno e dati effettivi

(variazione percentuale sui dodici mesi)



Fonti: elaborazioni della BCE ed Eurostat.
Nota: per ogni anno sono riportate le proiezioni macroeconomiche di giugno e dicembre degli esperti dell'Eurosistema (salvo nel 2001, con la sola proiezione di dicembre).

9) Un confronto della terza stima con gli ultimi dati disponibili (incluse tutte le revisioni *ex post*) dimostra che i dati sulla crescita del PIL sono soggetti a ampie revisioni. L'intervallo di valori delle revisioni dei dati totali è compreso tra -0,2 e +0,5 punti percentuali. La crescita del PIL è stata mediamente rivista al rialzo durante tutto il periodo di campionamento; revisioni di segno negativo sono state effettuate solo nel 2008 e nel 2009 dopo la crisi finanziaria mondiale. Per ulteriori dettagli cfr. il riquadro *Le revisioni della crescita del PIL nell'area dell'euro* nel numero di aprile 2011 di questo Bollettino.

per poi ridiscendere. L'RMSE per le proiezioni sull'inflazione a un anno era diminuito fino al 2006, ma da allora è aumentato di nuovo, riflettendo le ampie e non previste oscillazioni dell'inflazione.

Nel complesso, si può concludere che le proiezioni sull'inflazione sono state in media sbilanciate negativamente, ossia l'inflazione è stata sottostimata, mentre quelle sul PIL reale sono state sbilanciate positivamente, ossia la crescita del PIL è stata stimata per eccesso. Inoltre, gli errori previsivi per entrambe le variabili sono stati notevolmente più rilevanti nel periodo di crisi, in particolare durante la recessione del 2009.

3.2 CAUSE DEGLI ERRORI DI PROIEZIONE

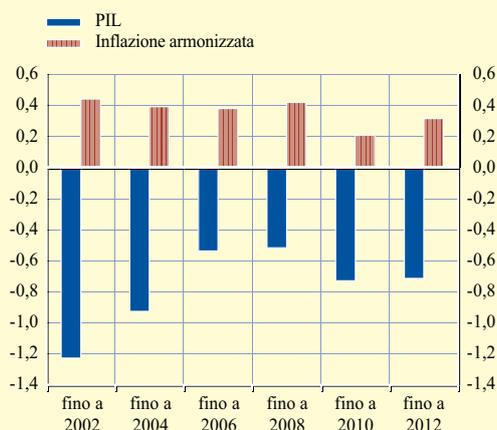
Vari fattori hanno contribuito al profilo e all'entità degli errori di proiezione analizzati nella sezione 3.1. La presente sezione evidenzia alcuni di questi fattori che verosimilmente hanno avuto un impatto significativo sull'errore complessivo. In particolare, possibili fonti di errore sono le ipotesi sottostanti le proiezioni, come quelle tecniche circa i prezzi delle materie prime, i tassi di interesse e di cambio, quelle relative alla domanda mondiale e alle politiche di bilancio.

IPOTESI TECNICHE

Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e i prezzi delle materie prime sono basate sulle aspettative di mercato. L'ipotesi relativa ai tassi di interesse a breve termine è puramente tecnica. I tassi a breve sono misurati dall'Euribor a tre mesi, con le aspettative di mercato desunte dai tassi dei contratti *future*¹⁰. Inoltre, le aspettative di mercato sono utilizzate per i tassi di interesse a lungo termine, ossia i rendimenti dei titoli di Stato decennali. Analogamente, i prezzi dei *future* sono utilizzati per formulare ipotesi sui prezzi del petrolio e delle materie prime non energetiche¹¹. Inoltre,

Figura 5 Errori medi nelle proiezioni a un anno (dato effettivo meno proiezione) dal 2000

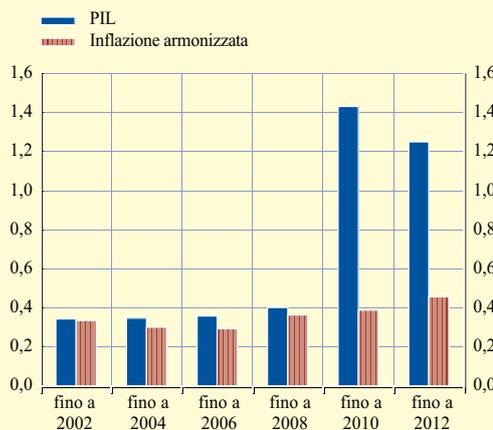
(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Figura 6 Radice degli errori quadratici medi nelle proiezioni a un anno dal 2000

(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

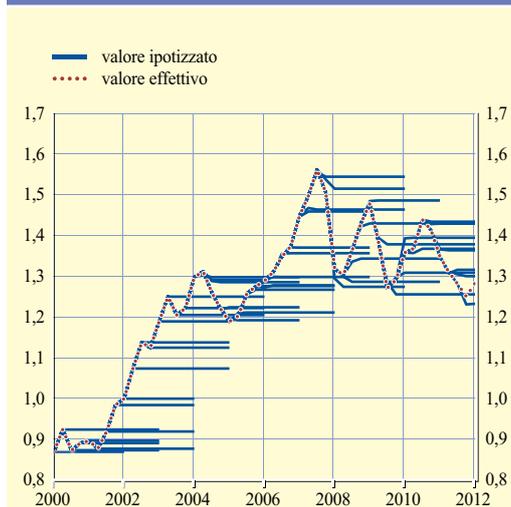
10) La decisione di basare i tassi di interesse a breve termine sulle aspettative di mercato è stata adottata per la prima volta nell'esercizio del giugno 2006 (cfr. il riquadro *Ipotesi tecniche* nel numero di giugno 2006 di questo Bollettino). In precedenza, si ipotizzava che i tassi di interesse a breve termine rimanessero costanti nell'orizzonte delle proiezioni.

11) Si presume che i prezzi delle altre materie prime non energetiche seguano quelli dei contratti *future* per un anno per poi evolvere in linea con l'attività economica mondiale.

si assume che i tassi di cambio rimangano invariati nell'orizzonte temporale di proiezione sui livelli medi osservati poco prima della data finale di ciascun esercizio.

Gli errori nelle ipotesi tecniche hanno influito sull'accuratezza complessiva delle proiezioni. La figura 7 mostra il tasso di cambio del dollaro con l'euro ipotizzato ed effettivo, che in media è stato tendenzialmente sottostimato durante il periodo di campionamento esaminato (ossia l'apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro nel periodo di campionamento non è stato previsto). A parità di tutti gli altri fattori, tale errore potrebbe aver indotto a sovrastimare il contributo delle esportazioni nette alla crescita e, di conseguenza, a sovrastimare l'espansione del PIL in termini reali. Potrebbe anche aver contribuito a più elevate proiezioni dell'inflazione. Allo stesso tempo, per gran parte del periodo di campionamento le quotazioni del greggio sono state stimate per difetto. In termini di deviazione percentuale annua, le proiezioni sui prezzi del petrolio a un anno sono state, in media, inferiori del 13 per cento rispetto ai prezzi effettivi nel periodo in esame¹²⁾. Ciò è fondamentale per capire il motivo per cui l'inflazione è stata sottostimata. Ad esempio, le stime indicano che un rincaro del 20 per cento del greggio ha un impatto complessivo di 0,4-0,8 punti percentuali sull'inflazione complessiva, a seconda delle quotazioni iniziali del petrolio¹³⁾. Considerata l'entità dello scostamento delle proiezioni sull'inflazione (circa 0,4 punti percentuali prima dell'inizio della crisi nel 2008, cfr. figura 5), gli errori nelle proiezioni sui prezzi del greggio avrebbero contribuito in misura significativa all'errore complessivo. I modelli interni della BCE indicano che adottando le quotazioni petrolifere osservate *ex post* come ipotesi sottostanti le proiezioni, si sarebbero ridotti sensibilmente sia lo scostamento delle proiezioni sia l'RMSE delle proiezioni sull'inflazione.

Figura 7 Tasso di cambio dollaro/euro ipotizzato ed effettivo



Fonte: elaborazioni della BCE.

12) Per ulteriori dettagli sulle ipotesi relative ai corsi petroliferi e sugli errori compiuti nella stima dei prezzi del greggio durante il periodo di campionamento valutato, cfr. il riquadro in basso.

13) Per ulteriori informazioni dettagliate cfr. (2010) *Energy markets and the euro area macroeconomy*, Occasional Paper della BCE, n. 113.

Riquadro 1

RIQUADRO PROIEZIONI RELATIVE ALL'EVOLUZIONE DEI PREZZI DEL PETROLIO

Nelle proiezioni elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE le ipotesi sull'evoluzione dei corsi petroliferi sono basate sui prezzi dei contratti *future* per il greggio di qualità Brent. Secondo tale approccio la previsione per il periodo h del prezzo del petrolio è data dalla quotazione dei contratti *future* per il greggio alla scadenza $h^1)$. Diverse altre banche centrali (ad esempio il

1) La previsione ad h mesi del prezzo del petrolio è desunta dal prezzo medio nei dieci giorni lavorativi precedenti il contratto *future* con scadenza ad h mesi.

Federal Reserve System, la Bank of England e la Bank of Canada) e organizzazioni internazionali (ad esempio l'FMI) utilizzano le quotazioni dei contratti *future* del petrolio per le previsioni sui prezzi a pronti nelle rispettive proiezioni macroeconomiche.

I prezzi dei contratti *future* presentano diverse caratteristiche che ne fanno uno strumento interessante per formulare ipotesi sui corsi petroliferi. In primo luogo, questi prezzi forniscono informazioni dirette sulle aspettative degli investitori circa le quotazioni *future* del petrolio. In secondo luogo, i prezzi dei *future* dovrebbero, in teoria, inglobare tutte le informazioni disponibili per gli operatori di mercato e quindi servire come previsioni trasparenti e basate su valutazioni di mercato delle quotazioni petrolifere. Infine, essi sono uno strumento di previsione relativamente semplice e di facile spiegazione, che agevola la comunicazione delle ipotesi alla base delle proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE.

Allo stesso tempo, tuttavia, è ben noto che i prezzi dei *future* non coincidono con quelli attesi per il petrolio. In primo luogo, i prezzi dei *future* di attività rischiose come il petrolio possono scostarsi dal prezzo a pronti atteso a causa della componente di "premio per il rischio". Inoltre, a differenza delle attività puramente finanziarie, le materie prime immagazzinabili comportano ulteriori costi (ad esempio i costi di immagazzinamento) e benefici (ad esempio la detenzione di scorte fisiche per il consumo), che potrebbero influire anche sul rapporto tra i prezzi dei *future* e il prezzo a pronti atteso. In circostanze normali, pertanto, il prezzo effettivo del greggio è generalmente sottostimato dai prezzi dei contratti *future* per il petrolio²⁾.

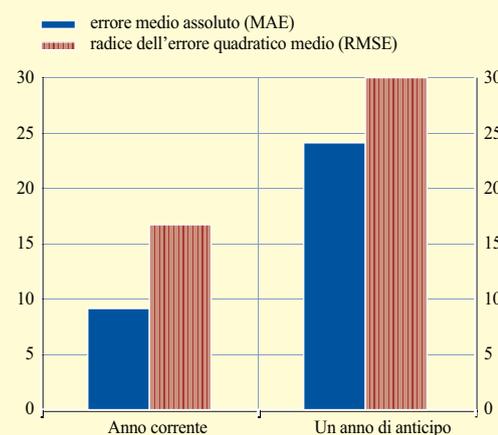
Valutazione delle proiezioni sui prezzi del petrolio

Per valutare le proiezioni sui prezzi del petrolio elaborate dagli esperti dell'Eurosistema per l'anno corrente e a un anno, si utilizzano l'errore medio assoluto (MAE) e la radice dell'errore quadratico medio (*root mean squared error*, RMSE) come misure della qualità previsiva delle proiezioni. I due esercizi di proiezione condotti ogni anno sono valutati congiuntamente. Per il 2011, ad esempio, la media delle proiezioni di giugno e dicembre per il 2011 è stata considerata come la proiezione per l'anno corrente e quella per il 2012 come la proiezione a un anno³⁾.

La figura A mostra il MAE medio e l'RMSE per l'anno corrente e a un anno, in base alle proiezioni sui prezzi del petrolio per il periodo 2000-2012. Non sorprende che gli errori medi di proiezione per l'anno corrente siano

Figura A Errori medi di proiezione per i prezzi del petrolio (2000-2012)

(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

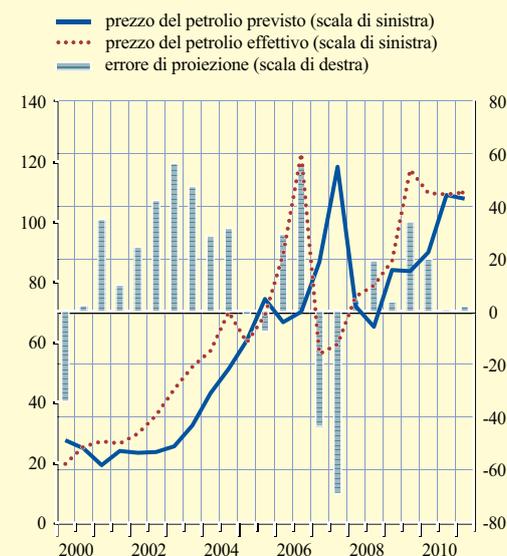
- 2) Per ulteriori dettagli cfr. Bank of England (2012), *What can the oil futures curve tell us about the outlook for oil prices?*, *Quarterly Bulletin*, Q1, vol. 52, n. 1.
- 3) Sebbene siano prese in considerazione solo le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema, le conclusioni sulla qualità previsiva delle proiezioni sui prezzi del petrolio sono identiche a quelle relative alle proiezioni degli esperti della BCE. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Lo scostamento delle previsioni di inflazione nell'area dell'euro* nel numero di giugno 2012 di questo Bollettino.

più contenuti rispetto a quelli nelle proiezioni a un anno. Secondo il MAE, le proiezioni per l'anno corrente si sono scostate, in media, di circa il 9 per cento dai prezzi effettivi del petrolio, mentre le proiezioni a un anno si sono scostate, in media, di circa il 24 per cento. Il valore più elevato dell'RMSE su entrambi gli orizzonti indica, tuttavia, che il MAE cela importanti variazioni nella qualità previsiva delle proiezioni nel tempo. Ciò è dovuto al fatto che l'RMSE, rispetto al MAE, assegna maggiore importanza agli errori di proiezione rilevanti.

Per esaminare più in dettaglio questa variazione nel tempo, la figura B mostra gli errori di proiezione a un anno (calcolati come la differenza percentuale tra i prezzi del petrolio effettivi e previsti) insieme con l'andamento dei prezzi effettivi del greggio e le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema. Per gran parte del periodo in esame, i prezzi effettivi del greggio sono stati sottostimati dalle proiezioni dei prezzi del petrolio basate sui *future*, considerando che l'errore di proiezione è stato prevalentemente di segno positivo. In media, le proiezioni dei prezzi del petrolio sono risultate inferiori del 13 per cento rispetto al prezzo effettivo del greggio. Le deviazioni più consistenti, all'inizio positive e successivamente negative, sono state registrate durante il periodo 2007-2009, a causa delle brusche oscillazioni dei corsi petroliferi nel periodo immediatamente precedente la crisi finanziaria e in seguito. Dato che il profilo della curva dei *future* in genere rimane alquanto piatto nell'orizzonte di previsione, variazioni consistenti e improvvise dei prezzi effettivi del greggio tendono a determinare errori di proiezione rilevanti. Coerentemente con la sostanziale stabilizzazione dei corsi petroliferi verso la fine del periodo di campionamento considerato, anche gli errori di proiezione sono divenuti nettamente più modesti.

Figura B Proiezioni dei prezzi del petrolio a un anno e loro andamento effettivo

(dollari al barile; percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

POLITICHE DI BILANCIO

In generale, le ipotesi sulle politiche di bilancio tendono a essere prudenti e realistiche. Pertanto, per le misure di bilancio che richiedono l'approvazione parlamentare, le proiezioni comprendono solo le misure approvate dai parlamenti nazionali o che sono state già definite in dettaglio e verosimilmente supereranno l'iter legislativo. Le iniziative di politica economica non sono incluse nelle proiezioni se non sono ancora ben definite o se la loro approvazione è improbabile. Le proiezioni relative a voci determinate principalmente da decisioni discrezionali sono basate, in linea di principio, sulla decisione più probabile, in assenza di altre informazioni.

Le ipotesi e le proiezioni sulle politiche di bilancio sono indipendenti dalle previsioni ufficiali delle amministrazioni pubbliche e sono prodotte in stretta collaborazione tra le banche centrali nazionali dell'area dell'euro e la BCE. Esse comprendono le ultime informazioni disponibili sugli andamenti di bilancio nei singoli paesi dell'area dell'euro e i più recenti piani riguardanti le politiche di bilancio. Gli effetti delle misure incluse nelle proiezioni relative alle entrate e alle

spese delle amministrazioni pubbliche sono valutate in modo indipendente dalle stime ufficiali dei governi.

È probabile quindi che agli errori complessivi di previsione contribuiscano le iniziative future non ancora approvate dai parlamenti nazionali o non ancora sufficientemente dettagliate, oltre ad altre misure di bilancio impreviste.

In retrospettiva, le ipotesi sulle politiche di bilancio elaborate dagli esperti dell'Eurosistema contenevano errori di proiezione abbastanza modesti prima della crisi economica nel 2008. Tuttavia, il recente periodo di crisi è stato caratterizzato da iniziative di consolidamento fiscale di portata sensibilmente più ampia di quanto era stato ipotizzato nelle proiezioni per questi anni¹⁴⁾. Pertanto, le revisioni al ribasso delle prospettive di espansione nel periodo più recente sono riconducibili in parte a modifiche delle ipotesi di finanza pubblica. In modo simile, anche le misure inattese, sotto forma di imposte indirette o prezzi amministrati, hanno in parte contribuito a determinare gli errori nelle proiezioni sull'inflazione, stimata per difetto, in quanto le informazioni su tali misure spesso non erano disponibili in anticipo. In genere, gli errori nelle ipotesi di finanza pubblica hanno un effetto maggiore sugli anni successivi delle proiezioni, in quanto le politiche di bilancio per questi anni sono definite con meno precisione.

DOMANDA MONDIALE

Le proiezioni relative al contesto internazionale dell'area dell'euro sono essenziali per le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema, perché includono informazioni sulla trasmissione di un'ampia gamma di shock mondiali all'area dell'euro. Negli ultimi 12 anni l'area dell'euro è stata esposta a una serie di forti shock economici mondiali, come lo scoppio della bolla tecnologica nel 2000-2001 o la crisi finanziaria mondiale nel 2008-2009. Considerando i legami esistenti tra il ciclo economico a livello mondiale e quello dell'area dell'euro, oltre alla loro sincronizzazione, il contesto internazionale presenta rilevanti implicazioni per la crescita e l'inflazione nell'area dell'euro¹⁵⁾.

Due variabili fondamentali a livello mondiale sono rilevanti nelle proiezioni dell'Eurosistema: il PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) e la domanda mondiale di esportazioni dell'area dell'euro. Le proiezioni del PIL mondiale sono calcolate come media ponderata delle proiezioni del PIL dei singoli paesi e regioni. La domanda mondiale per le esportazioni dell'area dell'euro è definita come la media geometrica dei volumi di importazioni dei partner commerciali dell'area, ponderati per la loro quota di esportazioni totali dell'area¹⁶⁾.

Nel complesso, le proiezioni del PIL mondiale elaborate dall'Eurosistema sono state eccessivamente pessimistiche sia per l'anno corrente sia a un anno. Dal dicembre 2000 le proiezioni per l'anno corrente dell'Eurosistema hanno sottostimato la crescita del PIL mondiale in media di 0,3 punti percentuali. Quanto alle proiezioni a un anno, gli errori medi sono stati più conte-

14) Un'altra fonte di incertezza che caratterizza gli errori nelle proiezioni macroeconomiche è l'entità dei moltiplicatori fiscali a breve termine. Per ulteriori informazioni a riguardo cfr. il riquadro *Il ruolo dei moltiplicatori fiscali nell'attuale dibattito sul risanamento* nel numero di dicembre 2012 di questo Bollettino. Dai risultati si evince che l'entità di un moltiplicatore fiscale è sensibile a vari fattori, quali la composizione delle misure di bilancio, la credibilità della strategia fiscale e le caratteristiche strutturali dell'economia, come il numero di famiglie con vincoli di credito.

15) Cfr. ad esempio Di Mauro, F., S. Dees e M. Lombardi (2010), *Catching the Flu from the United States: Synchronisation and Transmission Mechanisms to the Euro Area*, Palgrave Macmillan, Basingstoke.

16) Cfr. Hubrich, K. e T. Karlsson (2010), *Trade consistency in the context of the Eurosystem projection exercises: an overview*, Occasional Paper della BCE, n. 108.

nuti (cfr. figura 8). Pertanto, lo scostamento delle proiezioni sull'espansione del PIL mondiale sarebbe piuttosto modesto, considerando che l'economia mondiale in questo periodo è cresciuta in media del 4,2 per cento (con una deviazione standard di 1,7). Anche la domanda mondiale di esportazioni dell'area è stata leggermente sottostimata nelle proiezioni per l'anno corrente (cfr. figura 8), sostanzialmente in linea con gli errori di proiezione sulla crescita del PIL mondiale. Tuttavia, le proiezioni a un anno per la domanda estera sono state eccessivamente ottimistiche. Nel complesso, l'entità dello scostamento è stata modesta, pari a circa 0,8 punti percentuali nelle proiezioni a un anno, a fronte di un tasso di crescita del 5,4 per cento (e una deviazione standard di 6,3) nel periodo di campionamento.

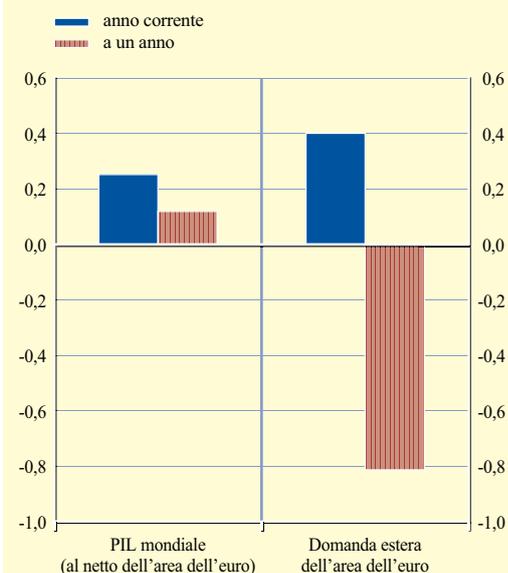
La figura 9 mostra l'accuratezza delle proiezioni per il contesto internazionale dell'area dell'euro, valutate in base all'RMSE. Nell'insieme, il profilo dell'RMSE conferma le attese: sia per l'attività produttiva sia per l'interscambio gli errori sono stati più rilevanti nelle proiezioni a un anno rispetto a quelle per l'anno corrente. Inoltre, l'RMSE per l'interscambio è all'incirca tre volte maggiore che per il PIL, in conseguenza dell'accresciuta volatilità del commercio internazionale e del fatto che è particolarmente difficile formulare proiezioni per l'interscambio.

ALTRI FATTORI

Oltre agli errori nelle ipotesi sottostanti le proiezioni, diversi altri fattori avrebbero influito sugli errori di proiezione. Uno di tali fattori potrebbe essere il prodotto potenziale. Dato che le proiezioni sul prodotto potenziale possono rappresentare un riferimento particolarmente utile per le proiezioni sulla crescita del PIL reale verso la fine dell'orizzonte previsivo, è probabile che gli errori nelle proiezioni sulla crescita del PIL potenziale abbiano un impatto su quelle per il prodotto

Figura 8 Errore medio delle proiezioni per la crescita del PIL mondiale (al netto dell'area dell'euro) e la domanda estera dell'area dell'euro

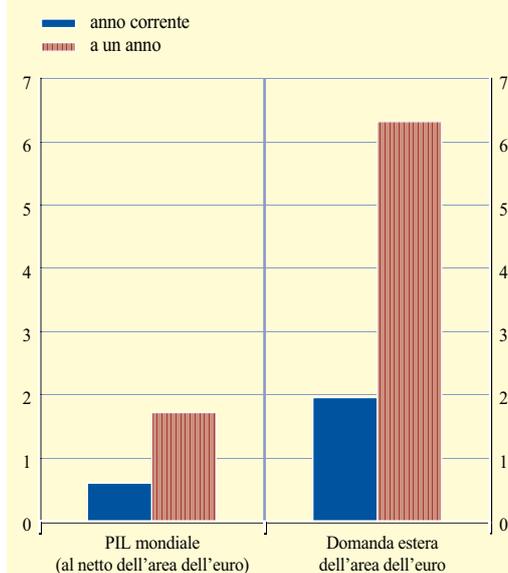
(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Figura 9 Radice dell'errore quadratico medio delle proiezioni per la crescita del PIL mondiale (al netto dell'area dell'euro) e la domanda estera dell'area dell'euro

(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

dell'economia in termini reali. A titolo illustrativo, la figura 10 mostra le revisioni della crescita del prodotto potenziale nell'area dell'euro pubblicate dalla Commissione europea. Ad esempio, mentre le previsioni del 2007 per la crescita economica potenziale nel 2009 anticipavano un incremento superiore al 2 per cento, dalle revisioni *ex post* si evince che tale valore è stato sovrastimato di circa 1,5 punti percentuali. Nel complesso, queste revisioni della crescita potenziale contribuiscono a spiegare in parte sia la stima per eccesso della crescita del PIL sia la stima per difetto dell'inflazione.

È evidente, inoltre, che anche gli shock sui prezzi dei beni alimentari sono stati all'origine degli errori. Ad esempio, nel periodo esaminato in questo rapporto, gli shock sui prezzi alimentari legati agli andamenti climatici e all'afta epizootica hanno contribuito in misura significativa all'inflazione dei beni non energetici nell'area dell'euro.

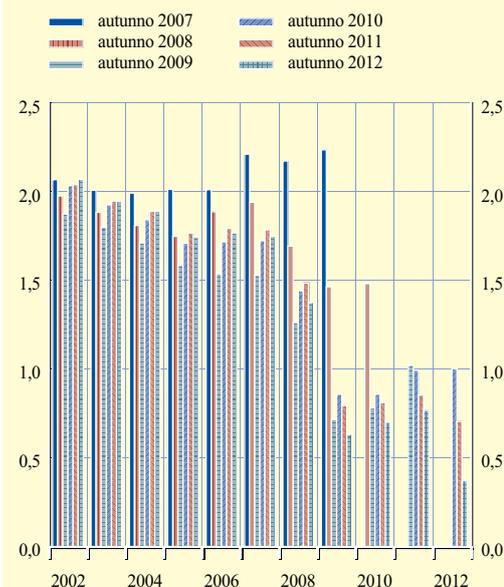
Nell'insieme, si può concludere che gli errori nelle ipotesi contribuiscono in misura significativa a determinare gli errori complessivi di proiezione. In particolare, se gli andamenti dei corsi petroliferi e le ipotesi relative alle politiche di bilancio fossero stati previsti correttamente durante il periodo di crisi, lo scostamento nelle proiezioni sull'inflazione sarebbe stato in gran parte eliminato. Lo scostamento nelle proiezioni sul PIL sarebbe stato determinato in parte da errori nelle ipotesi, in particolare quelle concernenti le quotazioni petrolifere e l'espansione della domanda mondiale, nonché dal fatto che la crescita potenziale è stata stimata per eccesso.

4 CONFRONTO CON ALTRI ISTITUTI DI PREVISIONE

La valutazione nella precedente sezione deve essere affiancata da un confronto con la qualità delle previsioni di differenti istituti, per porre in prospettiva gli errori contenuti nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema. La presente sezione confronta gli errori di proiezione dell'Eurosistema con quelli commessi da FMI, OCSE, Commissione europea e dagli esperti del settore privato (inclusi nella *Survey of Professional Forecasters (SPF)* della BCE e in *Consensus Economics*), per tutti gli esercizi disponibili dal dicembre 2000 al dicembre 2012¹⁷⁾. Per stabilire gli opportuni elementi di confronto con le altre istituzioni, sono state valutate solo le proiezioni macroeconomiche elaborate due volte l'anno dagli esperti dell'Eurosistema (non quelle della BCE). Per misurare gli errori è stato adottato lo stesso approccio della sezione precedente.

Figura 10 Proiezioni sul prodotto potenziale dell'area dell'euro

(punti percentuali)

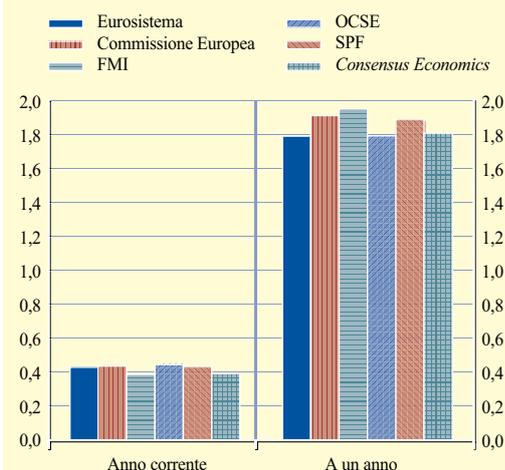


Fonte: database delle previsioni della Commissione europea.
Nota: l'aggregato dell'area dell'euro comprende i 12 paesi membri dell'area dell'euro nel 2001.

17) Le ipotesi sottostanti le proiezioni includono variabili sostanzialmente simili per tutte le istituzioni internazionali.

Figura 11 Radice dell'errore quadratico medio delle proiezioni sul PIL in termini reali: confronto tra istituti di previsione dal 2000 al 2012

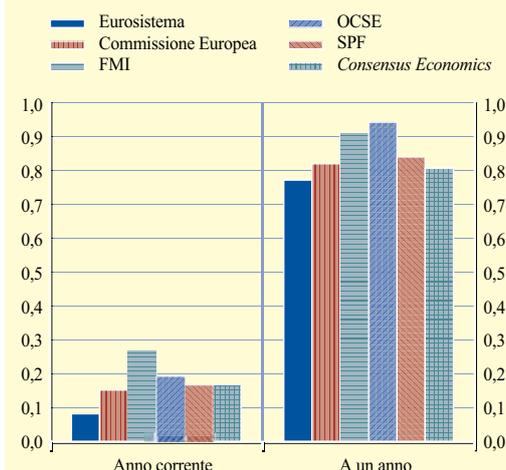
(punti percentuali)



Fonti: BCE, OCSE, FMI, Commissione europea, *Survey of Professional Forecasters* (SPF) e *Consensus Economics*.

Figura 12 Radice dell'errore quadratico medio delle proiezioni sull'inflazione: confronto tra istituti di previsione dal 2000 al 2012

(punti percentuali)



Fonti: BCE, OCSE, FMI, Commissione europea, *Survey of Professional Forecasters* (SPF) e *Consensus Economics*.

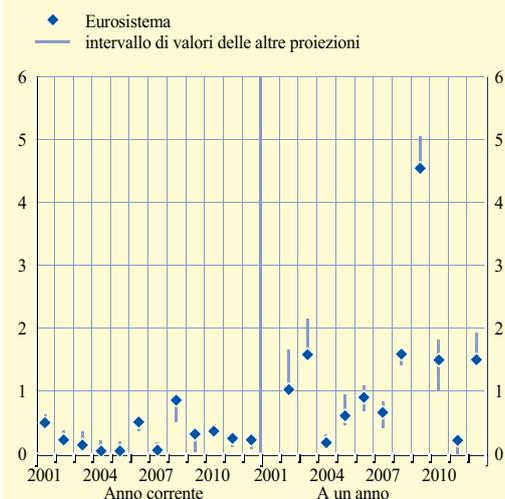
Le figure 11 e 12 presentano l'RMSE delle proiezioni rispettivamente per la crescita del PIL e l'inflazione nel periodo 2000-2012. Quanto alle proiezioni sulla crescita del PIL per l'anno corrente, gli errori nelle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema sono leggermente più ampi rispetto a quelli delle proiezioni di FMI e *Consensus Economics*, ma lievemente inferiori a quelli nelle proiezioni della Commissione europea e dell'OCSE. Le previsioni dell'Eurosistema sull'inflazione per l'anno corrente sono state le più attendibili, avendo l'RMSE più basso nel gruppo delle istituzioni. Le proiezioni a un anno dell'Eurosistema sono ragionevolmente accurate per la crescita del PIL e, come per il caso dell'inflazione per l'anno corrente, le più attendibili per l'inflazione nell'area dell'euro.

L'accuratezza delle proiezioni di tutte le istituzioni ha risentito in misura sostanziale della crisi finanziaria. Gli effetti della crisi sulla qualità previsiva sono evidenziati nelle figure 13 e 14, che mostrano l'intervallo di valori degli errori medi assoluti commessi dalle istituzioni nelle proiezioni su PIL e inflazione nel periodo 2001-2012. Sia la variazione delle proiezioni (tra le istituzioni) sia l'entità degli errori sono più pronunciate per le proiezioni a un anno rispetto a quelle per l'anno corrente. Inoltre, dopo la crisi finanziaria mondiale del 2008 e la successiva recessione gli errori nelle proiezioni a un anno sono aumentati sensibilmente, così come la variazione delle proiezioni tra le diverse istituzioni. In particolare, le proiezioni a un anno per il 2009 evidenziano gli errori più rilevanti. Tutte le istituzioni hanno stimato per eccesso sia il PIL sia l'inflazione nelle rispettive previsioni a un anno per il 2009, a dimostrazione che l'incapacità di prevedere la gravità della crisi è stata generalizzata tra le istituzioni e non limitata alle proiezioni dell'Eurosistema¹⁸). Per contro, il vigore della ripresa sia del PIL sia dell'inflazione è stato chiaramente sottostimato nel 2010. La crisi pertanto ha avuto un impatto significativo sulla qualità previsiva e in particolare sull'accuratezza delle previsioni a un anno.

18) Cfr. Kenny, G. e J. Morgan (2011), *Some lessons from the financial crisis for the economic analysis*, *Occasional Paper della BCE*, n. 130.

Figura 13 PIL in termini reali: intervallo di valori degli errori di proiezione (errori medi assoluti), confronto tra istituti di previsione

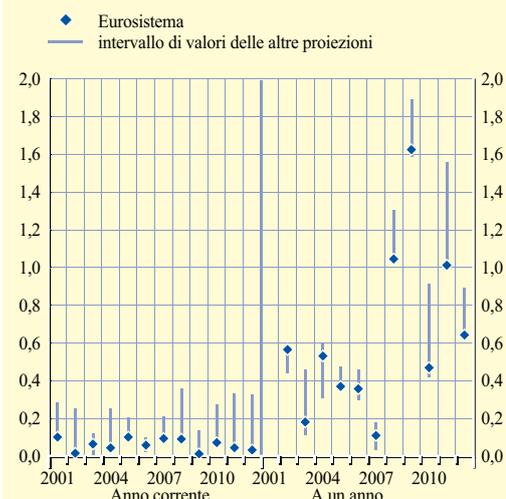
(punti percentuali)



Fonti: BCE, OCSE, FMI, Commissione europea, *Survey of Professional Forecasters (SPF)* e *Consensus Economics*.

Figura 14 Inflazione armonizzata: intervallo di valori degli errori di proiezione (errori medi assoluti), confronto tra istituti di previsione

(punti percentuali)



Fonti: BCE, OCSE, FMI, Commissione europea, *Survey of Professional Forecasters (SPF)* e *Consensus Economics*.

Benché la qualità previsiva sia chiaramente peggiorata durante la crisi, le previsioni dell'Eurosistema sono ragionevolmente accurate rispetto a quelle di altri istituti. Quanto alle proiezioni sulla crescita del PIL per l'anno corrente, quelle dell'Eurosistema sono state tra le più precise fino al 2008. Al contempo, la figura 14 mostra che gli errori previsivi dell'Eurosistema sono stati minimi sia per l'inflazione nell'anno corrente sia per quella a un anno sin dall'inizio della crisi.

Un motivo di cautela nel confrontare le previsioni dei vari istituti è dato dal fatto che esse sono elaborate in momenti diversi, per cui in pratica le istituzioni utilizzano informazioni differenti quando formulano le previsioni. Ciò potrebbe avere un impatto sulla qualità previsiva in termini relativi, anche se il problema è in parte risolto confrontando le previsioni prodotte quasi contestualmente. Tuttavia, per confrontare in modo obiettivo la qualità previsiva delle istituzioni sarebbe opportuno, in teoria, correggere quantitativamente le differenze temporali, ossia le diverse date di aggiornamento delle statistiche utilizzate per le proiezioni, altrimenti il confronto potrebbe essere ancora fuorviante¹⁹⁾.

5 OSSERVAZIONI FINALI

È di estrema importanza che la BCE pubblichi proiezioni sulle variabili economiche quanto più possibile accurate e affidabili. Il presente articolo esamina le proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e ne valuta l'accuratezza per quanto riguarda la crescita del PIL e l'inflazione armonizzata. La valutazione delle proiezioni viene condotta analizzando gli errori di proiezioni per l'anno corrente e a un anno in tutti gli esercizi disponibili dal dicembre 2000 al dicembre 2012.

19) Ciò è stato trattato anche da Andersson, M. K. e T. Aranki (2009), *Forecasters' ability – what do we usually assess and what would we like to assess?*, *Sveriges Riksbank Economic Review*, Sveriges Riksbank, n. 3, pp. 26-51.

Nell'insieme, mentre il PIL dell'area dell'euro è stato in media stimato per eccesso, l'inflazione armonizzata è stata tendenzialmente sottostimata. L'accuratezza delle proiezioni è peggiorata dopo l'inizio della crisi finanziaria mondiale nel 2008 e la successiva recessione, indicando che le proiezioni sugli andamenti dell'attività produttiva e dei prezzi sono particolarmente difficili in tempi di turbolenza. Sebbene l'accuratezza delle proiezioni sia chiaramente peggiorata durante la crisi, l'Eurosistema nondimeno ha prodotto risultati ragionevolmente soddisfacenti rispetto ad altre istituzioni internazionali e al settore privato. Difatti l'Eurosistema, tra le istituzioni, ha prodotto le proiezioni più accurate sull'inflazione armonizzata per l'anno corrente e a un anno. Diversi fattori potrebbero aver contribuito agli errori di proiezione complessivi, come le ipotesi sottostanti le proiezioni. Sebbene le possibili fonti di errore siano chiaramente numerose, sembra che gli errori nelle proiezioni sui corsi petroliferi avrebbero contribuito in misura determinante all'errore complessivo. Anticipare correttamente l'andamento dei prezzi del petrolio avrebbe ridotto gli errori di proiezione sia per la crescita del PIL sia, in particolare, per l'inflazione nell'area dell'euro. Inoltre, le ipotesi sulle politiche di bilancio (ad esempio, le variazioni delle imposte indirette) sono state in particolare negli ultimi anni una significativa fonte di errore nelle proiezioni sull'inflazione. In aggiunta, gli andamenti inattesi delle quotazioni alimentari e le variazioni non pienamente anticipate del tasso di cambio hanno avuto un impatto sugli errori di proiezione complessivi. Anche altri fattori, tuttavia, come gli errori nelle proiezioni del prodotto potenziale, potrebbero aver avuto un ruolo rilevante.



L'AGGIUSTAMENTO NEI PAESI DELL'AREA DELL'EURO: LO STATO DELLE COSE

A quasi cinque anni dall'inizio della crisi finanziaria in vari paesi dell'area dell'euro è in atto una correzione significativa degli squilibri esterni e interni. Questo articolo esamina i progressi compiuti finora nel processo di aggiustamento utilizzando diversi indicatori macroeconomici e strutturali fondamentali. Esso evidenzia che negli ultimi cinque anni il processo di aggiustamento ha conseguito risultati significativi, benché la situazione dei vari paesi sia per certi versi eterogenea. Sebbene determinato in ampia misura dalla debolezza congiunturale della domanda interna, l'aggiustamento è stato in parte strutturale e incoraggiato dalle politiche economiche nazionali. In particolare, molti paesi hanno avviato il tanto atteso processo di riforma strutturale, i cui risultati, in termini di aumento della produttività, della crescita e dell'occupazione, potrebbero essere potenzialmente rilevanti a condizione di una corretta attuazione delle riforme. Nonostante questi miglioramenti, il processo di correzione è chiaramente ancora incompleto, non da ultimo per quanto riguarda gli squilibri di stock (ad esempio la riduzione degli indici di indebitamento). Vi è pertanto l'urgenza di procedere risolutamente con iniziative di riforma di ampio respiro, specie nei paesi dove il programma di cose da fare è più impegnativo, in termini di risposta delle politiche e correzione economica.

I INTRODUZIONE

A partire dall'avvio dell'Unione economica e monetaria (UEM) i paesi dell'area dell'euro sono stati interessati da sviluppi macroeconomici assai eterogenei¹⁾. Per alcuni di loro, nel periodo precedente la crisi del 2008-2009 la domanda esterna ha segnato un notevole incremento e i saldi del conto corrente sono significativamente migliorati; tali andamenti sono stati favoriti da consistenti guadagni di competitività, come si evince ad esempio dalle ingenti riduzioni dei costi del lavoro per unità di prodotto (CLUP) rispetto ai partner commerciali. Per contro, in altri paesi la competitività ha subito cali considerevoli e persistenti, spesso associatisi alla dilatazione dei disavanzi di parte corrente. In gran parte dei paesi, quest'ampia e durevole perdita di competitività era collegata ad una forte crescita della domanda interna, alimentata dal calo significativo dei tassi di interesse nominali e dall'eccessivo ottimismo di consumatori, imprese e banche riguardo alle future prospettive di reddito e di profitto. Tale situazione è stata spesso accompagnata o accentuata dall'orientamento non abbastanza restrittivo delle politiche di bilancio, anche laddove i parametri di bilancio (come il disavanzo o il debito in rapporto al PIL) erano in linea con i criteri di Maastricht.

L'eccesso di domanda e il boom del credito a esso collegato hanno indotto in vari paesi dell'area l'accumulo di livelli elevati di debito interno ed estero. In alcuni casi, tale fenomeno ha accompagnato boom insostenibili dei mercati immobiliari. Fra il 1998 e il 2007 i prezzi delle abitazioni sono pressoché triplicati in Spagna e Irlanda, e più che raddoppiati in Grecia. Dal lato dell'offerta, i flussi di capitali non sono stati sufficientemente incanalati verso l'investimento nel settore dei beni *tradable*, il che avrebbe permesso di conseguire i rendimenti necessari a onorare il servizio e il rimborso del debito esterno accumulato. Il massiccio affidamento fatto sul finanziamento con capitale di prestito, anziché con capitale di rischio proveniente da investimenti diretti esteri, ha avuto la tendenza a esacerbare ulteriormente il problema dei rimborsi. La mancanza di iniziative ambiziose di riforma volte ad affrontare le rigidità e le inefficienze strutturali esistenti ha portato a un ulteriore indebolimento dal lato dell'offerta, complicando il successivo aggiustamento.

La correzione degli squilibri macroeconomici e delle debolezze strutturali è cominciata nel 2008; essa ha assunto ritmi assai diversi a seconda dei paesi, e si è accelerata dopo la crisi del debito

1) Questo articolo riguarda i paesi che hanno adottato l'euro prima del 2007 e avviato un processo di riequilibrio dopo la crisi finanziaria globale del 2008-09. Per questo gruppo di paesi, è possibile individuare chiaramente una dinamica di accumulo e successiva correzione di squilibri.

sovrano del 2010. Fra il 2010 e il 2012 sono stati ufficialmente apprestati per la Grecia, l'Irlanda e il Portogallo programmi di assistenza finanziaria congiunti dell'Unione europea (UE) e del Fondo monetario internazionale (FMI), che prevedono aggiustamenti di ampio respiro delle politiche economiche, incluse riforme strutturali. La Spagna è oggetto di un programma di assistenza finanziaria dell'UE per la ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie, e altri paesi vulnerabili come l'Italia hanno attuato una serie di misure di risanamento dei conti pubblici e alcune riforme strutturali. Ciò nonostante, in alcuni paesi l'aggiustamento, in termini sia di correzione degli squilibri fondamentali sia di risposta sul piano delle politiche, è stato finora relativamente contenuto.

Questo articolo esamina gli aggiustamenti osservati nel periodo fino al 2012 e ne trae alcuni insegnamenti per le politiche economiche. Esso è strutturato come segue: la sezione 2 descrive l'aggiustamento per quanto riguarda i saldi del conto corrente e la competitività, la sezione 3 tratta dell'aggiustamento osservato nei livelli dell'indebitamento dei settori privato e pubblico, la sezione 4 analizza il ruolo delle riforme strutturali nel processo di aggiustamento e la sezione 5 conclude con alcune osservazioni di politica economica.

2 L'AGGIUSTAMENTO DEI SALDI DEL CONTO CORRENTE E DELLA COMPETITIVITÀ

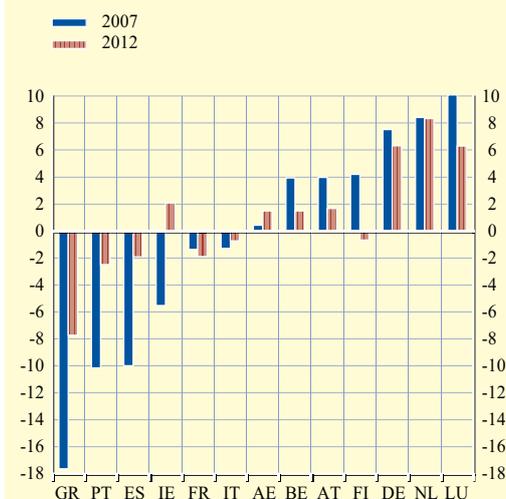
È normale che vi sia una certa divergenza nei saldi del conto corrente dei vari paesi dell'area dell'euro, dal momento che i flussi di capitali favoriscono gli Stati membri e le regioni con migliori prospettive di crescita e livelli più elevati dei tassi attesi di rendimento del capitale (ad esempio, le economie in transizione). Questo tipo di considerazioni assumeva particolare rilievo all'inizio dell'UEM, che ha favorito una maggiore integrazione dei mercati dei prodotti e servizi e dei mercati finanziari²⁾. Per quanto fosse presumibilmente lecito attendersi una rapida convergenza fra i paesi dell'euro, considerato il clima favorevole creato dall'UEM, il grado di convergenza sostenibile si è rivelato in alcuni casi relativamente limitato. L'accelerazione della produttività che si pensava avrebbe fatto seguito all'adesione all'area dell'euro non si è completamente materializzata e la spesa per investimenti spesso non è stata incanalata verso attività in grado di generare elevati rendimenti futuri. Di conseguenza, gli elevati disavanzi correnti si sono dimostrati insostenibili.

IL RUOLO DELLA DOMANDA INTERNA

L'aggiustamento degli squilibri con l'estero è iniziato nel 2008. A fine 2012, la correzione dei disavanzi del conto corrente risultava considerevole nel caso di Grecia, Portogallo, Spagna e Irlanda (cfr. figura 1). Sebbene anche in gran parte dei paesi in avanzo si sia registrato un ag-

Figura 1 Saldi del conto corrente

(in percentuale del PIL)



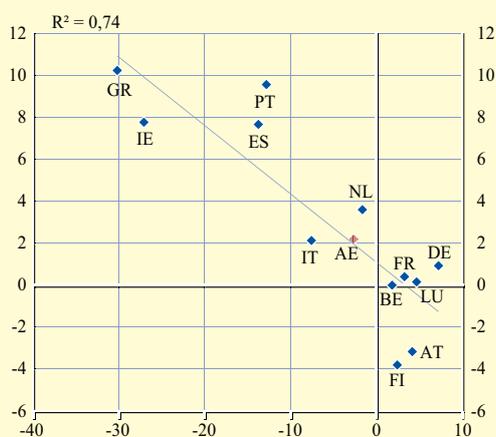
Fonte: Commissione europea.

Nota: i paesi sono riportati in ordine crescente dei saldi di conto corrente nel 2007.

2) Per maggiori dettagli, cfr. Blanchard, O. e Giavazzi, F., "Current account deficits in the euro area. The end of the Feldstein Horioka puzzle?", *Brooking papers on Economic Activity*, vol. 33, n. 2, settembre 2002, pagg. 147-210.

Figura 2 Variazioni nel conto corrente e nella domanda interna (2008-12)

(in percentuale del PIL; punti percentuali)

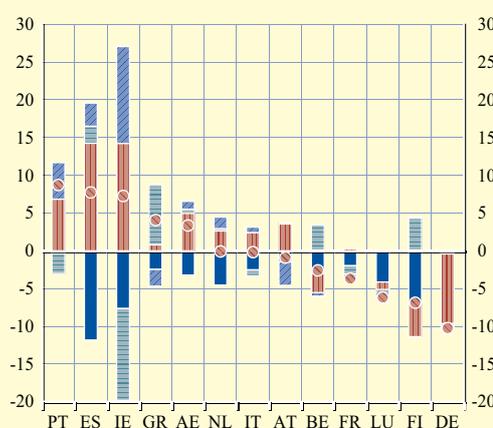
asse delle ascisse: variazione cumulata della domanda interna
asse delle ordinate: variazione del conto corrente

Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.
Nota: il punto di partenza è il 2007.

Figura 3 Variazioni nell'indebitamento/accreditamento netto dei settori istituzionali (2008-12)

(in percentuale del PIL; punti percentuali)

■ amministrazioni pubbliche
■ società non finanziarie
■ società finanziarie
■ famiglie
● economia totale



Fonte: Eurostat.

Note: i paesi sono riportati in ordine decrescente delle variazioni dell'indebitamento/accreditamento netto. Il punto di partenza è il 2007. Le ultime rilevazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2012. Le variazioni per il Lussemburgo si riferiscono al periodo 2008-11.

giustamento, esso è stato nel complesso più limitato. Di conseguenza, l'area dell'euro ha segnato un lieve miglioramento del suo saldo del conto corrente. Nei paesi che si erano contraddistinti per un livello elevato del disavanzo, il brusco calo della domanda interna sembra essere stata un'importante determinante delle significative correzioni del conto corrente. Tale interpretazione è ad esempio corroborata dalla elevatissima correlazione fra le variazioni della domanda interna e quelle dei saldi del conto corrente nel periodo 2008-12 (cfr. figura 2).

Dal punto di vista dei settori istituzionali, l'aggiustamento dei disavanzi correnti si deve in particolare al settore privato (cfr. figura 3), e riflette gli aggiustamenti effettuati sia dalle società non finanziarie (SNF) sia dalle famiglie, specie in Portogallo, Spagna e Irlanda. Sia le SNF sia le famiglie hanno accresciuto il loro tasso di risparmio, e le prime hanno parimenti ridotto la spesa per investimenti. Quest'ultima riduzione riflette in ampia misura gli andamenti nel settore delle costruzioni, che ha subito una considerevole contrazione in Grecia, Spagna e Irlanda, dopo essersi espanso in maniera insostenibile fino al 2007³⁾.

Il miglioramento della posizione debitoria del settore privato è stato in qualche misura compensato da un aumento dell'indebitamento netto del settore delle amministrazioni pubbliche, specie in Spagna e Irlanda. Tale aumento rifletteva, quantomeno inizialmente, il tentativo di stabilizzare l'economia imprimendo un orientamento anticiclico alle politiche di bilancio e adottando provvedimenti a favore del settore finanziario, unitamente a una brusca flessione delle entrate.

3) Cfr. il riquadro intitolato "Variazioni nell'allocatione del valore aggiunto lordo nell'area dell'euro: una prospettiva settoriale", *Bollettino mensile*, BCE, Francoforte sul Meno, febbraio 2013.

MISURA DELL'AGGIUSTAMENTO ANCORA NECESSARIO

Al fine di valutare la misura dell'aggiustamento ancora necessario nei conti con l'estero, è utile soffermarsi su tre aspetti: 1) il legame fra i saldi del conto corrente e la posizione patrimoniale netta sull'estero (PPNE), allo scopo di condurre quest'ultima su livelli sostenibili; 2) la scomposizione in elementi strutturali ed elementi congiunturali dell'aggiustamento osservato nel conto corrente dovuto a fattori di domanda, al fine di valutare la sostenibilità dell'aggiustamento stesso; e 3) i miglioramenti strutturali nella *performance* delle esportazioni dei paesi, rispetto a quelli congiunturali dovuti semplicemente alla domanda estera.

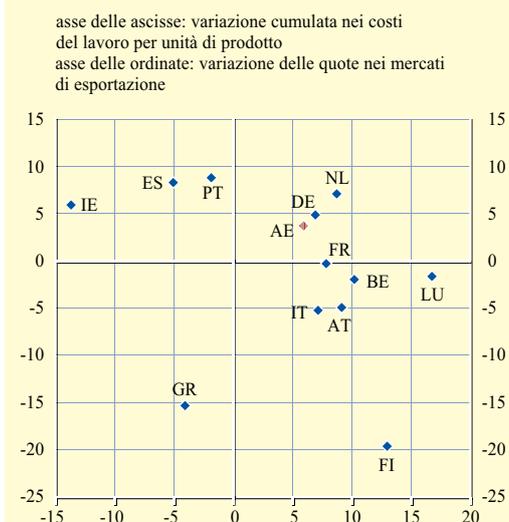
Per quanto riguarda il primo aspetto, i paesi sottoposti a tensioni hanno accumulato considerevoli passività nette sull'estero, come attestano le ampie PPNE negative, e ciò a seguito degli ingenti disavanzi del conto corrente. Un alto livello di passività nette sull'estero comporta normalmente elevati costi per il servizio del debito, e rende l'economia vulnerabile alle variazioni nei prezzi delle attività e nelle condizioni di finanziamento. Al fine di invertire la tendenza nelle PPNE occorrerebbero ulteriori miglioramenti nei saldi del conto corrente dei paesi con le maggiori passività nette sull'estero. Ad esempio, per ridurre le passività nette sull'estero dal livello del 100 per cento del PIL (corrispondente alla PPNE media raggiunta nel 2012 dai paesi sottoposti a programmi di assistenza) a quello sostenibile del 35 per cento del PIL in 15 anni (conformemente alla procedura per gli squilibri macroeconomici), andrebbe costantemente mantenuto un saldo positivo del conto corrente prossimo al 3 per cento l'anno. Ciò fa ritenere che in alcuni paesi potrebbero rendersi necessari ulteriori miglioramenti significativi e durevoli nei saldi del conto corrente.

Per quanto riguarda il secondo aspetto, al fine di mantenere i miglioramenti del conto corrente negli anni a venire, è importante che non si inverta la compressione osservata nelle importazioni una volta che la ripresa economica prenda vigore. La scomposizione dell'aggiustamento osservato nel conto corrente in componenti congiunturali e componenti strutturali non è impresa facile, poiché dipende da variabili che non sono osservabili, come il prodotto potenziale, o che possono essere misurate solo con un certo sfasamento temporale, come i progressi nella specializzazione delle esportazioni o i miglioramenti durevoli nella competitività di costo. Tenendo presenti questi limiti, parte dell'aggiustamento del conto corrente dovuto alla domanda interna osservato finora può essere considerato strutturale e quindi verosimilmente sostenibile. Ciò riflette il fatto che la crisi ha dato luogo a una riduzione del tasso di crescita del prodotto potenziale e della domanda interna, nonché a una serie di politiche strutturali volte a riequilibrare l'economia a favore del settore dei beni *tradable*. Per qualche tempo sarà pertanto improbabile che i saldi del conto corrente ritornino sui livelli pre-crisi.

Infine, per quanto concerne il terzo aspetto, le esportazioni di Irlanda, Portogallo e Spagna hanno beneficiato non soltanto della ripresa del commercio internazionale dopo il tracollo del 2009, ma

Figura 4 Variazioni cumulate nei costi del lavoro per unità di prodotto e variazioni delle quote nei mercati di esportazione (2008-2012)

(punti percentuali)



Fonti: Commissione europea e BCE.

anche di un aumento delle quote nei mercati di esportazione esterni all'area dell'euro. In parte per questo motivo, il contributo delle esportazioni alla crescita per il 2010-12 è quasi raddoppiato rispetto al periodo pre-crisi in Portogallo e Spagna. Sebbene non vi siano ancora evidenze incontrovertibili della sostenibilità di questo miglioramento nelle esportazioni, è possibile osservare una chiara correlazione positiva fra gli andamenti delle esportazioni e l'aggiustamento della competitività di costo, misurata dalla variazione dei CLUP dal 2008. La figura 4 mostra che i paesi che hanno beneficiato dei maggiori aumenti delle quote nei mercati delle esportazioni sono stati anche quelli che più hanno migliorato la propria competitività di costo, con l'eccezione degna di nota della Grecia, dove le rigidità strutturali hanno verosimilmente inibito il cambiamento della specializzazione e l'espansione delle esportazioni. Il ruolo dei fattori diversi dal prezzo, più difficile da valutare, sta parimenti divenendo più prominente in alcuni paesi dell'area, facendo ritenere che vi sia stato un miglioramento strutturale della *performance* delle esportazioni (cfr. il riquadro 1).

Riquadro 1

STIMOLO DELLE ESPORTAZIONI MEDIANTE UN AUMENTO DELLA COMPETITIVITÀ DIVERSA DALLA COMPETITIVITÀ DI PREZZO: IL RUOLO DELLA SPECIALIZZAZIONE TECNOLOGICA

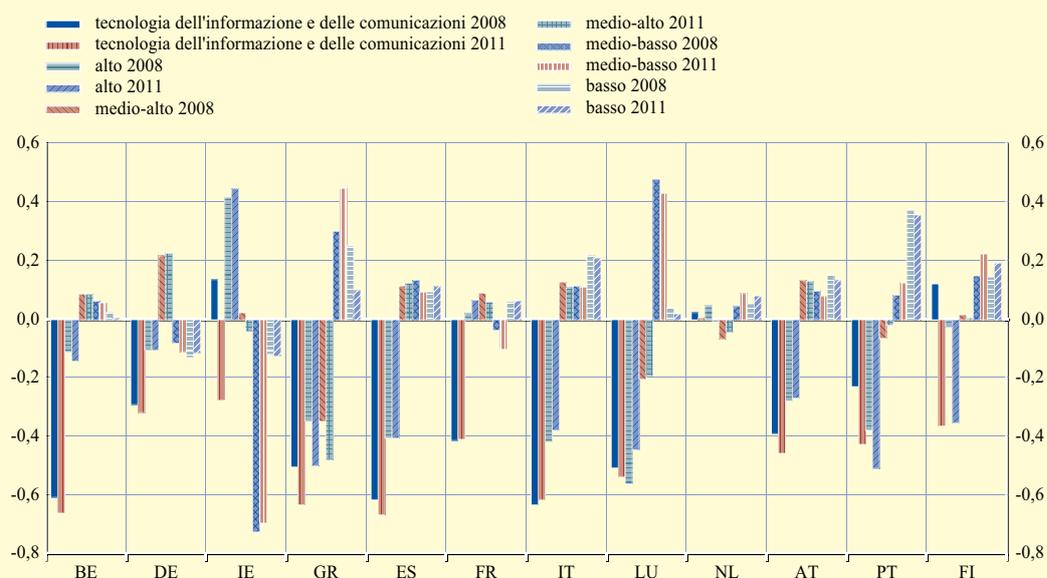
La competitività di costo e di prezzo rappresenta solo una delle determinanti dell'andamento delle esportazioni: i fattori diversi dal prezzo, come la qualità e il livello dell'innovazione di un prodotto, sono altrettanto importanti per stimolare la crescita delle esportazioni¹⁾. Questo riquadro esamina un aspetto specifico della competitività diversa da quella di prezzo, ossia il contenuto tecnologico delle esportazioni, riscontrando che la sua evoluzione ha preso una direzione potenzialmente favorevole per la crescita delle esportazioni dei paesi dell'area dell'euro che prima della crisi del 2008 avevano subito una perdita in termini di competitività di prezzo.

Le esportazioni possono essere suddivise in esportazioni ad alto, medio o basso contenuto di tecnologia in base agli investimenti effettuati in ricerca e sviluppo. Vengono considerati anche i beni delle tecnologie dell'informazione e delle comunicazioni (ICT), in linea con la metodologia dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE).

Il fatto di presentare un livello elevato di specializzazione tecnologica può agire a favore delle dinamiche delle esportazioni di un paese per due motivi. In primo luogo, i prodotti ad alta tecnologia, innovativi e realizzati a partire da componenti ad alto valore aggiunto, possono essere venduti a prezzi superiori dei prodotti a bassa tecnologia, non differenziati. In secondo luogo, circa la metà del commercio mondiale riguarda prodotti a medio-alto o alto contenuto tecnologico (con quote rispettivamente pari al 30 e al 20 per cento) e la quota dei beni a medio-basso contenuto tecnologico ha segnato la crescita maggiore passando da circa il 13 al 19 per cento fra il 2000 e il 2011. Per contro, le quote dei prodotti poco tecnologici e dei beni ICT nell'interscambio mondiale sono andate continuamente diminuendo a partire dal 2000. Di conseguenza, i paesi specializzati in beni a basso contenuto tecnologico devono far fronte a un calo della domanda mondiale dei loro prodotti rispetto ai paesi specializzati in beni a più elevata tecnologia.

1) Per una rassegna esaustiva del ruolo della competitività di prezzo e di altra natura nel processo di riequilibrio, cfr. Dieppe, A. et al., "Competitiveness and external imbalances within the euro area", *Occasional Paper Series*, n.139, BCE, Francoforte sul Meno, dicembre 2012..

Specializzazione delle esportazioni in termini di contenuto tecnologico (2008-11)



Fonte: Stan Bilateral Trade Database dell'OCSE.

Note: vantaggio comparato rivelato normalizzato. Un valore positivo indica un vantaggio comparato. Le ultime rilevazioni per la Spagna si riferiscono al 2010.

I profili di specializzazione tendono generalmente a cambiare molto lentamente; nondimeno, fra il 2008 e il 2011 (ultimo anno per cui sono disponibili dati; cfr. la figura) sono emersi in alcuni paesi importanti segnali di miglioramento per quanto riguarda il contenuto tecnologico delle esportazioni.

Una misura convenzionale del livello di specializzazione delle esportazioni di un paese è l'indice del vantaggio comparato rivelato (VCR). Esso è calcolato dividendo la quota delle esportazioni di un paese in un determinato settore per la quota di tale settore sulle esportazioni mondiali. L'indice normalizzato è un valore fra -1 e 1, dove 1 denota il massimo vantaggio comparato in un dato settore e 0 indica che la specializzazione di un paese non si discosta dalla media mondiale. Un aumento del vantaggio comparato all'interno di una categoria di beni corrisponde tipicamente a una migliore *performance* delle esportazioni in tale categoria.

In linea con la consueta lentezza nei cambiamenti dei profili di specializzazione, paesi come la Germania e l'Italia hanno mantenuto una specializzazione pressoché invariata, con la Germania comparativamente avvantaggiata nei beni a medio-alto contenuto tecnologico (fra cui prodotti chimici, macchinari e autoveicoli) e l'Italia in una gamma più ampia di beni (da un basso a un medio-alto contenuto tecnologico). Per contro, l'Irlanda si è spostata ulteriormente dai prodotti ICT verso settori maggiormente tecnologici, fra cui quelli farmaceutici. Tale evoluzione può essere inquadrata all'interno della tendenza generale della produzione di beni ICT, specie quelli a più basso valore aggiunto, a spostarsi verso paesi dove i costi sono più bassi. La Grecia è passata molto rapidamente dai prodotti a basso contenuto tecnologico a quelli a medio-basso contenuto tecnologico, fra cui plastica, metalli di base, materiali di costruzione e riparazione navale, adeguando così la propria offerta di beni da esportazione per rispondere meglio all'aumento

della domanda globale di tali beni. Anche il Portogallo si è maggiormente specializzato in beni a medio-basso contenuto tecnologico, pur senza ridurre la specializzazione in prodotti a bassa tecnologia in modo altrettanto drastico che la Grecia.

In sintesi, l'analisi indica che la specializzazione delle esportazioni dei paesi dell'area dell'euro che avevano accumulato disavanzi del conto corrente ha preso una direzione che potrebbe potenzialmente favorire un'ulteriore espansione strutturale delle esportazioni e contribuire positivamente al processo di correzione degli squilibri con l'estero.

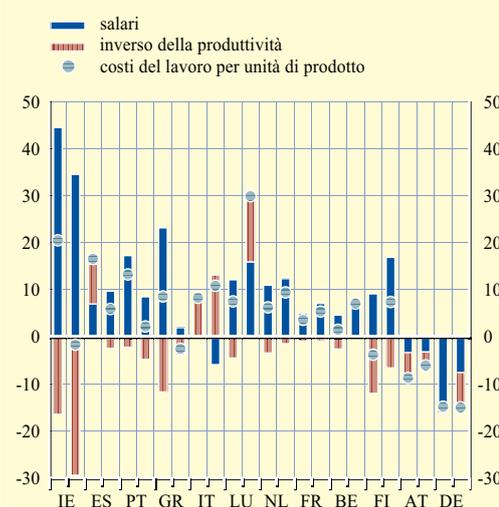
L'AGGIUSTAMENTO DEI COSTI E DEI PREZZI RELATIVI

Dal 2008 è in atto un processo di aggiustamento della competitività in alcuni paesi dell'area dell'euro, dove in precedenza i costi del lavoro erano andati aumentando in modo persistente e a ritmi significativi, superiori a quelli medi dell'area dell'euro. Il contributo della crescita dei salari nominali all'aggiustamento dei CLUP è stato particolarmente pronunciato in Grecia (cfr. figura 5). Per contro, in Irlanda, Spagna e Portogallo il maggiore contributo alla migliorata competitività in termini di costi del lavoro è provenuto dall'aumento della produttività media, che riflette in ampia misura la soppressione di posti di lavoro nei settori scarsamente produttivi⁴⁾. L'aggiustamento dei salari nominali è invece stato contenuto e, in larga misura, dovuto ai tagli stipendiali nel settore pubblico in questi tre paesi. In Italia la competitività di costo non è migliorata dal 2008. Fra i paesi che prima della crisi registravano ampi avanzi di conto corrente, la Finlandia ha subito una perdita rilevante di competitività di costo in termini cumulati nel 2008-12, in linea con il deterioramento significativo della sua posizione di conto corrente.

Benché sia in corso un aggiustamento dei costi del lavoro, il corrispondente aggiustamento dei prezzi relativi è risultato relativamente limitato fino al 2012 (cfr. figura 6), a causa dell'imposizione indiretta e della tenuta dei margini di profitto⁵⁾. Gli effetti di composizione (ad esempio il fatto che soltanto le imprese che realizzano utili sono riuscite a superare la crisi) e di *capital deepening* (ossia un aumento della quantità di capitale disponibile per ora lavorata, in questo caso mediante la soppressione di posti di lavoro) potrebbero spiegare una parte dell'aumento dei margini di profitto. Tuttavia, la tenuta dei prezzi relativi interni potrebbe altresì riflettere la scarsa concorrenza in certi settori dell'economia, che consente alle imprese di

Figura 5 Crescita cumulata dei costi del lavoro per unità di prodotto, dei salari e della produttività relativamente all'area dell'euro

(punti percentuali)



Fonte: Commissione europea.

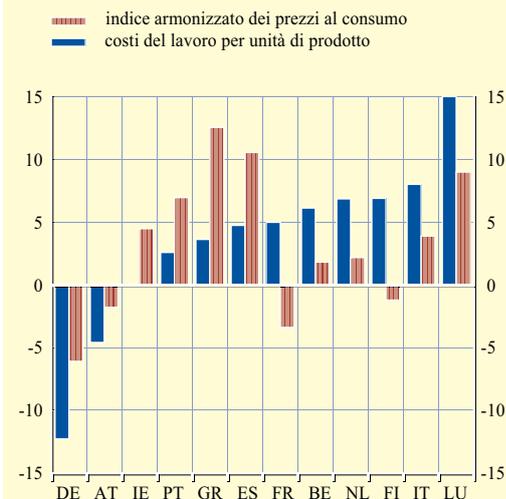
Note: i paesi sono riportati in ordine decrescente di crescita cumulata dei costi del lavoro per unità di prodotto nel periodo 1999-2007. Per ciascun paese, la colonna di sinistra si riferisce al periodo 1999-2007 e quella di destra al periodo 1999-2012.

4) Cfr. il riquadro intitolato "Riequilibrio della competitività nell'area dell'euro e relative implicazioni per l'inflazione", *Bollettino mensile*, BCE, Francoforte sul Meno, giugno 2012.

5) Per maggiori dettagli sulla tenuta dei margini di profitto, cfr. l'articolo intitolato "I differenziali di inflazione nell'area dell'euro negli ultimi dieci anni", *Bollettino mensile*, BCE, Francoforte sul Meno, novembre 2012.

Figura 6 Crescita cumulata dello IAPC e dei costi del lavoro per unità di prodotto in relazione all'area dell'euro

(punti percentuali)



Fonte: Commissione europea.
 Note: i paesi sono riportati in ordine crescente di crescita cumulata dei costi del lavoro per unità di prodotto nel 1999-2012. La crescita cumulata per la Grecia inizia nel 2001.

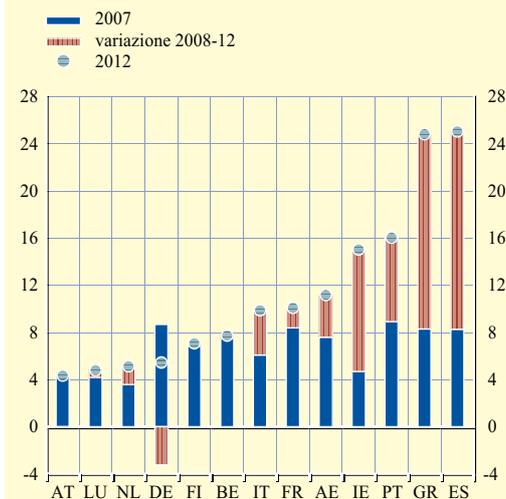
percepire rendite economiche eccessive non essendo costrette (dalla concorrenza) a trasferire eventuali miglioramenti nei costi del lavoro ai prezzi finali.

L'IMPATTO DELL'AGGIUSTAMENTO SULL'OCCUPAZIONE

Come mostra la figura 5, la produttività del lavoro ha contribuito in larga misura all'aggiustamento di competitività osservato negli ultimi cinque anni. Il calo dell'occupazione ha superato quello del prodotto, specie in Irlanda, Spagna e Portogallo, e ha colpito soprattutto i lavoratori poco qualificati, determinando un effetto di composizione nel mercato del lavoro che potrebbe aver favorito l'aumento osservato nella produttività media misurata per lavoratore⁶⁾. Parallelamente alla flessione dell'occupazione è aumentata la disoccupazione (specialmente quella giovanile), in modo particolarmente pronunciato nei paesi dove la crisi è stata più profonda. Nel 2012 il tasso di disoc-

Figura 7 Tasso di disoccupazione

(in percentuale delle forze di lavoro)



Fonte: Labour Force Survey.
 Nota: i paesi sono riportati in ordine crescente di tasso di disoccupazione.

Figura 8 Tasso di disoccupazione di lunga durata

(in percentuale delle forze di lavoro)



Fonte: Labour Force Survey.
 Note: la disoccupazione di lunga durata è definita come un periodo di disoccupazione di almeno 12 mesi. I paesi sono riportati in ordine crescente di tasso di disoccupazione di lunga durata.

6) Cfr. Anderton, R. et al., "Euro area labour market and the crisis", *Occasional Paper Series*, n. 138, BCE, Francoforte sul Meno, ottobre 2012.

cupazione ha raggiunto ad esempio un livello di circa il 25 per cento in Grecia e Spagna (cfr. figura 7).

Fintantoché i tassi di disoccupazione rimarranno alti, specie nei paesi beneficiari di programmi di assistenza, è probabile che si verifichino ulteriori aggiustamenti nei costi del lavoro, dovuti alle conseguenti pressioni al ribasso sulle remunerazioni. Una volta che i disoccupati attuali saranno riassorbiti nel mercato del lavoro, la sostenibilità del miglioramento osservato nella produttività, e quindi nei costi del lavoro, dipenderà in ampia misura dalla possibilità di trovare occupazioni sufficientemente produttive. Il continuo incremento del tasso di disoccupazione e in particolare il notevole rialzo del tasso di disoccupazione a lungo termine (cfr. figura 8), indica il persistere di alcune rigidità nei mercati del lavoro dell'area dell'euro (cfr. sezione 4).

3 RIDUZIONE DEL DEBITO: I PROGRESSI FINORA REALIZZATI

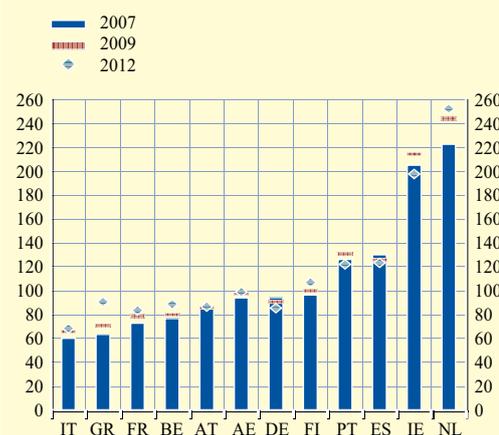
RIDUZIONE DELL'INDEBITAMENTO PRIVATO

Gli studi empirici mostrano che livelli di debito elevati rendono le economie più vulnerabili agli shock avversi, poiché ostacolano la capacità delle famiglie e delle imprese di distribuire nel tempo le decisioni di consumo e di investimento, e quella delle amministrazioni pubbliche di attutire gli shock ⁷⁾. Dopo gli aumenti significativi registrati nel periodo precedente alla crisi, durante la crisi finanziaria globale del 2008-09 il debito delle famiglie è cresciuto in misura relativamente contenuta in tutti i paesi dell'area dell'euro (cfr. figura 9). Ciò si deve al fatto che il tasso di risparmio delle famiglie è salito nettamente in gran parte dei paesi, poiché la crisi ha generato un'elevata incertezza riguardo agli andamenti del reddito e dell'occupazione. Per contro, nel 2008-09 l'aumento del debito delle SNF è stato significativamente più pronunciato, riflettendo in parte l'aumento dei costi reali di finanziamento e, nel caso dell'Irlanda, la capacità dei gruppi multinazionali di accrescere i fondi mutuatati dalle rispettive società estere (cfr. figura 10) ⁸⁾.

Dopo il 2009 la generale tendenza al rialzo del debito del settore privato ha segnato una battuta d'arresto allorché le iniziative di riduzione dell'indebitamento delle famiglie e delle imprese hanno sortito i primi effetti. Tuttavia, a causa dell'ingente calo del PIL nominale, i rapporti fra debito del settore privato e PIL non hanno ancora dato segni visibili di diminuzione. L'aggiustamento più pronunciato del debito delle fami-

Figura 9 Debito delle famiglie

(in percentuale del reddito disponibile)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Note: i paesi sono riportati in ordine crescente di debito delle famiglie nel 2012. Dati non consolidati. Le ultime rilevazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2012. I dati sul reddito disponibile per il Lussemburgo non sono disponibili.

7) Per una sintesi della letteratura al riguardo, cfr. Sutherland, D. e Hoeller, P., "Debt and macroeconomic stability: an overview of the literature and some empirics", *Working Papers*, n. 1006, Dipartimento economico dell'OCSE, dicembre 2012.

8) In Irlanda il forte aumento del debito delle SNF è riconducibile all'attività già intensa, e in crescita, delle società multinazionali. Se da un lato le SNF hanno significativamente ridotto il debito nei confronti di istituti di credito mediante il rimborso netto e la svalutazione di prestiti, dall'altro hanno considerevolmente accresciuto l'indebitamento presso non residenti. Cfr. Central Bank of Ireland, *Quarterly Financial Accounts for Ireland Q2 2012*, novembre 2012.

glie ha riguardato per ora Irlanda e Spagna e, in misura minore, il Portogallo. L'Irlanda e la Spagna sono altresì i due paesi che prima del 2008 avevano registrato i maggiori aumenti dei prezzi delle abitazioni e dell'indebitamento delle famiglie. In Grecia la riduzione del debito delle famiglie è stata finora più che compensata dalla brusca flessione del reddito disponibile in termini nominali. Fra i paesi in difficoltà, il debito delle imprese ha registrato il maggiore calo in Spagna, mentre si è sostanzialmente stabilizzato in Grecia e Portogallo, e ha continuato ad aumentare in Irlanda, soprattutto per effetto dell'accresciuta attività delle società multinazionali.

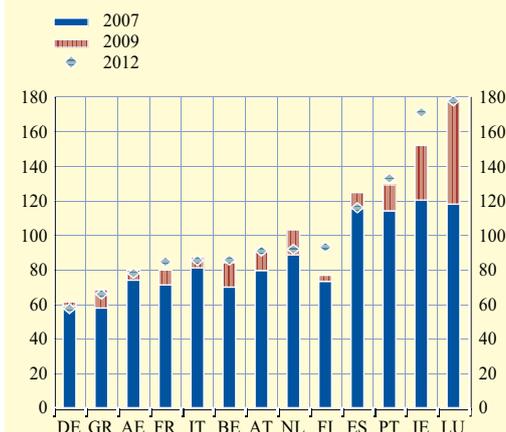
IL DEBITO PUBBLICO E IL RUOLO DELLA POLITICA DI BILANCIO NEL PROCESSO DI AGGIUSTAMENTO

Molti paesi dell'area dell'euro hanno dovuto far fronte non soltanto a un elevato livello di debito del settore privato, ma anche a ingenti consistenze di debito pubblico, su cui si è impennata la crisi del debito sovrano. I livelli del debito del settore pubblico hanno continuato a crescere fra il 2009 e il 2012, specie in Irlanda, Grecia, Portogallo e Spagna (cfr. figura 11); ciò si deve in parte al fatto che, nei casi in cui più settori presentavano livelli del debito elevato, i problemi di bilancio si sono trasmessi da un settore all'altro, in particolare quello delle amministrazioni pubbliche. A seguito della recessione del 2008-09, i bilanci di tale settore hanno risentito della contrazione della domanda interna, che ha comportato il venir meno delle entrate collegate al precedente boom e un'intensificazione degli stabilizzatori automatici anticiclici. In alcuni paesi, soprattutto nel 2009, sono state adottate misure anticicliche discrezionali volte a compensare il calo della domanda interna. Vari governi dell'area dell'euro hanno inoltre fornito assistenza finanziaria al settore finanziario e, in certi casi, anche a parti (spesso di proprietà statale) del settore non finanziario.

A partire dal 2010 l'orientamento delle politiche di bilancio di molti paesi dell'area dell'euro si è fatto notevolmente più restrittivo in risposta ai timori dei mercati con riferimento alla sostenibilità delle finanze pubbliche, tradottisi in un aumento dei premi per il rischio del debito sovrano. Di conseguenza, alla riduzione del debito del settore privato ha fatto seguito, a distanza di uno-due anni, un aggiustamento del settore pubblico. A causa delle condizioni economiche fortemente avverse, l'entità delle misure necessarie a migliorare le posizioni di bilancio è stata assai più elevata della riduzione effettiva dei disavanzi strutturali di bilancio, specie nei paesi in difficoltà. Sebbene la riduzione della crescita nel breve periodo sia probabilmente dovuta anche alle misure di aggiustamento, queste ultime sono state imprescindibili per affrontare la crisi, poiché in assenza di un risanamento dei conti pubblici il costo del finanziamento sarebbe aumentato in misura ancora più drastica⁹⁾. Dal 2010 l'aumento dei rapporti debito pubblico/PIL ha tratto origine soprattutto dagli andamenti sfavorevoli del prodotto e dall'aumento della spesa per interessi. Per contro, i saldi primari strutturali sono mi-

Figura 10 Debito delle società non finanziarie

(in percentuale del PIL)



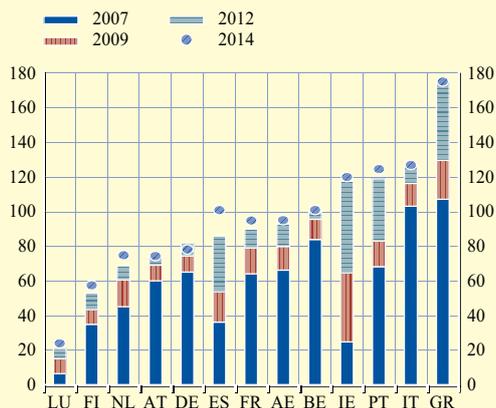
Fonti: BCE ed Eurostat.

Note: i paesi sono riportati in ordine crescente di debito delle società non finanziarie nel 2012. Il debito delle società non finanziarie è consolidato per quanto riguarda i prestiti intersettoriali interni. Le ultime rilevazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2012. I dati per il Lussemburgo sono troncati: il debito delle società non finanziarie è sceso dal 259 per cento del PIL nel 2009 al 229 per cento del PIL nel terzo trimestre del 2012.

9) Per una rassegna esauriente della questione della sostenibilità dei conti pubblici, cfr. l'articolo intitolato "La sostenibilità delle finanze pubbliche nell'area dell'euro", *Bollettino mensile*, BCE, Francoforte sul Meno, aprile 2011.

Figura 11 Debito pubblico

(in percentuale del PIL)



Fonte: Commissione europea.

Note: i dati per il 2014 corrispondono a previsioni della Commissione europea. I paesi sono riportati in ordine crescente di debito pubblico nel 2012.

Figura 12 Variazione cumulata nel saldo primario strutturale (2010-12)

(punti percentuali)



Fonte: Commissione europea.

Note: il saldo primario strutturale è il saldo primario di bilancio corretto per gli effetti del ciclo e gli effetti una tantum. Il punto di partenza è l'anno 2009, anziché il 2007, poiché le iniziative di risanamento dei conti pubblici sono cominciate due anni dopo l'inizio della crisi finanziaria. I paesi sono riportati in ordine decrescente di variazione cumulata nel saldo primario strutturale.

griorati, specie nei paesi dove il debito pubblico era maggiormente aumentato (cfr. figura 12). Ciò è particolarmente vero nei casi di Grecia, Portogallo, Irlanda, Italia e Spagna, dove più forte si è fatta sentire l'esigenza di assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche¹⁰). Gli indici di indebitamento delle amministrazioni pubbliche dovrebbero stabilizzarsi nel 2014 su livelli significativamente superiori a quelli pre-crisi in gran parte dei paesi fortemente indebitati, per poi diminuire gradualmente, a condizione che venga mantenuto un orientamento adeguatamente prudente delle politiche di bilancio.

INDEBITAMENTO E CRESCITA

In misura sempre maggiore è stato dimostrato dalla letteratura empirica che livelli elevati di debito (sia pubblico sia privato) sono nocivi per la crescita. Alcuni di questi studi ricavano una soglia implicita per il rapporto debito/PIL e riscontrano che, dopo alcuni anni che il debito supera tale soglia, vi sono evidenze del fatto che la crescita del PIL si mantiene contenuta. Benché vi sia considerevole incertezza riguardo alla stima di soglie di questo tipo, sembrano esservi evidenze empiriche del fatto che, in media, un debito pubblico superiore al 90 per cento del PIL pregiudica la crescita di un'economia¹¹).

Se da un lato un debito elevato esercita di norma un effetto negativo sulla crescita, dall'altro una bassa crescita può a sua volta rendere difficile per un paese ridurre il proprio indebitamento. Pertanto, è possibile che per alcuni paesi dell'area dell'euro altamente indebitati che evidenziano

10) Va notato che la misurazione dell'attività di consolidamento sulla base del saldo primario strutturale fornisce soltanto un'approssimazione delle iniziative di aggiustamento sottostanti, e ciò a causa delle difficoltà di tenere conto dell'impatto del ciclo, specie in un momento di crisi profonda.

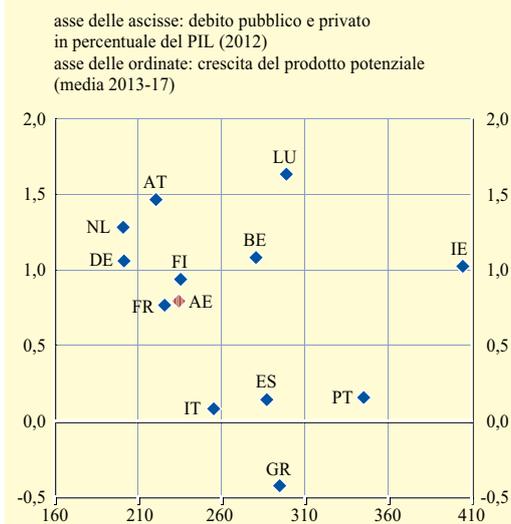
11) Per quanto riguarda la relazione tra debito pubblico e crescita, cfr. Checherita-Westphal, C. e Rother, P., "The impact of high government debt on economic growth and its channels: An empirical investigation for the euro area", *European Economic Review*, vol. 56, n. 7, ottobre 2012, pagg. 1392-1405. Per quanto riguarda la relazione tra debito privato e crescita, cfr. Cecchetti, S., Mohanty, M. e Zampolli, F., "The real effects of debt", *Working Papers*, n. 352, Banca dei Regolamenti Internazionali, settembre 2011. Per una sintesi, cfr. il riquadro intitolato "Effetti sulla crescita di un elevato debito pubblico", *Bollettino mensile*, BCE, Francoforte sul Meno, marzo 2013.

altresì bassi tassi di crescita potenziale risulti particolarmente difficile ridurre rapidamente i livelli di debito, specie laddove i costi di finanziamento siano elevati a causa degli alti premi per il rischio sovrano. In particolare, Grecia, Italia, Portogallo e Spagna si contraddistinguono per un potenziale di crescita attesa assai basso e, al tempo stesso, da livelli di debito che il più delle volte superano significativamente la media dell'area dell'euro (cfr. figura 13).

Il fatto che un elevato indebitamento deprime la crescita comporta che le iniziative di riduzione del debito dovrebbero contribuire a rafforzare il potenziale di crescita di un'economia, quantomeno nel medio-lungo termine¹²⁾. Ciò nonostante, nel breve termine potrebbero esservi tensioni fra l'esigenza di risanare i bilanci privati e pubblici accrescendo il risparmio netto e quella di sostenere la crescita. Tuttavia, l'aggiustamento non può essere evitato e, se effettuato in tempi adeguatamente rapidi, è verosimilmente in grado di ridurre i costi complessivi in termini di crescita e occupazione. Il caso giapponese mostra che, qualora l'aggiustamento del settore finanziario venga procrastinato e le carenze strutturali non siano affrontate in modo sufficiente, la correzione dei bilanci rischia di avere un impatto assai prolungato sulla crescita del PIL¹³⁾.

Il fatto che un elevato indebitamento deprime la crescita comporta che le iniziative di riduzione del debito dovrebbero contribuire a rafforzare il potenziale di crescita di un'economia, quantomeno nel medio-lungo termine¹²⁾. Ciò nonostante, nel breve termine potrebbero esservi tensioni fra l'esigenza di risanare i bilanci privati e pubblici accrescendo il risparmio netto e quella di sostenere la crescita. Tuttavia, l'aggiustamento non può essere evitato e, se effettuato in tempi adeguatamente rapidi, è verosimilmente in grado di ridurre i costi complessivi in termini di crescita e occupazione. Il caso giapponese mostra che, qualora l'aggiustamento del settore finanziario venga procrastinato e le carenze strutturali non siano affrontate in modo sufficiente, la correzione dei bilanci rischia di avere un impatto assai prolungato sulla crescita del PIL¹³⁾.

Figura 13 Debito pubblico e privato e crescita del prodotto potenziale



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE. FMI per la crescita del prodotto potenziale.

4 IL RUOLO DELLE RIFORME STRUTTURALI NEL PROCESSO DI AGGIUSTAMENTO

La crisi del debito sovrano è servita da catalizzatore per spingere alcuni paesi ad avviare il processo di riforma strutturale da lungo tempo necessario. Sono stati compiuti progressi notevoli nei paesi beneficiari dei programmi di assistenza UE/FMI, dove si è intrapreso un profondo programma di riforme di ampio respiro. In misura diversa nei diversi paesi si è verificata una notevole accelerazione nell'adozione di riforme politicamente delicate, comprese quelle riguardanti la pubblica amministrazione, i sistemi sanitari e pensionistici, l'istruzione, il sistema giudiziario, gli assetti della concorrenza, le relazioni industriali, i mercati del lavoro, i mercati dell'energia, le industrie di rete, i settori dei servizi e le professioni regolamentate. Se strutturate adeguatamente e attuate appieno, queste riforme favoriranno il processo di aggiustamento complessivo, grazie all'impatto fortemente positivo esercitato sulla competitività di prezzo, la crescita a medio-lungo termine, l'occupazione e la sostenibilità dei conti pubblici. Gli studi basati sulle simulazioni di modelli di equilibrio generale confermano che l'impatto di riforme di questo tipo sulla crescita nell'area dell'euro nel lungo periodo sia effettivamente positivo e potenzialmente ingente (cfr. il riquadro 2)¹⁴⁾. Ciò nonostante,

12) Cfr. Tang G. e Upper, C., "La riduzione del debito dopo le crisi", *Rassegna trimestrale BRI*, Banca dei Regolamenti Internazionali, settembre 2010 (versione integrale disponibile solo in inglese).

13) Cfr. l'articolo intitolato "La recente crisi finanziaria negli Stati Uniti e nell'area dell'euro confrontata all'esperienza del Giappone negli anni '90", *Bollettino mensile*, BCE, Francoforte sul Meno, maggio 2012.

14) Cfr. Bayoumi, T., Laxton, D. e Pesenti, P., "Benefits and spillovers of greater competition in Europe: a macroeconomic assessment", *Discussion Paper*, n. 4481, Centre for Economic Policy Research, luglio 2004.

il processo di aggiustamento strutturale è ancora a uno stadio iniziale e sussistono numerose ostruzioni e difficoltà da affrontare per quanto riguarda le riforme di bilancio, strutturali, dei mercati dei prodotti e servizi e del mercato del lavoro.

SOSTENIBILITÀ DI BILANCIO A LUNGO TERMINE E RISANAMENTO DEI CONTI PUBBLICI A FAVORE DELLA CRESCITA

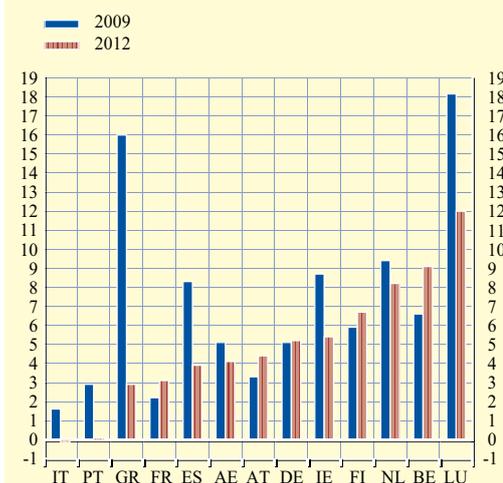
Nel tentativo di ridurre al minimo gli effetti negativi sulla crescita a breve termine che potrebbero derivare dal necessario risanamento dei conti pubblici, molti paesi dell'area dell'euro hanno attuato una serie di misure di consolidamento favorevoli alla crescita mirate a migliorare la sostenibilità fiscale di più lungo periodo. Sono stati ad esempio compiuti progressi significativi nella riforma delle pensioni e dei sistemi di pensionamento anticipato, specie nei paesi beneficiari di programmi di assistenza. In parte di riflesso a tali riforme, durante la crisi del 2008-09 vi è stato, diversamente da quanto osservato nelle crisi precedenti, un aumento nella partecipazione al mercato del lavoro e nei tassi di occupazione dei lavoratori più anziani¹⁵⁾.

Le strategie di consolidamento a favore della crescita contemplavano altresì riforme fiscali volte ad ampliare la base imponibile, combattere l'evasione fiscale, ridurre gli oneri di adempimento fiscale (ad esempio in Grecia, Italia e Portogallo), riformare la tassazione delle proprietà immobiliari (come in Grecia, Irlanda e Portogallo) e aumentare l'efficienza della struttura dell'imposizione. Il grado di profondità di queste riforme è stato tuttavia diverso da paese a paese, ed è stata posta minore enfasi su riforme fiscali favorevoli alla crescita che alleggeriscano l'onere fiscale per la forza lavoro e riducano gli impedimenti al lavoro e all'investimento.

Dal lato della spesa, si è cercato in particolare di migliorare l'efficienza della spesa pubblica, riorganizzando e razionalizzando i servizi pubblici. Nei paesi più sottoposti a tensioni finanziarie, i processi di approvvigionamento del settore pubblico (ad esempio in Grecia, Italia e Portogallo) e le misure della sanità pubblica sono stati riformati al fine di razionalizzare gli acquisti e di rafforzare e meglio controllare le norme di prescrizione (ad esempio in Grecia e Portogallo). In aggiunta, sono stati introdotti sussidi agli indigenti (ad esempio in Grecia), sono state ridotte le aliquote o la durata delle prestazioni (come in Irlanda e Portogallo) e sono state ridefinite le scale stipendiali e le prestazioni nel settore pubblico (ad esempio in Grecia). In conseguenza delle riforme dei sistemi pensionistici e sanitari, anche le proiezioni di spesa collegata all'invecchiamento della popolazione sono drasticamente calate in alcuni paesi (cfr. figura 14).

Figura 14 Aumento totale della spesa collegata all'invecchiamento della popolazione (per il periodo 2010-60), in base alle proiezioni del 2009 e del 2012

(in percentuale del PIL; punti percentuali)

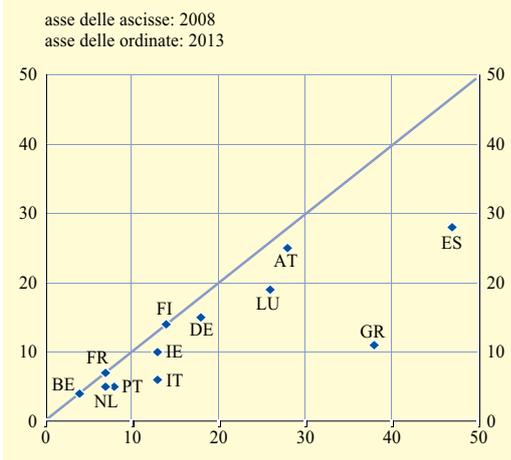


Fonte: The 2012 Ageing Report, Commissione europea.
Note: la spesa totale collegata all'invecchiamento della popolazione include le pensioni, la sanità e le cure di lungo periodo, l'istruzione e i sussidi di disoccupazione. Lo studio non tiene conto delle riforme attuate dopo dicembre del 2011, che dovrebbero verosimilmente ridurre le proiezioni di spesa per Belgio, Francia, Paesi Bassi e Austria. I paesi sono riportati in ordine crescente di aumento totale della spesa collegata all'invecchiamento della popolazione secondo le proiezioni del 2012.

15) Cfr. "Euro area labour markets and the crisis", *Structural Issues Report*, BCE, Francoforte sul Meno, ottobre 2012.

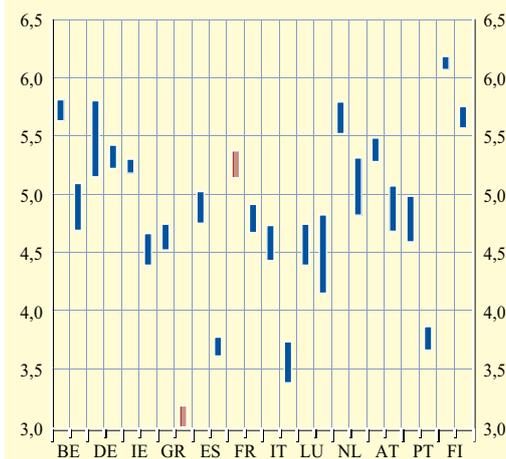
Figura 15 Tempi necessari per avviare un'impresa

(numero di giorni)



Fonte: Doing Business 2012, Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo/Banca mondiale.
Nota: i paesi alla destra della bisettrice hanno ridotto il numero di giorni necessari ad avviare un'impresa.

Figura 16 Progressi relativi all'istruzione superiore, alla formazione e all'innovazione



Fonte: Global Competitiveness Report 2008-2009 e 2012-2013, World Economic Forum.
Note: le unità corrispondono a punteggi su una scala da uno a sette; un numero maggiore indica maggiore istruzione superiore, formazione e innovazione. Le colonne rosse indicano un calo dell'efficienza fra il 2008 e il 2012, quelle blu un aumento. Per ciascun paese, la colonna di sinistra si riferisce all'istruzione superiore e alla formazione e la colonna di destra all'innovazione.

RIFORME A FAVORE DELLA CONCORRENZA E DELLA PRODUTTIVITÀ

La riforma dei mercati dei prodotti e servizi dell'area dell'euro e l'allentamento di regolamentazioni indebitamente restrittive sono elementi importanti per migliorare le dinamiche della crescita, specie nelle economie che in passato si sono contraddistinte per una crescita relativamente bassa della produttività. Molti paesi dell'area dell'euro hanno iniziato ad adoperarsi per attuare riforme potenzialmente vaste. Le riforme attuate dal 2008, in particolare nei paesi sottoposti ai programmi UE/FMI, prevedono iniziative volte a razionalizzare le procedure di registrazione e di concessione delle licenze; creare sportelli unici per agevolare le *start-up*; rafforzare l'assetto concorrenziale, compreso nel settore energetico, nel settore dei servizi e nelle industrie di rete; infine ridurre le barriere alla concorrenza nel commercio al dettaglio e nei servizi professionali (cfr. figure 15 e 16). Sono stati definiti programmi di privatizzazione al fine di accrescere le entrate pubbliche e riorganizzare i partenariati pubblico-privato (ad esempio in Portogallo) e alcuni paesi si sono adoperati per migliorare la definizione delle politiche per l'innovazione (come Irlanda e Italia) e rafforzare i legami fra università e industria (ad esempio in Irlanda). I progressi sono tuttavia stati minori per quanto riguarda la rimozione delle barriere agli investimenti diretti esteri¹⁶. Le evidenze presentate nella sezione 2, che mostrano la tenuta dei margini di profitto e la lentezza dell'aggiustamento al ribasso dei prezzi relativi nei paesi in difficoltà dell'area dell'euro fino al 2012, potrebbero riflettere una scarsa concorrenza in alcuni settori dell'economia.

RIFORME A FAVORE DELL'OCCUPAZIONE

A seguito della recessione del 2008-09 si sono persi quasi 4 milioni di posti di lavoro nell'area dell'euro. Come prima reazione alla recessione, alcuni paesi hanno cercato di migliorare la rete di

16) Cfr. "Economic Policy Reforms 2012: Going for growth", OCSE, febbraio 2012.

sicurezza sociale per coloro che stavano perdendo il lavoro accrescendo la generosità e l'ampiezza dei sussidi di disoccupazione. Alcune di queste misure temporanee sono state successivamente revocate in maniera graduale. Al tempo stesso, sono state incrementate le risorse per l'assistenza nella ricerca di un posto di lavoro e per i programmi di formazione. Le misure più efficaci per attuare l'impatto della crisi sull'occupazione, intraprese in due terzi dei paesi dell'area dell'euro, sono state quelle volte a incoraggiare orari di lavoro flessibili. Tali politiche tendono a favorire il mantenimento della manodopera e una maggiore permanenza dei lavoratori nel mercato del lavoro, ma rischiano di ostacolare la riallocazione del lavoro dai settori in contrazione a quelli in espansione, se ricevono il sussidio del settore pubblico.

In vari paesi l'iniziale aggiustamento dei salari è stato relativamente limitato, malgrado la gravità della recessione; ciò concorda con la presenza di rigidità verso il basso dei salari nell'area dell'euro¹⁷⁾. Più di recente, hanno cominciato a essere attuate riforme del mercato del lavoro intese a conseguire una maggiore flessibilità dei salari e dell'occupazione. Le riforme del mercato del lavoro in atto in paesi come Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna e Italia contemplano alcuni importanti provvedimenti volti ad accrescere la flessibilità delle strutture di negoziazione salariale e degli orari di lavoro, e a ridurre un'eccessiva tutela del posto di lavoro; esse rappresentano i primi passi verso il miglioramento delle dinamiche del mercato del lavoro e della competitività in questi paesi, e nell'area dell'euro nel suo insieme. Vi sono parimenti segnali di una maggiore flessibilità al ribasso dei salari, specie nei paesi beneficiari di programmi di assistenza.

17) Cfr. Du Caju P., Gautier E., Momferatou D. e Ward-Warmedinger M., "Institutional features of wage bargaining in 23 European countries, the US and Japan", *Ekonomia*, vol 12, n. 2, 2009, pagg. 57-108.

Riquadro 2

SIMULAZIONI DELL'IMPATTO A BREVE E A MEDIO TERMINE DELLE RIFORME STRUTTURALI

Questo riquadro illustra alcune simulazioni dell'impatto delle riforme strutturali su un'economia dell'area dell'euro di piccole dimensioni. In linea con gran parte della letteratura, all'interno del modello le riforme sono rappresentate in termini di una riduzione del livello delle maggiorazioni salariali e dei prezzi, dovuta all'accresciuta concorrenza ed efficienza dei mercati dei prodotti e servizi e del lavoro. Per simularne l'impatto viene utilizzato il modello Eagle, un modello di equilibrio generale dinamico neo-keynesiano su larga scala per l'area dell'euro e l'economia mondiale¹⁾.

Il modello presuppone una concorrenza monopolistica nei mercati dei prodotti e servizi e del lavoro. Si ha una maggiorazione fra il costo marginale e i prezzi degli output, e fra il tasso marginale di sostituzione fra i consumi e il tempo libero, e i salari. Una riduzione di entrambe le maggiorazioni è conseguibile attuando riforme dei mercati del lavoro e dei prodotti e servizi che accrescono la flessibilità nella determinazione dei salari, migliorano la reattività agli andamenti della produttività e del mercato del lavoro e favoriscono la concorrenza nei mercati dei prodotti e dei servizi.

1) Gomes S., Jacquinot, P. e Pisani, M., "The EAGLE: A model for policy analysis of macroeconomic interdependence in the euro area", *Working Paper Series*, n. 1195, BCE, Francoforte sul Meno, maggio 2010; e Gomes S., Jacquinot, P., Mohr, M. e Pisani, M., "Structural reforms and macroeconomic performance in the euro area countries: A model-based assessment", *Working Paper Series*, n. 1323, BCE, Francoforte sul Meno, aprile 2011.

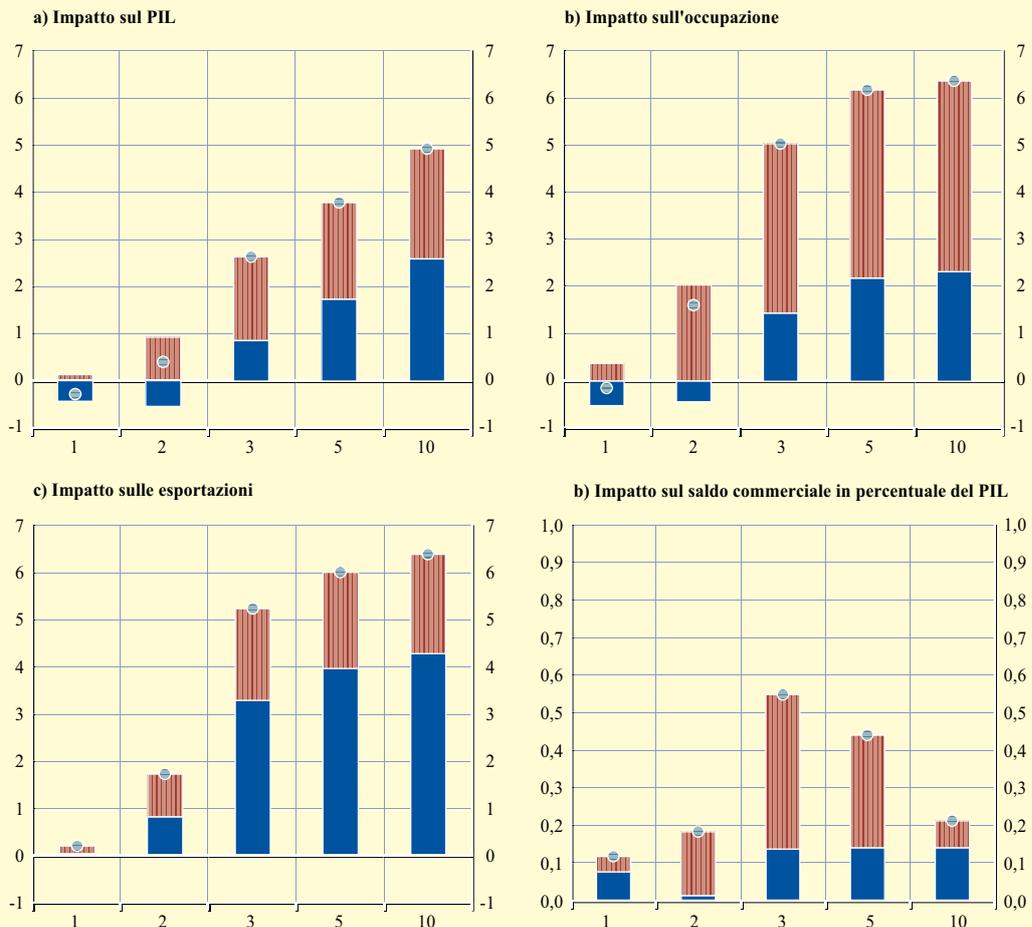
Per quanto riguarda le riforme del mercato del lavoro, la simulazione assume una riduzione della maggiorazione salariale pari a dieci punti percentuali su un periodo di cinque anni. L'entità della riduzione riflette il differenziale salariale lordo cumulato fra la Germania e il resto dei paesi dell'area dell'euro fra il 2005 e il 2010. Al fine di ottenere una serie comparabile di risultati per le riforme dei mercati di prodotti e servizi, anche la maggiorazione dei prezzi viene ridotta di dieci punti percentuali su cinque anni, per il tramite di un meccanismo di aggiustamento graduale.

I risultati della simulazione sono presentati nella figura all'interno del riquadro. Con riferimento alla riduzione della maggiorazione salariale, la simulazione indica che, nel primo anno, la riforma (che viene attuata gradualmente) produce un impatto trascurabile ma positivo sul PIL,

Impatto macroeconomico di una riduzione delle maggiorazioni salariali e di prezzo

asse delle ascisse: anno
 asse delle ordinate: variazione (diagrammi a-c); punti percentuali (diagramma d)

■ maggiorazione di prezzo
 ■ maggiorazione salariale
 ● maggiorazioni salariale e di prezzo



Fonte: Eagle.

sull'occupazione e sul saldo commerciale. Ciò si deve al fatto che una riduzione a breve termine nei salari reali spinge al rialzo l'occupazione e il numero di ore lavorate, poiché le imprese hanno maggiori incentivi ad accrescere l'input del lavoro; anche la competitività segna un miglioramento immediato, grazie alla riduzione dei costi del lavoro. Di conseguenza, nel primo anno i canali della competitività e dell'occupazione, che portano a un aumento delle esportazioni e dell'offerta di lavoro, compensano l'indebolimento del canale del reddito, il quale induce al contrario una diminuzione dei consumi privati. A partire dal secondo anno l'impatto della riduzione della maggiorazione salariale sul PIL e sull'occupazione aumenta, comportando dal terzo anno in poi guadagni significativi.

Per quanto riguarda la riduzione della maggiorazione dei prezzi, che si ipotizza avvenga nei settori dei beni sia *tradable* sia *non-tradable*, la simulazione mostra che, nel brevissimo termine, l'impatto sul PIL è marginalmente negativo. Ciò si deve al fatto che tale riduzione comporta nell'immediato un aumento dei salari reali, che innesca a sua volta un calo dell'occupazione nel breve periodo. Di conseguenza, i canali della competitività e dell'occupazione (che portano a una flessione delle esportazioni e dell'offerta di lavoro) superano nell'immediato il canale del reddito (che induce un incremento dei consumi privati). Questo impatto negativo si inverte dopo due anni, grazie ai forti guadagni di competitività derivanti dal calo dei prezzi, i cui effetti positivi si trasmettono ai salari e, a loro volta, portano a una riduzione dei prezzi relativi.

Stando al modello, l'impatto delle riforme dei mercati dei prodotti e servizi è maggiore di quello delle riforme del mercato del lavoro; tuttavia, lo slancio impartito agli investimenti induce un aumento delle importazioni e, di conseguenza, per entrambi i tipi di riforme l'impatto complessivo sul saldo commerciale non risulta ingente. In considerazione di ciò, non si dovrebbe fare necessariamente assegnamento sulle riforme strutturali per favorire la correzione degli squilibri con l'estero. L'obiettivo primario di queste riforme dovrebbe essere piuttosto quello di accrescere la capacità delle economie di adeguarsi ai vari shock, stimolare l'occupazione e aumentare il potenziale di crescita.

Per quanto l'impatto quantitativo dipenda ovviamente dalle elasticità calibrate, i risultati qui presentati concordano con quelli recentemente ottenuti in letteratura²⁾. Nell'insieme, le due simulazioni mostrano che le riforme dei mercati del lavoro e dei prodotti hanno un impatto positivo sul PIL e sull'occupazione. Esse mostrano inoltre che l'impatto sul PIL potrebbe essere leggermente negativo nel primo anno ma, col tempo, si rivela essere assai positivo. Gli effetti sulla fiducia non sono considerati in questa sede, sebbene l'attuazione delle riforme potrebbe altresì accrescere in generale la fiducia e indurre quindi nel breve periodo guadagni superiori a quelli evidenziati dalle simulazioni.

2) Vogel, L., "Structural reforms and external rebalancing in the euro area: a model-based analysis", *Economic Paper Series*, n. 443, European Economy, luglio 2011; e Cacciatore, M., Duval, R. e Fiori, G., "Short-Term Gain or Pain? A DSGE Model-Based Analysis of the Short-Term Effects of Structural Reforms in Labour and Product Markets", *Working Papers*, n. 948, Dipartimento economico dell'OCSE, marzo 2012.

5 CONCLUSIONI

Questo articolo ha passato in rassegna gli andamenti degli indicatori macroeconomici e strutturali nell'arco degli ultimi cinque anni, evidenziando i vari percorsi di avanzamento dell'aggiustamento degli squilibri macroeconomici. In particolare, i paesi che avevano subito ingenti perdite di com-

pettività hanno significativamente migliorato le loro posizioni di conto corrente; tale evoluzione è stata favorita dall'aggiustamento dei costi relativi del lavoro e dall'aumento delle quote nei mercati di esportazione. Sembrerebbe pertanto che il miglioramento osservato è a un tempo congiunturale e strutturale, e quindi in parte verosimilmente destinato a durare.

I miglioramenti di natura strutturale sono nel complesso incoraggianti. Servono ulteriori iniziative per completare il processo di aggiustamento, specie per quanto riguarda la riduzione degli elevati livelli di indebitamento, e per gettare le fondamenta di una crescita robusta e sostenibile in futuro. Occorrono inoltre misure volte ad assicurare una diminuzione degli alti tassi di disoccupazione, in particolare giovanile. A tal fine, uno strumento efficace in termini di costo potrebbe provenire dalle riforme finalizzate a ridurre le rigidità strutturali. Inoltre, le riforme dei mercati dei prodotti e dei servizi, che potrebbero essere state finora frenate in vari paesi, rivestono particolare importanza per aumentare la concorrenza e consentire l'aggiustamento flessibile dei prezzi.

La necessità di agire è più pressante nei paesi che registrano ancora i maggiori squilibri, ma in tutti i paesi dell'area dell'euro è necessaria un'azione di riforma, seppure con un'intensità e un raggio di azione diversi. Laddove non sia in atto un programma ufficiale di assistenza finanziaria soggetto al rispetto di determinate condizioni, il processo di aggiustamento va sostenuto mediante il rafforzamento dell'assetto di *governance* economica a livello di UE, in particolare per quanto riguarda la procedura per squilibri macroeconomici. L'efficace applicazione di tale assetto, a livello sia comunitario sia nazionale, è essenziale per garantire un'ordinata correzione degli squilibri esistenti e per evitarne il riemergere in futuro¹⁸⁾.

18) Cfr. il riquadro intitolato "La Procedura per lo squilibrio macroeconomico attuata nel 2012", *Bollettino mensile*, BCE, Francoforte sul Meno, giugno 2012.

I SALDI TARGET E LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA



Ingenti flussi di pagamenti transfrontalieri tra banche costituiscono una normale caratteristica di un'area integrata sotto il profilo finanziario. Il regolamento dei pagamenti tra paesi dell'area dell'euro mediante riserve di banca centrale genera, per ciascuna banca centrale nazionale (BCN), dei saldi ("saldi Target"¹⁾) che riflettono altresì la distribuzione decentrata della liquidità di banca centrale all'interno dell'Eurosistema. I sistemi bancari dei paesi con deflussi netti per pagamenti hanno un fabbisogno di liquidità di banca centrale più elevato rispetto a quelli dei paesi dove si verificano afflussi di moneta delle banche commerciali. La distribuzione decentrata della liquidità di banca centrale all'interno dell'Eurosistema fornisce stabilità, poiché consente alle banche finanziariamente solide (anche se situate in paesi caratterizzati da tensioni finanziarie) di soddisfare il proprio fabbisogno di liquidità, contribuendo pertanto all'efficace trasmissione delle decisioni della Banca centrale europea (BCE) sui tassi di interesse all'intera economia dell'area dell'euro e al mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area nel medio termine.

Il totale dei saldi attivi (o degli equivalenti saldi passivi) Target nei bilanci delle BCN dell'area dell'euro ha raggiunto 1.000 miliardi di euro alla metà del 2012, per poi scendere sulla scia del miglioramento delle condizioni e del calo della frammentazione nei mercati finanziari dell'area.

Questo articolo spiega come, nel contesto delle disfunzioni emerse nei mercati della provvista bancaria, si siano accumulate ingenti saldi positivi Target quando il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di soddisfare le esigenze di liquidità delle banche solvibili per mantenere la stabilità dei prezzi nel medio periodo. L'articolo mostra inoltre la necessità di interpretare con cautela i dati relativi ai pagamenti "transfrontalieri", poiché questi ultimi riflettono anche le operazioni intra-gruppo delle banche presenti in più paesi. Si sottolinea infine che gli eventuali rischi riguardano le operazioni dell'Eurosistema nel quadro dell'unione monetaria e non i saldi Target in quanto tali. Detti saldi costituiscono nell'insieme una manifestazione di tensioni esistenti all'interno dell'Unione economica e monetaria (UEM) e mettono in luce l'esigenza di affrontare gli squilibri macroeconomici, ripristinare la fiducia nei confronti dei sistemi bancari e consolidare i fondamenti istituzionali dell'UEM.

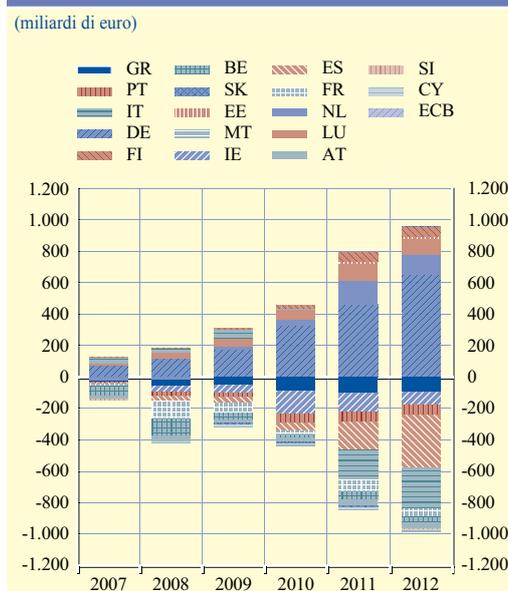
I INTRODUZIONE

I saldi Target sono voci di bilancio delle banche centrali dell'area dell'euro²⁾. Relativamente contenuti e stabili prima delle crisi finanziaria e del debito sovrano, sono al momento considerevoli e hanno segno negativo nei paesi dell'area sottoposti a tensioni più acute e positivo in quelli che hanno dato prova di maggiore tenuta (cfr. figura 1). Saldi Target ingenti costituiscono essenzialmente il risultato dell'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro nel contesto specifico della crisi e non rappresentano rischi finanziari ulteriori rispetto a quelli insiti nelle operazioni dell'Eurosistema che li hanno originati, data l'integrità dell'unione monetaria. I rischi connessi a queste ultime sono mitigati, in particolare attraverso le politiche in materia di garanzie.

- 1) Target (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer*) è il Sistema europeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale. A novembre 2007 è stato sostituito da Target2, basato su una piattaforma unica che è subentrata a quelle nazionali alla fine del periodo di transizione terminato a maggio 2008. Per ragioni di comodità, questo articolo (fatta eccezione per il riquadro 1) utilizza il termine "Target" per indicare sia Target sia Target2. Maggiori informazioni su Target sono reperibili in: *TARGET Annual Report 2011*, BCE, maggio 2012; allegato trimestrale al Bollettino mensile (il numero più recente risale a marzo 2013).
- 2) Cfr. anche il riquadro *I saldi Target2 delle banche centrali nazionali nell'area dell'euro*, nel numero di ottobre 2011 di questo Bollettino, e i riferimenti in esso contenuti; cfr. inoltre il riquadro *I saldi Target2 nell'Eurosistema in un contesto di mercati monetari malfunzionanti*, nel Rapporto annuale 2011 della BCE.

Per cogliere il senso delle discussioni sui rischi potenziali connessi all'aumento dei saldi Target, è essenziale comprendere la natura di tali posizioni e risulta altresì utile far luce sulla dinamica della crisi nell'area dell'euro³⁾. Detti saldi si accumulano quando vi sono flussi sbilanciati di pagamenti transfrontalieri tra banche dell'area dell'euro e l'Euro-sistema, con le sue operazioni, soddisfa il conseguente fabbisogno di liquidità delle banche solvibili, erogando fondi a fronte di adeguate garanzie. Essi riflettono le tensioni dal lato della raccolta nei sistemi bancari di alcuni paesi. Il concetto stesso di "transfrontaliero" risulta, tuttavia, sfumato in un'area integrata sotto il profilo finanziario, come nel caso delle operazioni all'interno di uno stesso gruppo bancario. Questo articolo analizza i saldi Target congiuntamente alle operazioni di politica monetaria della Banca centrale europea (BCE). La seconda sezione presenta una serie di elementi fondamentali sul sistema di pagamento Target e descrive come i saldi Target emergano a partire dai pagamenti transfrontalieri, mentre la terza esamina detti saldi alla luce delle tensioni dal lato della provvista bancaria e delle operazioni dell'Euro-sistema. La quarta sezione conclude illustrando la rilevanza economica e politica dei saldi Target.

Figura 1 Saldi Target delle banche centrali dell'area dell'euro



Fonti: BCN e BCE.

Nota: le attività/passività connesse a Target sono pubblicate periodicamente da tutte le BCN dell'area dell'euro all'interno dei rispettivi bilanci.

2 I SALDI TARGET E I PAGAMENTI TRANSFRONTALIERI

2.1 IL SISTEMA DI PAGAMENTO E REGOLAMENTO TARGET

Target (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system*, sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale) è il sistema di regolamento lordo in tempo reale dell'Eurosistema operante attraverso riserve di banca centrale. L'esecuzione e il regolamento dei pagamenti denominati in euro avvengono su base individuale sui conti dei partecipanti presso le BCN collegate a Target. Le operazioni sono regolate in tempo reale con effetto immediato e questo permette alla banca beneficiaria di riutilizzare la liquidità per effettuare ulteriori pagamenti nella stessa giornata. Sviluppato con tecnologia all'avanguardia, il sistema offre ai suoi utilizzatori i massimi standard di affidabilità e capacità di tenuta. Target fornisce nell'insieme servizi di regolamento a circa 1.000 partecipanti attraverso le 24 banche centrali ad esso collegate (tutte le BCN dell'area dell'euro, la BCE e altre BCN dell'Unione europea che hanno deciso di aderire su base volontaria).⁴⁾

I pagamenti regolati attraverso Target sono riconducibili principalmente a transazioni fra istituzioni creditizie e a transazioni connesse ad altre strutture del mercato finanziario, mentre le

3) Cfr., ad esempio, Bindseil, U. e König, P.J., "TARGET and the European sovereign debt crisis", *Kredit und Kapital*, febbraio 2012; Bindseil, U. e Winkler, A., "Dual liquidity crises under alternative monetary policy frameworks: a financial accounts perspective", *Working Paper Series*, n. 1478, BCE, 2012; Cour-Thimann, P., *TARGET balances and the crisis in the euro area*, CESifo forum 14, edizione speciale, aprile 2013..

4) Si tratta delle BCN di Bulgaria, Danimarca, Lettonia, Lituania, Polonia e Romania.

operazioni con la banca centrale rappresentano una parte relativamente ridotta. Target regola i pagamenti sia interbancari sia commerciali senza alcun limite massimo o minimo di importo e con la sua offerta di servizi svolge un ruolo fondamentale nell'assicurare l'ordinata conduzione della politica monetaria, il corretto funzionamento dei mercati finanziari e la stabilità sia bancaria sia finanziaria nell'area dell'euro in quanto riduce notevolmente il rischio sistemico. Il regolamento dei pagamenti transfrontalieri tra i partecipanti a Target dà origine a saldi intra-Eurosistema, vale a dire voci di bilancio delle rispettive BCN, che riflettono le attività/passività verso l'Eurosistema. Tali voci sono registrate nei bilanci delle BCN come saldi attivi Target, se positive, e saldi passivi Target, se negative, nei confronti della BCE, che rappresenta la controparte centrale.

2.2 IL MECCANISMO DI FORMAZIONE DEI SALDI

I saldi Target si vengono a creare nel corso della normale operatività delle banche e dei flussi transfrontalieri di capitali. Queste attività e passività delle varie BCN esistevano anche prima della crisi finanziaria, ma oscillavano attorno a livelli significativamente inferiori. Quando una banca effettua un pagamento a un'altra banca attraverso Target, il conto corrente detenuto presso la BCN di riferimento registra un addebito nel caso della banca ordinante e un accredito in quello della banca beneficiaria. Se la transazione avviene all'interno di un paese, ciò non influisce sul conto corrente aggregato delle banche presso la BCN di competenza e non determina quindi alcuna variazione del saldo Target. Se invece la transazione è transfrontaliera, vale a dire se è effettuata tra banche collegate a Target da due paesi diversi, incide sul conto corrente aggregato delle banche presso le rispettive BCN. Il saldo del conto corrente della BCN dell'ordinante si riduce e quello della BCN della beneficiaria aumenta.

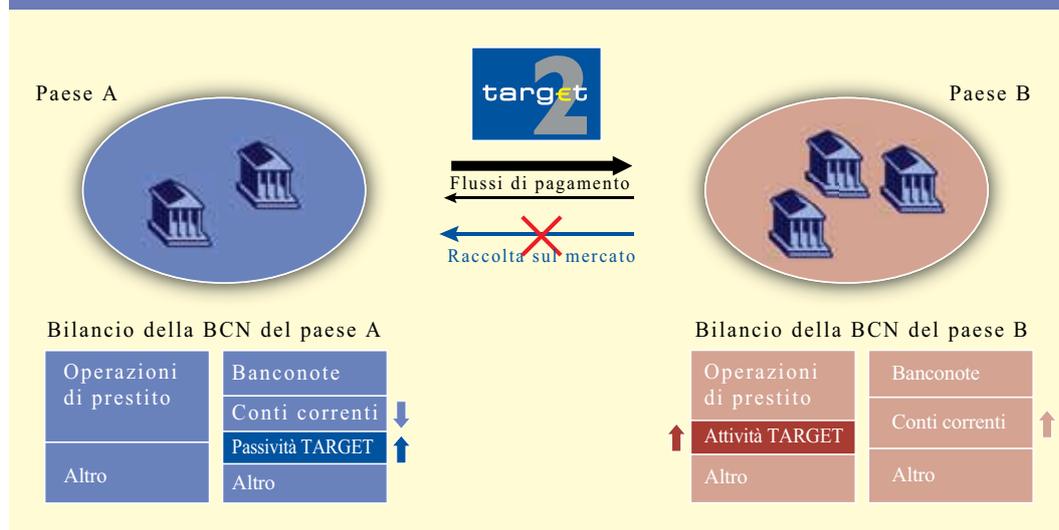
Alla fine di ogni giornata, i bilanci delle banche centrali sono corretti, assegnando alla BCN che ha visto scendere il saldo dei conti correnti un corrispondente aumento del saldo passivo Target e un incremento del saldo attivo Target a quella che ha invece registrato un aumento del saldo dei conti correnti. I flussi bilaterali tra le banche centrali appartenenti all'Eurosistema sono poi aggregati e compensati in modo da lasciare a ciascuna di esse un'unica posizione netta nei confronti della BCE⁵⁾. Come conseguenza, alcune BCN presentano una posizione Target attiva e altre una passiva verso la BCE. La somma netta di tutte le operazioni transfrontaliere con banche di altri paesi dell'area dell'euro regolate presso una singola BCN in una determinata giornata produce una variazione giornaliera del saldo Target di tale BCN, come illustrato qui di seguito:

$$\Delta \text{Saldo Target} = \text{Afflussi Target} - \text{Deflussi Target}$$

Un esempio del meccanismo soggiacente alla formazione dei saldi attivi e passivi Target è illustrato nella figura 2, che presenta un trasferimento di fondi tra banche situate in due paesi diversi dell'area dell'euro (A e B) – connesso a un pagamento relativo all'acquisto di beni e servizi oppure di un'attività estera – condotto attraverso Target e regolato mediante riserve di banca centrale. Il trasferimento comporta come effetto immediato una riduzione del saldo del conto corrente detenuto dalla banca commerciale ordinante presso la propria BCN (BCN A) e un aumento in quello della banca commerciale beneficiaria presso la rispettiva BCN (BCN B). A fine giornata, la banca

5) Per ridurre l'entità degli squilibri bilaterali accumulatisi piuttosto rapidamente in tutte le posizioni intra-sistema tra le BCN e la BCE, il Consiglio direttivo di quest'ultima ha deciso nel 1999 che i saldi Target (vale a dire tutte le attività e le passività connesse a Target tra le BCN appartenenti al Sistema europeo di banche centrali e la BCE) sarebbero stati compensati a fine giornata per "novazione", cioè per sostituzione di tutte le obbligazioni verso le altre BCN con obbligazioni verso la BCE in modo da determinare per ogni BCN un'unica posizione bilaterale netta nei confronti della sola BCE. Tale disposizione è stata ritenuta in linea con il principio di un'area dell'euro integrata ed è entrata in vigore il 30 novembre 2000.

Figura 2 La formazione dei saldi Target



che ha registrato un calo del saldo del conto corrente si finanzia di norma ricorrendo al mercato oppure all'Eurosistema. In questo esempio semplice riguardante due paesi, se entro la fine della giornata la banca del paese A non avrà compensato il trasferimento iniziale con nuovi fondi ottenuti da banche del paese B (ad esempio, attraverso il mercato interbancario), la BCN A presenterà un saldo Target negativo e la BCN B uno positivo nei confronti della BCE, che rappresenta la controparte centrale.

Il meccanismo descritto in precedenza opera su vasta scala tra i sistemi bancari nazionali nell'area dell'euro. Di fatto, circa un terzo del traffico su Target è rappresentato da pagamenti transfrontalieri. I saldi Target riflettono pertanto gli squilibri nei flussi di pagamenti tra sistemi bancari nazionali. Le banche con un conto Target presso una determinata BCN appartengono di norma al settore delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) del rispettivo paese. Tuttavia, il saldo Target della banca centrale "ospitante" può riflettere anche operazioni originate da soggetti bancari che non fanno parte del settore delle IFM del paese. Ad esempio, qualunque banca avente sede in un paese dello Spazio economico europeo (SEE) la cui BCN non è collegata a Target può avere accesso a quest'ultimo attraverso una BCN collegata. Analogamente, le banche domiciliate fuori dal SEE che non sono autorizzate ad aprire un conto in Target possono comunque accedervi tramite una controllata con sede in uno dei paesi collegati al sistema. Ulteriori distorsioni sono altresì riconducibili ai servizi bancari in euro basati su Target e forniti da partecipanti al sistema per conto di banche non situate nel SEE.

Un'altra possibile particolarità "geografica" dei saldi Target riguarda l'accentramento della gestione della liquidità nei gruppi bancari presenti in più paesi. Target permette infatti a tali gruppi, a prescindere dal numero di paesi in cui sono attivi, di svolgere le attività di pagamento e gestire la liquidità in euro su un unico conto, che viene di norma aperto presso la BCN del paese in cui si trova la sede centrale del gruppo, e attraverso il quale vengono incanalati i pagamenti delle filiali o delle controllate (partecipazione indiretta). Questa forma di accentramento dà origine a flussi transfrontalieri che non esisterebbero se il gruppo gestisse la propria liquidità in maniera decentrata.

3 I SALDI TARGET, LE TENSIONI DAL LATO DELLA PROVVISATA BANCARIA E LE OPERAZIONI DELL'EUROSISTEMA

Questa sezione spiega come ingenti saldi Target si siano accumulati al procedere della crisi finanziaria e del debito sovrano, quale conseguenza della domanda elevata di liquidità offerta attraverso le operazioni dell'Eurosistema presso determinate BCN. Il livello elevato dei saldi riflette le tensioni dal lato della provvista in alcuni paesi e gli afflussi di capitali verso i paesi con una maggiore tenuta che si verificano quando l'Eurosistema, con le sue operazioni, soddisfa il fabbisogno di liquidità delle banche solvibili erogando fondi a fronte di adeguate garanzie.

3.1 I SALDI TARGET E L'ATTUAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA

L'Eurosistema attua la sua politica monetaria in modo decentrato, in particolare per le operazioni mediante asta. Nel contesto, le 17 BCN raccolgono le richieste delle controparti e gestiscono le garanzie fornite da queste ultime; la BCE riceve le relative informazioni in forma aggregata da ciascuna BCN e decide l'importo complessivo della liquidità da fornire alle controparti; le BCN informano le controparti dei risultati e regolano le transazioni. L'importo aggregato fornito alle controparti attraverso le 17 BCN è di norma pari al fabbisogno di liquidità⁶⁾ complessivo del settore bancario dell'area dell'euro. I flussi di capitali privati redistribuiscono la liquidità tra le banche che la necessitano e quelle che ne dispongono in eccesso, principalmente attraverso il mercato interbancario.

Dopo la crisi nel mercato statunitense dei mutui ipotecari di qualità non primaria (*sub-prime*) e il successivo fallimento di Lehman Brothers a settembre 2008, tuttavia, i mercati dei prestiti interbancari hanno smesso di funzionare adeguatamente. I mercati interbancari, sia garantito sia non garantito, hanno evidenziato una crescente frammentazione⁷⁾ e i flussi transfrontalieri di capitali privati sono stati compromessi (cfr. riquadro 1). Per sostenere l'ordinata trasmissione delle proprie decisioni sui tassi di interesse all'economia, la BCE ha deciso di soddisfare il fabbisogno di liquidità delle banche, che non poteva essere soddisfatto dai mercati finanziari. Da ottobre 2008 l'Eurosistema conduce di conseguenza gran parte delle sue operazioni di immissione di liquidità mediante procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo, vale a dire soddisfacendo pienamente tutte le offerte delle controparti dietro presentazione di garanzie adeguate. Nel contesto di un mercato interbancario disfunzionale, le banche hanno quindi potuto ottenere liquidità dall'Eurosistema. Ciò ha permesso loro di accumulare riserve volte a coprire esigenze future in un momento in cui l'accesso alla provvista interbancaria era incerto. L'Eurosistema ha pertanto fornito liquidità superiore a quella necessaria in aggregato al settore bancario, assumendo al tempo stesso un ruolo di intermediazione. Questo ha evitato una riduzione disordinata della leva finanziaria e i conseguenti effetti avversi per l'economia e la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro.

Quando, a partire dalla primavera del 2010, è iniziata la crisi del debito sovrano in alcuni paesi dell'area, la segmentazione dei mercati della provvista bancaria lungo i confini nazionali si è accentuata e l'intermediazione della banca centrale ha permesso ai sistemi bancari dei paesi interessati di fronteggiare il ritiro dei capitali privati e l'inversione dei flussi di capitali transfrontalieri. Il ricorso

6) Il fabbisogno di liquidità del sistema bancario è definito come la somma di fattori autonomi e riserva obbligatoria. I fattori autonomi includono sostanzialmente i depositi delle amministrazioni pubbliche presso la banca centrale, le banconote, le attività nette sull'estero e le attività nette denominate in euro.

7) Cfr., ad esempio, *Indicators of market segmentation – media request following the ECB press conference on 2 August 2012* (all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu>) e *Financial integration in Europe*, BCE, aprile 2012.



Figura 3 Saldi passivi Target aggregati e offerta totale di liquidità dell'Eurosistema

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: L'offerta totale di liquidità include le operazioni di rifinanziamento principali, le operazioni di rifinanziamento a lungo termine, le operazioni di rifinanziamento marginale, i portafogli di strumenti detenuti a titolo definitivo (i programmi di acquisto di obbligazioni garantite e il Programma SMP) e altre voci, tra la liquidità di emergenza (Emergency Liquidity Assistance, ELA).

Figura 4 Saldi attivi Target aggregati e assorbimento totale di liquidità nell'Eurosistema

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: L'assorbimento di liquidità include il ricorso ai depositi *overnight* presso la banca centrale, le operazioni di *fine tuning* intese a drenare liquidità e i depositi in conto corrente che eccedono la riserva obbligatoria.

al finanziamento della banca centrale è quindi strettamente connesso all'emergere di significative passività sui conti Target nei paesi più colpiti dalla crisi e, in aggregato, a livello dell'area dell'euro (cfr. figura 3)⁸⁾. La crisi del debito sovrano e la conseguente segmentazione del mercato della provvista bancaria hanno altresì dato origine a flussi di capitali verso i paesi con una tenuta maggiore, aumentando significativamente il ricorso agli strumenti di banca centrale volti ad assorbire liquidità (ad esempio tramite il ricorso ai depositi *overnight* presso la banca centrale o l'accumulo di saldi che eccedono la riserva obbligatoria sui conti correnti detenuti dalle controparti presso la banca centrale⁹⁾). Il rimpatrio di investimenti precedenti e la scarsità di nuovi prestiti alle banche nei paesi colpiti dalla crisi hanno in particolare determinato cospicui afflussi netti di pagamenti, una concomitante espansione del saldo positivo Target delle BCN dei paesi con una tenuta maggiore e un aumento della liquidità nei sistemi bancari di questi ultimi. La figura 4 mostra la conseguente crescita della liquidità in eccesso a livello di area dell'euro, un andamento che si è generalmente rispecchiato nell'evoluzione dei saldi positivi Target totali.

Nella seconda metà del 2011 e nella prima del 2012 il forte aumento dei saldi passivi e dei attivi dei conti Target è stato anche dovuto ai timori riguardo all'integrità dell'unione monetaria. Diverse banche dei paesi con una tenuta maggiore hanno deciso di sopperire localmente, invece che con fondi provenienti dalla sede centrale, al fabbisogno di finanziamento delle controllate aventi sede nelle giurisdizioni sottoposte a tensioni finanziarie. Ciò vuol dire che il ricorso all'Eurosistema ha

8) La figura 3 presenta la somma delle passività Target delle BCN dell'area dell'euro nei confronti della BCE. I saldi intra-sistema (come quelli connessi a Target) non trovano riflesso nel bilancio consolidato dell'Eurosistema perché la loro somma è pari a zero.

9) L'eccesso di liquidità è divenuto particolarmente ampio poiché l'abbassamento a zero del tasso di interesse corrisposto sui depositi presso la banca centrale ha reso nullo il vantaggio relativo del ricorso a tali operazioni.

sostituito i finanziamenti intra-gruppo dalle banche con sede centrale nei paesi con maggiore tenuta. Tale comportamento è stato in alcuni casi incoraggiato dalle autorità nazionali di vigilanza del settore bancario con l'obiettivo di proteggere quest'ultimo. Come verrà spiegato nella sezione 3.2, gli interventi della BCE volti a fronteggiare i timori riguardo all'integrità dell'unione monetaria hanno determinato un ridimensionamento dei saldi Target.

Riquadro 1

L'USO DELLE STATISTICHE SUI PAGAMENTI TARGET2 NELL'ANALISI DELLE CONDIZIONI NEL MERCATO MONETARIO

I mercati monetari interbancari sono essenziali per la stabilità e l'efficienza del sistema finanziario, oltre che per la distribuzione della liquidità fornita dalla banca centrale. I tassi del mercato monetario, quali l'Eonia e l'Euribor, costituiscono un riferimento importante che funge, tra l'altro, da base per la determinazione del prezzo dei titoli a reddito fisso nell'intera economia. Mercati monetari ben funzionanti permettono alle banche di temperare gli squilibri di liquidità ed evitare di conseguenza costose vendite di attività. Essi svolgono altresì un ruolo rilevante di monitoraggio e disciplina, poiché le banche valutano costantemente la qualità delle controparti¹⁾.

Nonostante la loro importanza fondamentale, le transazioni effettive sui mercati interbancari sono relativamente poco note in quanto le banche negoziano il debito a breve termine soprattutto over the counter. Le informazioni in merito al funzionamento dei mercati interbancari in euro si basano quindi al momento su statistiche limitate provenienti dalle piattaforme di contrattazione elettronica o sui risultati di indagini²⁾.

Gli accademici, e in particolare i ricercatori delle banche centrali, hanno tuttavia fatto ricorso a un metodo indiretto per ottenere dati dettagliati e completi sulle operazioni di prestito *overnight* non coperte da garanzie: ricostruire tali operazioni a partire dalle statistiche relative ai pagamenti cui hanno dato origine³⁾. Ad esempio, un prestito di un milione di euro a un tasso di interesse dell'1 per cento dalla banca A alla banca B concordato over the counter comporta due transazioni visibili nel sistema di pagamento: un trasferimento di un milione di euro dalla banca A alla banca B e, il giorno successivo, un trasferimento di 1.000.027,78 euro dalla banca B alla banca A⁴⁾. Quando le banche si scambiano liquidità mediante riserve di banca centrale, le operazioni interbancarie *overnight* possono essere ricostruite analizzando le statistiche dettagliate

- 1) Cfr. Rochet, J. C. e Tirole, J., "Interbank Lending and Systemic Risk", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 28, n. 4, 1996.
- 2) Cfr., ad esempio, Brunetti, C., di Filippo, M. e Harris, J., "Effects of Central Bank Intervention on the Interbank Market During the Sub-Prime Crisis", *Review of Financial Studies*, vol. 24, n. 6, 2011, che utilizzano dati provenienti dalla piattaforma italiana e-MID. Per un esempio di indagine, cfr. Euro Money Market Survey, BCE, Francoforte sul Meno, settembre 2012. Anche i tassi del mercato monetario – quali l'Eonia, l'Euribor o il Libor – e i connessi volumi, se disponibili, sono basati su indagini.
- 3) Questo metodo è stato presentato per la prima volta in Furfine, C., "Banks as Monitors of Other Banks: Evidence from the *Overnight* Federal Funds Market", *Journal of Business*, vol. 74, n. 1, gennaio 2001.
- 4) Si noti che gli interessi sono su base annua ma maturano per un solo giorno. Il metodo richiede di norma alle banche di applicare in ogni caso un tasso di interesse, anche solo di 1 centesimo. Nella pratica, la situazione è più complessa: non tutti i pagamenti sono riconducibili a operazioni interbancarie (non è ad esempio dato di sapere se una determinata transazione è stata effettuata per conto di un cliente della banca); le operazioni *overnight* potrebbero essere altresì riconducibili a transazioni spot/next e tomorrow/next; uno stesso pagamento potrebbe riflettere operazioni diverse a tassi e scadenze differenti e questo rende difficile l'estensione del metodo al di là dei prestiti *overnight* (si vedano tuttavia i riferimenti nella prossima nota); possono verificarsi corrispondenze multiple; occorre tener conto ad esempio di festività e fine settimana. Si noti, inoltre, come le operazioni collateralizzate effettuate mediante Target2 siano di norma regolate simultaneamente attraverso piattaforme centralizzate di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli e siano quindi facili da escludere.

dei sistemi di pagamento che effettuano il regolamento attraverso le stesse riserve. Alcune analisi dei mercati interbancari sono state realizzate per gli Stati Uniti (utilizzando Fedwire Funds) e per determinati paesi europei, ma solo di recente sono state raccolte informazioni attendibili e complete sull'intero mercato monetario interbancario non garantito a partire dalle statistiche Target2⁵⁾.

L'esame complessivo delle statistiche sui pagamenti in Target2 permette di monitorare gli andamenti nell'intera area dell'euro. La figura A mostra uno dei vantaggi insiti nel valutare l'insieme dei prestiti *overnight* non garantiti nel mercato interbancario dell'area dell'euro. La linea rossa rappresenta il valore in euro di tali prestiti segnalato giornalmente dal gruppo di banche che contribuisce alla formazione dell'Eonia⁶⁾, mentre quella blu indica quello che emerge dalle statistiche sui pagamenti in Target2. Il panel di banche Eonia costituisce circa la metà totale dei volumi totali. Prima del fallimento di Lehman Brothers a settembre 2008, i prestiti *overnight* non garantiti segnalati da tali banche erano pari a 60 miliardi di euro e quelli desunti dalle statistiche sui pagamenti in Target2 – che riflettono le attività di negoziazione di diverse centinaia di istituzioni creditizie – corrispondevano a circa 120 miliardi. I dati Eonia offrono informazioni attendibili sulle tendenze, come attesta il loro calo dopo il fallimento di Lehman Brothers e dopo il peggioramento della crisi nel 2010. Tali tendenze appaiono tuttavia più pronunciate nelle statistiche Target2. Ciò è in linea con il fatto che le banche di maggiori dimensioni, come quelle rappresentate nel panel Eonia, resistono maggiormente agli andamenti avversi nei mercati. In particolare, la flessione delle statistiche Target2 dal 2011 attesta il funzionamento imperfetto del mercato monetario delle operazioni *overnight* non garantite.

La figura B illustra un ulteriore beneficio del monitoraggio dei mercati monetari attraverso le statistiche sui pagamenti. Poiché le informazioni sottostanti riguardano singole transazioni, è possibile aggregarle a livelli diversi per esaminare questioni specifiche. Nella figura viene ad esempio riportata la quota transfrontaliera sul totale dell'attività interbancaria in operazioni *overnight* non garantite. Ciò non è possibile con i dati Eonia, che sono aggregati a livello di banca erogatrice e poi segnalati pubblicamente come valore complessivo.

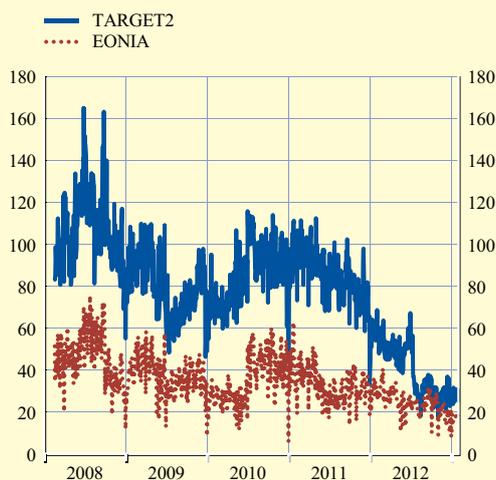
La quota delle operazioni transfrontaliere nel mercato interbancario *overnight* non garantito è scesa dopo il fallimento di Lehman Brothers, a settembre 2008, e ha successivamente evidenziato una graduale ripresa, per poi subire un calo pronunciato all'intensificarsi della crisi del debito sovrano. Tale andamento attesta non solo il ridimensionamento (cfr. figura A), ma anche

5) Cfr. Arciero, L., Heijmans, R., Heuver, R., Massarenti, M., Picillo, C. e Vacirca, F., "How to measure the unsecured money market? The Eurosystem's implementation and validation using TARGET2 data", DNB Working Paper, n. 369, De Nederlandsche Bank, gennaio 2013. La pubblicazione utilizza le statistiche sui pagamenti per ricostruire i prestiti sia *overnight* sia a più lungo termine e si avvale pertanto di una versione del metodo Furfine diversa da quella utilizzata per ottenere i risultati presentati in questo riquadro. Per un'applicazione del metodo Furfine a scadenze più lunghe, cfr. Kuo, D., Skeie, D., Vickery, J. e Youle, T., "Identifying Term Interbank Loans from Fedwire Payments Data", Staff Report, n. 603, Federal Reserve Bank of New York, marzo 2013. Per un'analisi limitata a singoli paesi, cfr.: Afonso, G., Kovner, A. e Schoar, A., "Stressed, Not Frozen: The Federal Funds Market in the Financial Crisis", *The Journal of Finance*, vol. 66, n. 4, agosto 2011 (Stati Uniti); Acharya, V. e Merrouche, O., "Precautionary Hoarding of Liquidity and Interbank Markets: Evidence from the Subprime Crisis", *Review of Finance*, di prossima pubblicazione (Regno Unito); Akram, F. e Christophersen, C., "Norwegian *Overnight* Interbank Interest Rates", *Computational Economics*, vol. 41, n. 1, gennaio 2013 (Norvegia); Guggenheim, B., Kraenzlin, S. e Schumacher, S., "Exploring an uncharted market: Evidence on the unsecured Swiss franc money market", Swiss National Bank Working Paper, n. 2011-5, Banca nazionale svizzera (Svizzera).

6) Il panel Eonia è composto dalle banche con il maggior volume di attività nei mercati monetari dell'area dell'euro (cfr. <http://www.euribor-ebf.eu>). Di composizione variabile nel tempo, consta al momento di 39 enti creditizi. Si noti come i volumi Eonia non riflettano necessariamente le operazioni regolate mediante riserve di banca centrale e come non esista di conseguenza una loro corrispondenza perfetta con i volumi Target2, neanche per le banche incluse nel panel.

Figura A Attività interbancaria in operazioni overnight non garantite: un confronto tra i dati Eonia e Target2

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: le statistiche non includono le operazioni tra banche appartenenti a uno stesso gruppo.

Figura B Attività interbancaria transfrontaliera in operazioni overnight non garantite

(in percentuale dell'attività interbancaria totale in operazioni overnight non garantite)



Fonte: BCE.

Nota: le statistiche non includono le operazioni tra banche appartenenti a uno stesso gruppo.

la crescente frammentazione del mercato monetario delle operazioni *overnight* non garantite nell'area dell'euro⁷⁾.

L'uso delle statistiche sui pagamenti per ricostruire le operazioni di prestito interbancario offre vantaggi significativi nonostante la natura indiretta del metodo. Le informazioni si basano su operazioni effettive, sono estremamente dettagliate e sono disponibili in tempo reale. Sviluppato inizialmente a fini di ricerca, questo metodo – quando viene associato a fonti di informazione più convenzionali (ad esempio, alle indagini o alle analisi del settore privato) – permette ai responsabili delle politiche di meglio comprendere gli andamenti del mercato monetario.

7) Per una valutazione degli andamenti nei mercati monetari dell'area dell'euro, cfr. Cœuré, B., "The importance of money markets", discorso, giugno 2012, disponibile sul sito Internet della BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).

3.2 I SALDI TARGET E IL RISCHIO FINANZIARIO

I saldi Target derivano dall'attuazione della politica monetaria dell'Eurosistema. Non rappresentano pertanto un rischio finanziario ulteriore rispetto a quello insito nelle operazioni condotte dall'Eurosistema, che viene mitigato dall'esistenza di un quadro di controllo dei rischi e in virtù del quale le operazioni di credito dell'Eurosistema forniscono liquidità solo alle controparti finanziariamente solide ed esclusivamente a fronte di adeguate garanzie. Misure di mitigazione del rischio specifiche per i saldi Target sarebbero superflue.

L'Eurosistema concede credito alle controparti solo a fronte di attività ammissibili come garanzia in modo da proteggere la banca centrale da perdite derivanti dalla possibile insolvenza di una controparte. In linea di principio, la lista delle garanzie ammissibili è uniforme in tutta l'area dell'euro

e include un ampio ventaglio di attività. Il valore delle garanzie presentate dalle controparti viene calcolato con frequenza giornaliera applicando degli scarti di garanzia (*haircut*) come tutela contro possibili perdite di liquidazione in caso di insolvenza di una controparte. Queste misure costituiscono importanti elementi del quadro dell'Eurosistema per il controllo del rischio.

Se una controparte si rende inadempiente rispetto a un'obbligazione derivante dalle operazioni di credito dell'Eurosistema, le garanzie sono escusse e vendute sul mercato per mitigare le perdite potenziali. In generale, se i previsti introiti connessi alle garanzie sono insufficienti a coprire l'obbligazione della controparte, al momento dell'inadempienza ciascuna BCN dell'area dell'euro iscrive un accantonamento pari alla sua quota sul totale della perdita prevista. Tale quota viene determinata in base alle quote di partecipazione al capitale della BCE al momento dell'inadempienza. Gli accantonamenti sono rivisti e rettificati dal Consiglio direttivo della BCE alla fine di ogni esercizio finanziario.

Un'eccezione alle prassi dell'Eurosistema in materia di condivisione dei rischi è costituita dal quadro per la fornitura di liquidità di emergenza (*Emergency Liquidity Assistance, ELA*)¹⁰⁾, offerto esclusivamente alle controparti solvibili e soggetto a una valutazione periodica approfondita da parte del Consiglio direttivo della BCE. Il rischio connesso all'ELA, che è comunque assistito da garanzie adeguate, è sostenuto esclusivamente dalla BCN che lo concede e non dall'insieme dell'Eurosistema. Inoltre, l'ELA è considerevolmente più costoso delle operazioni dell'Eurosistema e questo riduce l'incentivo per le controparti a ricorrervi e compensa le BCN che si assumono il rischio aggiuntivo. Per quanto concerne i saldi Target, il rifinanziamento offerto dall'ELA può essere utilizzato anche per compensare il calo della raccolta transfrontaliera e determina un aumento delle passività Target se viene utilizzato per rimborsare passività transfrontaliere in scadenza.

Per evitare alle banche solvibili vincoli di liquidità, con le connesse implicazioni per il finanziamento dell'economia dell'area dell'euro e per la stabilità dei prezzi, l'Eurosistema ha adottato una serie di misure volte ad accrescere la disponibilità delle garanzie. Tra queste figurano l'ammissibilità di una gamma più ampia di attività non negoziabili (crediti aggiuntivi¹¹⁾), l'abbassamento della soglia di *rating* e l'accettazione delle attività denominate in sterline britanniche, dollari statunitensi e yen giapponesi. Oltre a impegnarsi per ampliare la disponibilità di collaterale, l'Eurosistema tiene sotto osservazione e rivede regolarmente il proprio quadro per il controllo del rischio (per quanto attiene ad esempio ai criteri di idoneità, agli *haircut* e ai limiti applicabili) con l'obiettivo di mantenere l'esposizione al rischio su livelli appropriati.

L'esistenza di saldi attivi e passivi Target è normale, data la struttura decentrata dell'Eurosistema. Posizioni interne esistono anche tra le 12 *Reserve Bank* del *Federal Reserve System* statunitense (cfr. riquadro 2). I saldi Target, tuttavia, sono al momento elevati e questo riflette sia il ruolo di sostegno svolto dall'Eurosistema nei confronti del sistema bancario sia la sua funzione di intermediazione nei mercati monetari in risposta alle tensioni in atto nei mercati finanziari. Essi costituiscono pertanto – in una certa misura – un sostituto pubblico (grazie all'intervento della banca centrale) di quelle che sarebbero normalmente attività private tra banche commerciali, con le connesse implicazioni in termini di spostamento del rischio dal settore privato al bilancio dell'Eurosistema. La loro entità non pone comunque rischi aggiuntivi per l'Eurosistema o le BCN, data l'irreversibilità

10) Il 31 dicembre 2012 la voce di bilancio "Altri crediti denominati in euro verso enti creditizi dell'area dell'euro" (che include l'ELA) corrispondeva al 13 per cento della liquidità fornita dall'Eurosistema come definita dall'aggregato descritto nella figura 3.

11) Le decisioni sulle misure di controllo dei rischi applicate ai crediti aggiuntivi sono prese dalle BCN che li ammettono come garanzia e che si assumono altresì il rischio connesso all'accettazione di dette garanzie.

dell'euro e l'integrità dell'Eurosistema. Qualunque misura volta a contenere le dimensioni dei saldi Target comporterebbe l'introduzione di obiettivi di politica monetaria dell'Eurosistema aggiuntivi rispetto a quello primario della stabilità dei prezzi.

Come illustrato, l'esistenza di squilibri nei saldi Target è di fatto strettamente connessa all'adozione di misure non convenzionali (aste a tasso fisso, piena aggiudicazione degli importi richiesti, estensione del sistema di garanzie, operazioni di rifinanziamento a lungo termine) da parte dell'Eurosistema. Di conseguenza, poiché tali misure sono per definizione temporanee, è prevedibile che gli squilibri dei saldi Target scendano su livelli più coerenti con i valori storici al normalizzarsi delle condizioni nei mercati finanziari.

Le figure 3 e 4 mostrano un netto calo dei saldi attivi e passivi Target dopo l'estate del 2012. Ciò rappresenta un'inversione rispetto alla crescita osservata nei mesi precedenti. In un contesto in cui i timori per la reversibilità dell'euro avevano acuito le tensioni dal lato della provvista bancaria e intensificato la fuga di capitali da paesi quali la Spagna e l'Italia. Dichiarando, il 26 luglio 2012, che la BCE era pronta nell'ambito del suo mandato a fare tutto il necessario per preservare l'euro (*"within its mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro"*), il Presidente della BCE ha mostrato l'impegno di quest'ultima a evitare il concretizzarsi dei timori. La successiva decisione del Consiglio direttivo della BCE di introdurre le operazioni definitive monetarie come "meccanismo di sostegno del tutto efficace per scongiurare scenari nefasti", con modalità annunciate il 6 settembre 2012, è stata seguita da un ritorno degli afflussi di capitali nei paesi sottoposti a tensioni e un conseguente calo dei saldi Target. Anche i rimborsi anticipati nel quadro delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a tre anni da gennaio 2013 hanno contribuito a far scendere la liquidità offerta dall'Eurosistema alle banche dell'area dell'euro e a ridurre in misura corrispondente i saldi Target.

Riquadro 2

LE POSIZIONI INTERNE TRA LE RESERVE BANK DEL FEDERAL RESERVE SYSTEM STATUNITENSE

Il Federal Reserve System statunitense, come l'Eurosistema, ha una struttura decentrata. Le posizioni interdistrettuali delle 12 Reserve Bank, relativamente contenute e stabili in passato, sono aumentate nel corso della crisi finanziaria (cfr. la figura). Queste posizioni positive o negative, denominate "conti di regolamento interdistrettuali", possono essere considerate analoghe ai saldi intra-Eurosistema nell'area dell'euro. Durante la crisi, anche il Federal Reserve System ha accumulato saldi considerevoli come conseguenza di flussi di pagamenti non bilanciati tra le banche nei vari distretti degli Stati Uniti.

La Federal Reserve ha parimenti accresciuto l'offerta di liquidità di banca centrale durante la crisi, soprattutto attraverso gli acquisti di attività effettuati dalla Reserve Bank di New York per conto dell'intero sistema. Ciò ha prodotto risultati analoghi a quelli osservati nell'ambito dell'Eurosistema, nonostante le differenze rispetto all'offerta di liquidità di quest'ultimo (che si realizza essenzialmente attraverso operazioni di prestito), e ha determinato la formazione di interne voci di bilancio tra le diverse Reserve Bank. La liquidità immessa dalla banca centrale affluisce nei conti bancari detenuti presso le varie Reserve Bank dai venditori delle attività. Pertanto, come nell'area dell'euro, i saldi tra banche del Federal Reserve System sono dati dalla differenza tra i flussi di pagamenti tra distretti diversi e dalla distribuzione della liquidità fornita

ta dalla banca centrale nei vari distretti degli Stati Uniti.

A differenza di quanto avviene nell'Eurosistema, nel Federal Reserve System i saldi sono regolati con cadenza annuale a fronte delle attività detenute dal sistema nel suo insieme. Ciò vuol dire che, una volta l'anno, detti saldi tornano su posizioni più neutre ¹⁾. Come conseguenza di questo processo, le Reserve Bank con saldi negativi ricevono una quota inferiore di attività e quindi di profitti rispetto a quelle aventi un saldo positivo.

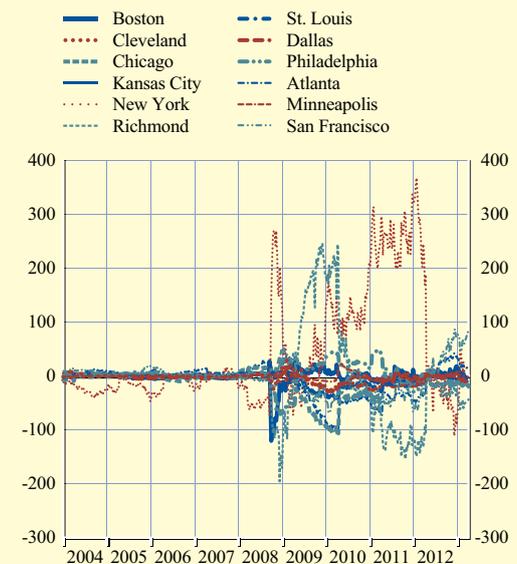
Questo processo di regolamento non presenta tuttavia alcuna conseguenza pratica per le singole Reserve Bank o per i flussi di pagamenti fra distretti diversi. Costituisce piuttosto un esercizio contabile all'interno di un'area politicamente integrata. I distretti non corrispondono ad alcuna entità politica negli Stati Uniti (i loro confini non coincidono nemmeno con quelli tra gli Stati) e gli utili netti delle Reserve Bank affluiscono in ultima istanza al governo federale.

Nell'area dell'euro non sarebbe possibile regolare i saldi Target a fronte di attività, poiché le BCN non dispongono di un pool adeguato di attività omogenee. Se l'applicazione di tale requisito disincentivasse i deflussi per pagamenti transfrontalieri o l'accesso alle operazioni dell'Eurosistema presso determinate BCN, ne conseguirebbe una rinazionalizzazione della politica monetaria, che è incompatibile con un'area monetaria integrata ²⁾.

- 1) Essi non vengono azzerati poiché ai fini del regolamento si considerano le posizioni medie dei 12 mesi precedenti.
 2) Cour-Thimann, P., "TARGET balances and the crisis in the euro area", CESifo forum 14, edizione speciale, aprile 2013.

Conti di regolamento interdistrettuali del Federal Reserve System statunitense

(miliardi di dollari statunitensi)



Fonte: *Archival Federal Reserve Economic Data*.
 Note: l'ultima osservazione risale al 24 febbraio 2013. La somma dei saldi è pari a zero.

4 CONCLUSIONI

Saldi Target elevati costituiscono una manifestazione di tensioni all'interno dell'UEM, in termini di accesso delle banche ai mercati della provvista nell'area dell'euro. Essi riflettono al tempo stesso il maggior ruolo di intermediazione svolto dall'Eurosistema nel finanziamento bancario, risultante dalle decisioni adottate dal Consiglio direttivo della BCE durante la crisi per preservare la stabilità dei prezzi a medio termine nell'area.

L'accumulo di detti saldi va ricondotto alle misure adottate dall'Eurosistema per riparare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria al fine di garantire la stabilità dei prezzi. La maggiore offerta di liquidità da parte dell'Eurosistema ha evitato una riduzione disordinata della leva finanziaria delle banche nell'area dell'euro, nonostante l'arresto dei flussi finanziari privati e ha permesso alle banche solvibili situate nei paesi colpiti dalla crisi di restare liquide.

La possibilità che si creino voci di bilancio attive e passive tra banche centrali è alla base del funzionamento di un'unione monetaria. Contrastare la formazione di saldi Target equivarrebbe a imporre alla politica monetaria obiettivi diversi dalla stabilità dei prezzi e a scoraggiare certi flussi transfrontalieri di capitali e l'accesso alle operazioni dell'Eurosistema da parte di alcune BCN, il che sarebbe in contrasto con una politica monetaria unica per un'area integrata.

In un'unione monetaria coesa, i saldi Target non pongono rischi finanziari ulteriori rispetto a quelli insiti nelle operazioni dell'Eurosistema. Per ottenere una riduzione stabile del ricorso dei sistemi bancari alla liquidità fornita dalla banca centrale, e quindi un ridimensionamento dei saldi Target, occorre affrontare le radici della crisi. Ciò vuol dire: migliorare le politiche economiche e di bilancio, specialmente nei paesi sottoposti a tensioni; ripristinare la fiducia nei sistemi bancari e superare la segmentazione del mercato finanziario nell'area dell'euro; rafforzare i fondamenti istituzionali dell'UEM. In particolare, un quadro integrato per la vigilanza bancaria e la risoluzione delle crisi bancarie a livello dell'area dell'euro contribuirebbe a recidere il legame avverso tra Stati e banche e a superare la segmentazione del mercato lungo i confini nazionali.

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO



INDICE ¹⁾

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

S5

I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1	Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema	S6
1.2	Tassi di interesse di riferimento della BCE	S7
1.3	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante procedura d'asta	S8
1.4	Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità	S9

2 MONETA, BANCHE E ALTRE SOCIETÀ FINANZIARIE

2.1	Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro	S10
2.2	Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro	S11
2.3	Statistiche monetarie	S12
2.4	Scomposizione dei prestiti delle IFM	S15
2.5	Scomposizione dei depositi presso le IFM	S17
2.6	Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM	S20
2.7	Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM	S21
2.8	Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro	S22
2.9	Titoli di debito detenuti dai fondi di investimento, suddivisi per emittente	S23
2.10	Bilancio aggregato delle società veicolo finanziarie dell'area dell'euro	S24
2.11	Bilancio aggregato delle società di assicurazione e dei fondi pensione dell'area dell'euro	S25

3 CONTI DELL'AREA DELL'EURO

3.1	Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale	S26
3.2	Conti non finanziari dell'area dell'euro	S30
3.3	Famiglie	S32
3.4	Società non finanziarie	S33
3.5	Società di assicurazione e fondi pensione	S34

4 MERCATI FINANZIARI

4.1	Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione	S35
4.2	Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento	S36
4.3	Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro	S38
4.4	Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
4.5	Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro	S42
4.6	Tassi di interesse del mercato monetario	S44
4.7	Curve dei rendimenti dell'area dell'euro	S45
4.8	Indici del mercato azionario	S46

5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1	IAPC, altri prezzi e costi	S47
5.2	Produzione e domanda	S50
5.3	Mercato del lavoro	S54

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

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

Segni convenzionali nelle tavole

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



TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Andamenti monetari e tassi di interesse¹⁾

	M1 ²⁾	M2 ²⁾	M3 ^{2,3)}	M3 ^{2,3)} media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche ²⁾	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM ²⁾	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor; valori percentuali in ragione d'anno; valori medi)	Tassi a pronti a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno; fine periodo) ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8
2011	2,1	2,3	1,5	-	2,2	0,6	1,39	2,65
2012	4,1	3,1	2,9	-	-0,2	1,2	0,58	1,72
2012 2° trim.	2,9	2,7	2,7	-	-0,1	2,6	0,69	2,32
3° trim.	4,7	3,2	3,0	-	-0,6	0,9	0,36	1,94
4° trim.	6,3	4,2	3,6	-	-0,8	0,9	0,20	1,72
2013 1° trim.	6,8	4,3	3,2	-	-0,8	.	0,21	1,76
2012 nov.	6,5	4,4	3,7	3,7	-0,8	0,6	0,19	1,80
dic.	6,5	4,5	3,5	3,6	-0,7	2,6	0,19	1,72
2013 gen.	6,6	4,4	3,5	3,4	-0,9	2,0	0,20	2,02
feb.	7,0	4,3	3,1	3,0	-0,8	1,7	0,22	1,88
mar.	7,1	4,2	2,6	.	-0,8	.	0,21	1,76
apr.	.	.	.	.	.	.	0,21	1,55

2. Prezzi, produzione, domanda e mercato del lavoro⁵⁾

	IAPC ¹⁾	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
2011	2,7	5,8	2,2	1,4	3,2	80,6	0,3	10,2
2012	2,5	2,9	1,6	-0,6	-2,4	78,5	-0,6	11,4
2012 3° trim.	2,5	2,6	1,8	-0,7	-2,2	77,6	-0,6	11,5
4° trim.	2,3	2,4	1,3	-0,9	-3,1	77,3	-0,7	11,8
2013 1° trim.	1,9	.	.	.	.	77,5	.	12,0
2012 nov.	2,2	2,3	-	-	-4,0	-	-	11,8
dic.	2,2	2,2	-	-	-2,0	-	-	11,8
2013 gen.	2,0	1,7	-	-	-2,4	77,5	-	12,0
feb.	1,8	1,3	-	-	-3,1	-	-	12,0
mar.	1,7	.	-	-	.	-	-	12,1
apr.	1,2	.	-	-	.	77,5	-	.

3. Statistiche sull'estero

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)			Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Posizione patrimoniale netta sull'estero (in percentuale del PIL)	Debito estero lordo (in percentuale del PIL)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-20 ⁶⁾ (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti e di portafoglio				Nominale	Reale (IPC)	
2011	26,0	6,8	133,9	667,1	-13,9	121,3	103,4	100,7	1,3920
2012	131,1	100,6	7,4	689,4	-7,5	123,8	97,8	95,5	1,2848
2012 2° trim.	19,8	25,7	81,5	701,5	-12,4	124,4	98,2	95,9	1,2814
3° trim.	44,9	30,3	-19,7	733,8	-11,9	126,0	95,9	93,7	1,2502
4° trim.	66,1	37,9	26,0	689,4	-12,0	123,8	97,8	95,5	1,2967
2013 1° trim.	.	.	.	687,9	.	.	100,7	98,2	1,3206
2012 nov.	22,6	15,1	44,7	718,2	-	-	97,2	94,9	1,2828
dic.	28,3	12,2	-48,1	689,4	-	-	98,7	96,2	1,3119
2013 gen.	-4,9	-2,7	20,8	675,3	-	-	100,4	98,0	1,3288
feb.	13,7	12,0	-10,6	671,8	-	-	101,6	99,0	1,3359
mar.	.	.	.	687,9	-	-	100,2	97,7	1,2964
apr.	.	.	.	.	-	-	100,4	98,0	1,3026

Fonti: BCE, Commissione europea (Eurostat e DG Affari economici e finanziari) e Thomson Reuters.

Nota: per ulteriori informazioni sui dati utilizzati, cfr. le rispettive tavole successive della presente sezione.

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

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

3) M3 e le sue componenti non comprendono le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e le obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute da non residenti nell'area dell'euro.

4) Basati sulle curve dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro con rating AAA. Cfr. la sezione 4.7 per i dettagli.

5) I dati si riferiscono agli Euro 17, salvo diversa indicazione.

6) Per una definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali.



STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

I.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

1. Attività

	29 marzo 2013	5 aprile 2013	12 aprile 2013	19 aprile 2013	26 aprile 2013
Oro e crediti in oro	435.316	435.316	435.317	435.317	435.316
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	254.369	254.649	254.638	253.657	253.124
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	31.563	34.312	34.512	34.864	35.630
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	22.101	21.799	22.157	21.216	21.650
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	903.619	896.763	884.212	869.916	852.233
Operazioni di rifinanziamento principali	123.239	124.876	119.347	116.368	110.407
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	778.872	771.867	764.290	753.497	741.820
Operazioni temporanee di <i>fine tuning</i>	0	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	1.507	19	575	51	5
Crediti connessi a scarti di garanzia	0	0	0	0	0
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	88.538	90.059	93.264	97.728	107.304
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	618.064	618.953	617.971	613.129	611.575
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	269.340	269.340	269.022	265.590	265.590
Altri titoli	348.724	349.613	348.949	347.539	345.985
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	29.894	29.894	29.894	29.894	29.894
Altre attività	264.663	265.354	262.490	261.542	264.526
Attività totali	2.648.126	2.647.097	2.634.454	2.617.263	2.611.252

2. Passività

	29 marzo 2013	5 aprile 2013	12 aprile 2013	19 aprile 2013	26 aprile 2013
Banconote in circolazione	896.357	895.207	894.494	894.121	896.964
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	669.859	677.435	669.067	641.570	628.149
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	319.275	336.912	343.051	329.801	315.952
Depositi <i>overnight</i>	144.648	134.902	119.906	105.590	109.662
Depositi a tempo determinato	205.500	205.500	206.000	206.000	202.500
Operazioni temporanee di <i>fine tuning</i>	0	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	437	120	110	179	35
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	6.532	6.332	6.061	5.801	6.080
Certificati di debito	0	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	120.596	110.740	110.206	120.665	116.508
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	157.652	158.748	155.010	153.854	162.956
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	4.082	4.542	6.533	5.598	5.444
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	5.270	6.990	6.197	6.494	5.492
Contropartite dei DSP dell'FMI	55.145	55.145	55.145	55.145	55.145
Altre passività	237.078	236.404	236.192	238.464	238.963
Rivalutazioni	406.639	406.639	406.635	406.635	406.635
Capitale e riserve	88.917	88.917	88.917	88.917	88.917
Passività totali	2.648.126	2.647.097	2.634.454	2.617.263	2.611.252

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

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

	Con effetto dal ¹⁾	Depositi <i>overnight</i> presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento principali			Operazioni di rifinanziamento marginale	
				Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile		Livello 6	Variazione 7
		Tasso fisso	Tasso minimo di offerta					
		Livello 1	Variazione 2	Livello 3	Livello 4	Variazione 5		
1999	1 gen.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
	4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
	22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
	9 apr.	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
	5 nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000	4 feb.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
	17 mar.	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
	28 apr.	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
	9 giu.	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
	28 ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
	1 set.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
	6 ott.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001	11 mag.	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
	31 ago.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
	18 set.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
	9 nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002	6 dic.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003	7 mar.	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
	6 giu.	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005	6 dic.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006	8 mar.	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
	15 giu.	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
	9 ago.	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
	11 ott.	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
	13 dic.	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007	14 mar.	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
	13 giu.	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008	9 lug.	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
	8 ott.	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
	9 ⁴⁾	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
	15 ⁵⁾	3,25	...	3,75	-	-0,50	4,25	...
	12 nov.	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50
	10 dic.	2,00	-0,75	2,50	-	-0,75	3,00	-0,75
2009	21 gen.	1,00	-1,00	2,00	-	-0,50	3,00	...
	11 mar.	0,50	-0,50	1,50	-	-0,50	2,50	-0,50
	8 apr.	0,25	-0,25	1,25	-	-0,25	2,25	-0,25
	13 mag.	0,25	...	1,00	-	-0,25	1,75	-0,50
2011	13 apr.	0,50	0,25	1,25	-	0,25	2,00	0,25
	13 lug.	0,75	0,25	1,50	-	0,25	2,25	0,25
	9 nov.	0,50	-0,25	1,25	-	-0,25	2,00	-0,25
	14 dic.	0,25	-0,25	1,00	-	-0,25	1,75	-0,25
2012	11 lug.	0,00	-0,25	0,75	-	-0,25	1,50	-0,25
2013	8 mag.	0,00	...	0,50	-	-0,25	1,00	-0,50

Fonte: BCE.

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

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

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)
				Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile			
	1	2	3	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	8
Operazioni di rifinanziamento principali								
2013 23 gen.	125.302	71	125.302	0,75	-	-	-	7
30	124.149	74	124.149	0,75	-	-	-	7
6 feb.	129.308	73	129.308	0,75	-	-	-	7
13	128.680	73	128.680	0,75	-	-	-	7
20	132.172	75	132.172	0,75	-	-	-	7
27	131.116	79	131.116	0,75	-	-	-	7
6 mar.	129.804	80	129.804	0,75	-	-	-	7
13	127.305	78	127.305	0,75	-	-	-	7
20	119.375	76	119.375	0,75	-	-	-	7
27	123.239	75	123.239	0,75	-	-	-	7
3 apr.	124.876	74	124.876	0,75	-	-	-	7
10	119.347	70	119.347	0,75	-	-	-	7
17	116.368	70	116.368	0,75	-	-	-	7
24	110.407	71	110.407	0,75	-	-	-	8
2 mag.	105.011	70	105.011	0,75	-	-	-	6
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine ⁵⁾								
2012 14 nov.	15.926	30	15.926	0,75	-	-	-	28
29	7.371	37	7.371	0,75	-	-	-	91
12 dic.	15.296	26	15.296	0,75	-	-	-	35
20	14.962	50	14.962	0,75	-	-	-	98
2013 16 gen.	10.455	19	10.455	0,75	-	-	-	28
31	3.713	46	3.713	0,75	-	-	-	84
13 feb.	7.759	16	7.759	0,75	-	-	-	28
28 ⁶⁾	8.328	36	8.328	-	-	-	-	91
13 mar.	4.208	19	4.208	0,75	-	-	-	28
28 ⁶⁾	9.113	46	9.113	-	-	-	-	91
10 apr.	5.159	17	5.159	0,75	-	-	-	28
25 ⁶⁾	2.977	40	2.977	-	-	-	-	98

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile					Durata della operazione (giorni)
					Aste a tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso massimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2013 23 gen.	Raccolta di depositi a tempo determinato	298.933	60	208.500	-	-	0,75	0,01	0,01	7
30	Raccolta di depositi a tempo determinato	284.235	66	208.500	-	-	0,75	0,20	0,04	7
6 feb.	Raccolta di depositi a tempo determinato	335.198	91	205.500	-	-	0,75	0,10	0,04	7
13	Raccolta di depositi a tempo determinato	349.536	93	205.500	-	-	0,75	0,06	0,04	7
20	Raccolta di depositi a tempo determinato	349.191	90	205.500	-	-	0,75	0,04	0,03	7
27	Raccolta di depositi a tempo determinato	311.971	89	205.500	-	-	0,75	0,04	0,03	7
6 mar.	Raccolta di depositi a tempo determinato	301.604	91	205.500	-	-	0,75	0,04	0,03	7
13	Raccolta di depositi a tempo determinato	286.410	78	205.500	-	-	0,75	0,04	0,03	7
20	Raccolta di depositi a tempo determinato	272.719	72	205.500	-	-	0,75	0,04	0,03	7
27	Raccolta di depositi a tempo determinato	225.224	64	205.500	-	-	0,75	0,24	0,06	7
3 apr.	Raccolta di depositi a tempo determinato	270.436	72	205.500	-	-	0,75	0,07	0,04	7
10	Raccolta di depositi a tempo determinato	287.542	91	206.000	-	-	0,75	0,06	0,04	7
17	Raccolta di depositi a tempo determinato	264.416	82	206.000	-	-	0,75	0,05	0,04	7
24	Raccolta di depositi a tempo determinato	253.820	77	202.500	-	-	0,75	0,14	0,05	8
2 mag.	Raccolta di depositi a tempo determinato	255.806	79	202.500	-	-	0,75	0,10	0,05	6

Fonte: BCE.

- 1) Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della sezione 1.1 per effetto di operazioni aggiudicate ma non regolate.
- 2) Con effetto a partire da aprile 2002, le operazioni di *split tender*, ovvero quelle operazioni aventi scadenza a una settimana ed effettuate mediante procedure d'asta standard parallelamente a una operazione di rifinanziamento principale, vengono classificate come operazioni di rifinanziamento principale.
- 3) L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti. L'8 ottobre 2008 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali sarebbero state condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Il 4 marzo 2010 la BCE ha deciso di tornare a utilizzare la procedura d'asta a tasso variabile nelle operazioni regolari di finanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi a partire dall'operazione aggiudicata il 28 aprile 2010 e regolata il giorno successivo.
- 4) Nelle operazioni di creazione (assorbimento) di liquidità, il tasso marginale si riferisce al tasso più basso (più alto) al quale le richieste sono state accettate.
- 5) Per le operazioni regolate il 22 dicembre 2011 e il 1° marzo 2012, a distanza di un anno le controparti hanno l'opzione di rimborsare una quota qualsiasi della liquidità loro assegnata nell'operazione, purchè ciò avvenga nel giorno di regolamento di una operazione di rifinanziamento principale.
- 6) In questa operazione di rifinanziamento a più lungo termine, il tasso al quale tutte le offerte sono state accolte è stato indicizzato alla media del tasso minimo d'offerta nelle operazioni di rifinanziamento principali condotte durante il periodo coperto dall'operazione. I tassi di interesse di queste operazioni di rifinanziamento a più lungo termine indicizzate sono stati arrotondati a due cifre decimali. Cfr. le Note tecniche per i dettagli sul metodo di calcolo.

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

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

1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva

Aggregato soggetto a riserva nel periodo: (fine periodo)	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva positivo ¹⁾			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	
2009	18.318,2	9.808,5	760,4	2.475,7	1.170,1	4.103,5	
2010	18.948,1	9.962,6	644,3	2.683,3	1.335,4	4.322,5	
2011	18.970,0	9.790,9	687,7	2.781,2	1.303,5	4.406,8	
2012	18.564,7	9.971,7	637,5	2.583,9	1.163,1	4.208,4	
2012 ott.	18.807,8	9.973,0	675,6	2.607,6	1.304,6	4.247,0	
nov.	18.752,3	9.923,7	667,7	2.603,1	1.315,7	4.242,1	
dic.	18.564,7	9.971,7	637,5	2.583,9	1.163,1	4.208,4	
2013 gen.	18.558,8	9.900,6	636,4	2.569,8	1.259,2	4.192,8	
feb.	18.651,2	9.899,4	635,6	2.562,2	1.368,4	4.185,6	

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
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
2012	106,4	509,9	403,5	0,0	0,75
2012 11 dic.	106,4	509,9	403,5	0,0	0,75
2013 15 gen.	106,0	489,0	383,0	0,0	0,75
12 feb.	105,4	466,3	360,8	0,0	0,75
12 mar.	105,6	403,0	297,3	0,0	0,75
9 apr.	104,9	346,0	241,1	0,0	0,75
7 mag.	104,9				

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					Banconote in circolazione	Conti delle amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)				
	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 ²⁾				Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità ³⁾		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2009	407,6	55,8	593,4	0,7	24,6	65,7	9,9	775,2	150,1	-130,2	211,4	1.052,3
2010	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1.073,1
2011	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	708,0	74,0	1.044,1	1,6	277,3	231,8	208,5	889,3	121,1	144,5	509,9	1.631,0
2012 13 nov.	708,5	84,4	1.053,8	1,0	278,9	256,1	209,3	890,0	95,7	146,4	529,2	1.675,3
11 dic.	708,0	74,0	1.044,1	1,6	277,3	231,8	208,5	889,3	121,1	144,5	509,9	1.631,0
2013 15 gen.	683,9	78,2	1.036,8	3,7	276,8	238,4	206,6	903,5	100,1	141,7	489,0	1.630,9
12 feb.	656,5	127,5	960,3	0,3	273,4	184,3	207,8	883,5	90,8	185,5	466,3	1.534,1
12 mar.	655,7	130,5	843,2	0,9	269,9	145,3	205,5	880,5	78,8	187,1	403,0	1.428,8
9 apr.	656,8	123,7	782,9	0,5	269,1	133,8	205,5	889,2	89,7	168,7	346,0	1.369,1

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 ¹⁾

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività ³⁾
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2011	4.700,3	2.780,5	18,0	1,0	2.761,5	717,2	556,9	10,1	150,2	-	20,3	779,2	8,1	395,0
2012	5.287,4	3.351,2	16,9	1,0	3.333,3	723,1	568,3	10,5	144,3	-	23,4	799,9	8,3	381,6
2012 4° trim.	5.287,4	3.351,2	16,9	1,0	3.333,3	723,1	568,3	10,5	144,3	-	23,4	799,9	8,3	381,6
2013 1° trim. ^(p)	4.675,5	2.727,1	16,9	1,2	2.709,0	747,5	590,6	24,6	132,4	-	23,9	792,1	8,2	376,7
2012 dic.	5.287,4	3.351,2	16,9	1,0	3.333,3	723,1	568,3	10,5	144,3	-	23,4	799,9	8,3	381,6
2013 gen.	4.930,1	3.015,3	16,9	1,0	2.997,4	719,9	567,9	11,2	140,8	-	23,6	784,4	8,1	378,8
feb.	4.821,0	2.886,9	16,9	1,0	2.869,0	732,6	589,0	12,1	131,5	-	23,7	784,5	8,1	385,2
mar. ^(p)	4.675,5	2.727,1	16,9	1,2	2.709,0	747,5	590,6	24,6	132,4	-	23,9	792,1	8,2	376,7
IFM escluso l'Eurosistema														
2011	33.540,3	18.483,3	1.159,6	11.162,9	6.160,7	4.765,3	1.395,9	1.517,5	1.852,0	50,2	1.211,8	4.253,3	232,3	4.544,2
2012	32.698,9	17.992,6	1.153,0	11.043,2	5.796,4	4.906,6	1.628,9	1.423,1	1.854,6	66,9	1.227,8	4.045,2	214,6	4.245,3
2012 4° trim.	32.698,9	17.992,6	1.153,0	11.043,2	5.796,4	4.906,6	1.628,9	1.423,1	1.854,6	66,9	1.227,8	4.045,2	214,6	4.245,3
2013 1° trim. ^(p)	32.771,2	17.790,7	1.123,9	11.044,6	5.622,2	4.939,7	1.705,7	1.406,4	1.827,7	64,0	1.234,1	4.052,5	210,0	4.480,1
2012 dic.	32.698,9	17.992,6	1.153,0	11.043,2	5.796,4	4.906,6	1.628,9	1.423,1	1.854,6	66,9	1.227,8	4.045,2	214,6	4.245,3
2013 gen.	32.772,3	17.910,3	1.156,9	11.045,2	5.708,2	4.937,7	1.656,8	1.404,6	1.876,2	60,3	1.244,7	4.014,8	214,0	4.390,6
feb.	32.820,0	17.852,8	1.118,7	11.036,7	5.697,4	4.938,3	1.674,3	1.406,4	1.857,5	63,4	1.229,5	4.040,7	211,6	4.483,7
mar. ^(p)	32.771,2	17.790,7	1.123,9	11.044,6	5.622,2	4.939,7	1.705,7	1.406,4	1.827,7	64,0	1.234,1	4.052,5	210,0	4.480,1

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ⁴⁾	Obbligazioni ⁵⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività ³⁾
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2011	4.700,3	913,7	2.609,0	63,8	12,1	2.533,1	-	0,0	481,2	284,3	412,1
2012	5.287,4	938,2	3.062,2	81,4	64,5	2.916,4	-	0,0	535,9	298,7	452,4
2012 4° trim.	5.287,4	938,2	3.062,2	81,4	64,5	2.916,4	-	0,0	535,9	298,7	452,4
2013 1° trim. ^(p)	4.675,5	921,9	2.500,3	93,4	38,0	2.368,9	-	0,0	539,6	268,2	445,4
2012 dic.	5.287,4	938,2	3.062,2	81,4	64,5	2.916,4	-	0,0	535,9	298,7	452,4
2013 gen.	4.930,1	908,0	2.775,8	103,3	55,5	2.617,0	-	0,0	524,2	277,7	444,5
feb.	4.821,0	905,4	2.684,6	82,7	53,8	2.548,1	-	0,0	518,7	270,1	442,3
mar. ^(p)	4.675,5	921,9	2.500,3	93,4	38,0	2.368,9	-	0,0	539,6	268,2	445,4
IFM escluso l'Eurosistema											
2011	33.540,3	-	17.318,5	195,5	10.752,3	6.370,7	570,6	5.008,2	2.231,1	3.803,4	4.608,5
2012	32.698,9	-	17.202,7	171,7	10.869,2	6.161,9	522,9	4.854,9	2.348,6	3.498,5	4.271,3
2012 4° trim.	32.698,9	-	17.202,7	171,7	10.869,2	6.161,9	522,9	4.854,9	2.348,6	3.498,5	4.271,3
2013 1° trim. ^(p)	32.771,2	-	17.124,4	209,0	11.016,5	5.898,9	522,8	4.737,3	2.348,0	3.531,3	4.507,4
2012 dic.	32.698,9	-	17.202,7	171,7	10.869,2	6.161,9	522,9	4.854,9	2.348,6	3.498,5	4.271,3
2013 gen.	32.772,3	-	17.102,0	181,8	10.870,1	6.050,0	518,7	4.827,6	2.353,2	3.493,1	4.477,8
feb.	32.820,0	-	17.095,5	208,9	10.908,5	5.978,2	528,1	4.798,9	2.337,8	3.529,3	4.530,5
mar. ^(p)	32.771,2	-	17.124,4	209,0	11.016,5	5.898,9	522,8	4.737,3	2.348,0	3.531,3	4.507,4

Fonte: BCE.

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

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro ¹⁾

(miliardi di euro; dati di fine periodo per le consistenze; transazioni nel periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività ²⁾
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2011	26.717,5	12.341,5	1.177,6	11.163,9	3.480,3	1.952,8	1.527,6	739,7	5.032,5	240,4	4.883,0
2012	26.245,5	12.214,1	1.169,9	11.044,2	3.630,8	2.197,2	1.433,6	767,1	4.845,1	222,9	4.565,5
2012 4° trim.	26.245,5	12.214,1	1.169,9	11.044,2	3.630,8	2.197,2	1.433,6	767,1	4.845,1	222,9	4.565,5
2013 1° trim. ^(p)	26.563,7	12.186,6	1.140,8	11.045,7	3.727,2	2.296,2	1.430,9	784,7	4.844,6	218,2	4.802,4
2012 dic.	26.245,5	12.214,1	1.169,9	11.044,2	3.630,8	2.197,2	1.433,6	767,1	4.845,1	222,9	4.565,5
2013 gen.	26.381,2	12.220,0	1.173,8	11.046,2	3.640,5	2.224,7	1.415,9	781,0	4.799,2	222,0	4.718,4
feb.	26.495,1	12.173,2	1.135,6	11.037,7	3.681,9	2.263,3	1.418,5	775,9	4.825,2	219,7	4.819,3
mar. ^(p)	26.563,7	12.186,6	1.140,8	11.045,7	3.727,2	2.296,2	1.430,9	784,7	4.844,6	218,2	4.802,4
Transazioni											
2011	992,9	60,3	-55,6	115,8	127,6	151,8	-24,2	-29,9	-37,3	7,8	864,3
2012	79,5	-40,1	-5,1	-35,0	112,4	182,8	-70,5	39,6	-150,7	-14,0	132,3
2012 4° trim.	-408,3	-101,2	-10,1	-91,1	23,3	-22,0	45,3	15,9	-94,0	-4,1	-248,2
2013 1° trim. ^(p)	-70,6	-7,0	-29,5	22,5	99,0	101,1	-2,1	17,9	10,9	-3,5	-188,0
2012 dic.	-361,7	-90,0	-15,2	-74,8	12,5	-50,8	63,3	7,3	-90,8	-5,5	-195,2
2013 gen.	-158,8	24,5	4,1	20,4	10,0	26,3	-16,2	14,1	59,8	-0,8	-266,4
feb.	86,5	-43,2	-38,8	-4,4	47,6	45,4	2,2	-5,2	-8,6	-1,2	97,2
mar. ^(p)	1,7	11,7	5,2	6,5	41,4	29,5	11,9	9,1	-40,2	-1,5	-18,8

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle amministrazioni centrali	Depositi di altre amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ³⁾	Obbligazioni ⁴⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività ²⁾	Eccesso di passività tra IFM rispetto alle attività
Consistenze										
2011	26.717,5	857,5	259,3	10.764,5	520,4	3.006,1	2.219,9	4.087,7	5.020,6	-18,5
2012	26.245,5	876,8	253,0	10.933,7	456,0	2.856,1	2.400,5	3.797,2	4.723,8	-51,5
2012 4° trim.	26.245,5	876,8	253,0	10.933,7	456,0	2.856,1	2.400,5	3.797,2	4.723,8	-51,5
2013 1° trim. ^(p)	26.563,7	867,5	302,3	11.054,5	458,7	2.777,2	2.414,4	3.799,5	4.952,8	-63,4
2012 dic.	26.245,5	876,8	253,0	10.933,7	456,0	2.856,1	2.400,5	3.797,2	4.723,8	-51,5
2013 gen.	26.381,2	857,0	285,1	10.925,6	458,4	2.810,6	2.390,1	3.770,7	4.922,3	-38,6
feb.	26.495,1	855,8	291,6	10.962,3	464,7	2.809,8	2.379,1	3.799,4	4.972,7	-40,2
mar. ^(p)	26.563,7	867,5	302,3	11.054,5	458,7	2.777,2	2.414,4	3.799,5	4.952,8	-63,4
Transazioni										
2011	992,9	49,1	-0,8	168,0	-29,0	49,9	141,6	-200,0	860,7	-46,6
2012	79,5	19,4	-4,2	184,8	-20,1	-124,4	165,0	-253,5	136,6	-24,2
2012 4° trim.	-408,3	10,1	-43,8	93,6	-22,1	-63,6	53,8	-215,5	-233,6	12,6
2013 1° trim. ^(p)	-70,6	-9,3	50,3	113,5	7,8	-69,4	33,0	-16,6	-170,4	-9,5
2012 dic.	-361,7	12,7	-60,6	31,6	-26,6	-25,0	45,8	-125,6	-236,0	21,9
2013 gen.	-158,8	-19,8	33,9	-0,3	7,3	-14,0	4,6	30,5	-218,4	17,4
feb.	86,5	-1,2	5,6	28,6	6,3	-15,6	10,4	-8,3	64,2	-3,5
mar. ^(p)	1,7	11,7	10,8	85,2	-5,9	-39,8	18,0	-38,8	-16,1	-23,4

Fonte: BCE.

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

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

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

1. Aggregati monetari ²⁾ e loro contropartite

	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 ³⁾			Attività nette sull'estero ⁴⁾	
	M1	M2-M1	M2	M3-M2	M3				Prestiti	Prestiti corretti per vendite e cartolarizzazioni ⁵⁾	Prestiti		Prestiti corretti per vendite e cartolarizzazioni ⁵⁾
Consistenze													
2011	4.799,5	3.806,7	8.606,2	894,0	9.500,2	-	7.679,6	3.165,2	13.282,1	11.016,5	-	928,9	
2012	5.105,4	3.885,8	8.991,2	782,1	9.773,3	-	7.571,3	3.407,7	13.056,5	10.857,2	-	1.030,6	
2012 4° trim.	5.105,4	3.885,8	8.991,2	782,1	9.773,3	-	7.571,3	3.407,7	13.056,5	10.857,2	-	1.030,6	
2013 1° trim. ^(p)	5.202,7	3.887,1	9.089,7	720,1	9.809,9	-	7.559,5	3.431,8	13.047,9	10.832,2	-	1.058,1	
2012 dic.	5.105,4	3.885,8	8.991,2	782,1	9.773,3	-	7.571,3	3.407,7	13.056,5	10.857,2	-	1.030,6	
2013 gen.	5.121,4	3.895,9	9.017,3	767,7	9.785,0	-	7.533,2	3.405,7	13.024,5	10.832,4	-	1.020,4	
feb.	5.173,5	3.888,4	9.061,9	748,4	9.810,3	-	7.530,3	3.401,2	13.016,4	10.826,4	-	1.013,7	
mar. ^(p)	5.202,7	3.887,1	9.089,7	720,1	9.809,9	-	7.559,5	3.431,8	13.047,9	10.832,2	-	1.058,1	
Transazioni													
2011	88,5	71,4	159,9	-7,4	152,5	-	211,6	95,8	48,8	103,6	130,2	162,1	
2012	311,2	76,0	387,2	-58,5	328,6	-	-109,6	183,4	-104,0	-72,7	-17,9	101,4	
2012 4° trim.	84,4	36,4	120,8	-34,6	86,1	-	-13,2	-0,4	-4,0	-41,6	-8,7	108,9	
2013 1° trim. ^(p)	94,8	0,1	94,9	-44,4	50,5	-	0,9	25,8	13,2	-4,0	0,7	57,8	
2012 dic.	5,2	7,7	13,0	-18,8	-5,8	-	7,1	-21,7	48,7	-24,5	2,4	20,4	
2013 gen.	21,1	13,1	34,3	3,0	37,3	-	-4,2	-2,9	-11,8	-6,3	-9,9	38,5	
feb.	47,5	-9,3	38,2	-20,1	18,1	-	3,0	1,6	-4,5	-1,9	7,1	-4,4	
mar. ^(p)	26,2	-3,8	22,4	-27,3	-4,9	-	2,1	27,1	29,6	4,2	3,5	23,7	
Variazioni percentuali													
2011	1,9	1,9	1,9	-0,9	1,6	1,7	2,9	3,2	0,4	0,9	1,2	162,1	
2012	6,5	2,0	4,5	-6,9	3,5	3,6	-1,4	5,8	-0,8	-0,7	-0,2	101,4	
2012 4° trim.	6,5	2,0	4,5	-6,9	3,5	3,6	-1,4	5,8	-0,8	-0,7	-0,2	101,4	
2013 1° trim. ^(p)	7,1	0,5	4,2	-13,8	2,6	3,0	-1,1	3,5	-0,9	-0,8	-0,3	179,9	
2012 dic.	6,5	2,0	4,5	-6,9	3,5	3,6	-1,4	5,8	-0,8	-0,7	-0,2	101,4	
2013 gen.	6,6	1,7	4,4	-6,1	3,5	3,4	-1,6	4,5	-1,1	-0,9	-0,5	174,8	
feb.	7,0	0,8	4,3	-8,8	3,1	3,0	-1,5	3,6	-1,1	-0,8	-0,4	155,3	
mar. ^(p)	7,1	0,5	4,2	-13,8	2,6	.	-1,1	3,5	-0,9	-0,8	-0,3	179,9	

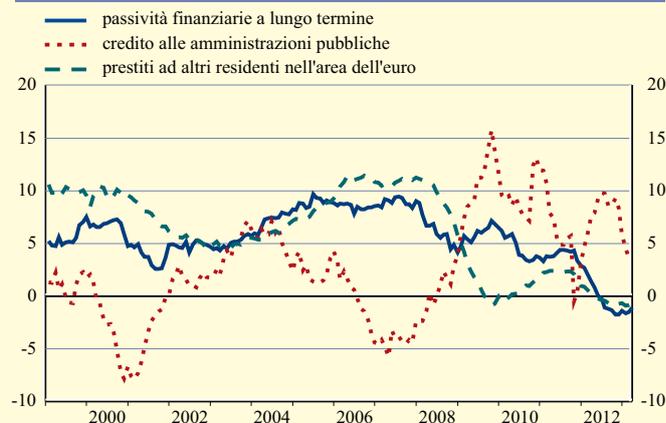
F1 Aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F2 Contropartite ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali. I tassi di crescita mensili e a più breve termine sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/agggregates/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) Esclude le operazioni pronte contro termine con controparti centrali condotte da giugno 2012; i dati sono stati corretti per tener conto di tale effetto.
- 4) I valori nella sezione "variazioni percentuali" sono somme delle transazioni avvenute durante i 12 mesi terminanti nel periodo indicato.
- 5) Correzione dovuta alla cancellazione dei prestiti dai bilanci delle IFM a seguito di una loro cessione o cartolarizzazione.

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

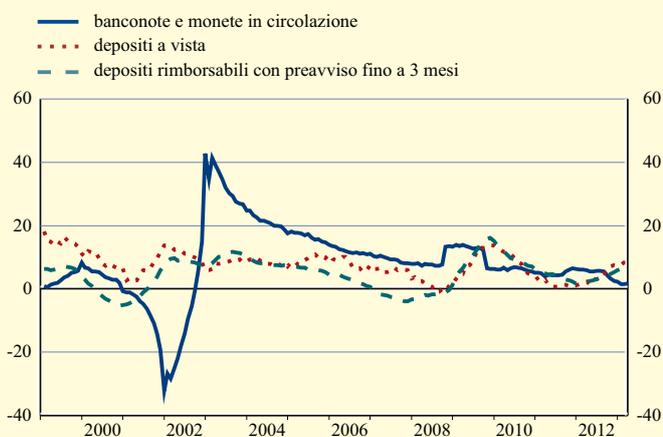
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine ²⁾	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											
2011	843,7	3.955,7	1.845,8	1.960,9	147,2	536,8	210,0	2.815,6	115,3	2.543,5	2.205,2
2012	863,3	4.242,0	1.806,3	2.079,5	125,0	470,0	187,1	2.689,1	106,0	2.391,3	2.384,9
2012 4° trim.	863,3	4.242,0	1.806,3	2.079,5	125,0	470,0	187,1	2.689,1	106,0	2.391,3	2.384,9
2013 1° trim. ^(p)	866,7	4.336,0	1.784,9	2.102,2	122,3	457,8	140,0	2.631,4	100,9	2.406,4	2.420,8
2012 dic.	863,3	4.242,0	1.806,3	2.079,5	125,0	470,0	187,1	2.689,1	106,0	2.391,3	2.384,9
2013 gen.	861,5	4.259,9	1.807,3	2.088,6	131,5	463,4	172,8	2.655,6	104,0	2.388,6	2.385,0
feb.	863,3	4.310,2	1.791,1	2.097,2	126,2	465,6	156,7	2.661,1	102,4	2.386,7	2.380,1
mar. ^(p)	866,7	4.336,0	1.784,9	2.102,2	122,3	457,8	140,0	2.631,4	100,9	2.406,4	2.420,8
Transazioni											
2011	49,2	39,3	38,2	33,3	-16,7	-29,7	39,0	17,9	-2,5	55,8	140,4
2012	19,7	291,4	-40,0	116,0	-16,6	-22,1	-19,8	-103,7	-11,6	-158,5	164,2
2012 4° trim.	-3,8	88,1	-3,0	39,4	0,5	-11,2	-24,0	-10,7	-4,2	-37,4	39,2
2013 1° trim. ^(p)	3,4	91,5	-21,8	21,9	-2,8	-7,1	-34,5	-60,4	-5,1	11,7	54,8
2012 dic.	-0,5	5,8	-1,4	9,2	1,5	-11,6	-8,7	-5,9	-1,6	-18,1	32,7
2013 gen.	-1,8	22,9	3,9	9,2	6,7	-1,6	-2,1	-13,8	-2,0	-3,4	15,0
feb.	1,8	45,7	-17,8	8,6	-5,5	2,3	-16,9	-8,5	-1,7	-3,3	16,5
mar. ^(p)	3,4	22,8	-7,9	4,1	-4,0	-7,8	-15,5	-38,1	-1,5	18,4	23,3
Variazioni percentuali											
2011	6,2	1,0	2,1	1,7	-9,7	-5,1	29,1	0,7	-2,1	2,3	6,9
2012	2,3	7,4	-2,2	5,9	-11,4	-4,4	-10,1	-3,7	-10,0	-6,2	7,3
2012 4° trim.	2,3	7,4	-2,2	5,9	-11,4	-4,4	-10,1	-3,7	-10,0	-6,2	7,3
2013 1° trim. ^(p)	1,8	8,2	-5,2	5,9	-7,7	-6,5	-33,8	-4,3	-12,5	-5,1	7,8
2012 dic.	2,3	7,4	-2,2	5,9	-11,4	-4,4	-10,1	-3,7	-10,0	-6,2	7,3
2013 gen.	1,5	7,7	-3,0	6,2	-8,2	-4,0	-9,6	-3,8	-11,2	-6,5	7,0
feb.	1,4	8,2	-4,8	6,2	-9,2	-3,1	-21,8	-3,7	-11,8	-6,7	7,5
mar. ^(p)	1,8	8,2	-5,2	5,9	-7,7	-6,5	-33,8	-4,3	-12,5	-5,1	7,8

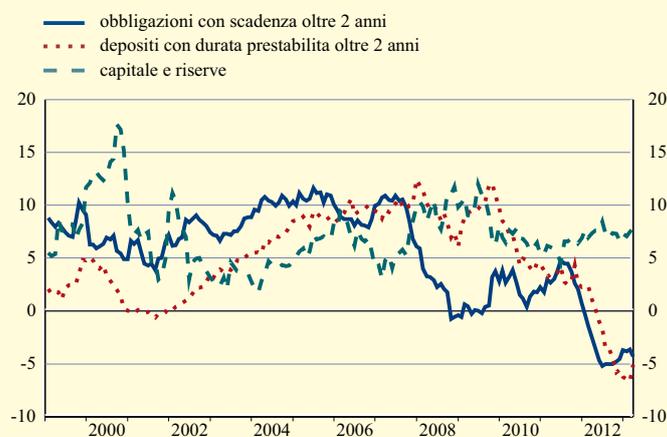
F3 Componenti degli aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

2) Esclude le operazioni pronti contro termine con controparti centrali condotte da giugno 2012; i dati sono stati corretti per tener conto di tale effetto.

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

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

3. Prestiti in contropartita di M3

	Società di assicurazione e fondi pensione		Società non finanziarie				Famiglie ³⁾					
	Totale	Altri intermediari finanziari ²⁾	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti		
											Prestiti corretti per cessioni e cartolarizzazioni ⁴⁾	Prestiti corretti per cessioni e cartolarizzazioni ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2011	91,0	968,0	4.725,1	-	1.148,0	860,7	2.716,5	5.232,3	-	626,2	3.777,2	828,9
2012	88,9	977,1	4.548,0	-	1.133,6	795,9	2.618,5	5.243,1	-	601,9	3.824,3	816,9
2012 4° trim.	88,9	977,1	4.548,0	-	1.133,6	795,9	2.618,5	5.243,1	-	601,9	3.824,3	816,9
2013 1° trim. ^(p)	92,5	973,6	4.514,7	-	1.143,6	779,4	2.591,7	5.251,3	-	593,9	3.843,1	814,3
2012 dic.	88,9	977,1	4.548,0	-	1.133,6	795,9	2.618,5	5.243,1	-	601,9	3.824,3	816,9
2013 gen.	92,8	965,0	4.529,6	-	1.126,4	791,0	2.612,1	5.245,0	-	600,0	3.830,5	814,4
feb.	92,5	969,9	4.515,1	-	1.134,4	784,3	2.596,4	5.249,0	-	596,8	3.838,6	813,6
mar. ^(p)	92,5	973,6	4.514,7	-	1.143,6	779,4	2.591,7	5.251,3	-	593,9	3.843,1	814,3
Transazioni												
2011	1,3	-37,4	58,1	64,0	23,4	-22,1	56,8	81,6	102,2	-11,6	85,7	7,4
2012	-2,0	9,5	-106,4	-60,0	1,0	-45,1	-62,2	26,1	34,8	-17,8	49,4	-5,5
2012 4° trim.	2,0	15,4	-63,8	-31,3	-1,5	-17,6	-44,6	4,9	5,2	-1,7	9,1	-2,4
2013 1° trim. ^(p)	3,6	-5,8	-12,2	-4,0	13,6	-11,8	-14,0	10,5	5,2	-6,1	17,3	-0,7
2012 dic.	0,9	21,2	-46,7	-16,0	-0,3	-11,1	-35,3	0,1	-3,6	0,3	3,4	-3,6
2013 gen.	4,0	-8,4	-8,1	-7,8	-4,2	-2,6	-1,2	6,2	1,6	-0,7	8,0	-1,2
feb.	-0,4	2,7	-6,5	4,2	8,9	-4,4	-11,0	2,4	0,6	-2,8	5,9	-0,8
mar. ^(p)	0,0	-0,1	2,3	-0,4	8,9	-4,8	-1,8	2,0	3,0	-2,6	3,3	1,2
Variazioni percentuali												
2011	1,5	-3,8	1,2	1,4	2,1	-2,5	2,1	1,6	2,0	-1,8	2,3	0,9
2012	-2,2	1,0	-2,3	-1,3	0,1	-5,3	-2,3	0,5	0,7	-2,9	1,3	-0,7
2012 4° trim.	-2,2	1,0	-2,3	-1,3	0,1	-5,3	-2,3	0,5	0,7	-2,9	1,3	-0,7
2013 1° trim. ^(p)	6,1	0,1	-2,4	-1,3	1,5	-5,7	-3,0	0,4	0,4	-3,4	1,3	-0,9
2012 dic.	-2,2	1,0	-2,3	-1,3	0,1	-5,3	-2,3	0,5	0,7	-2,9	1,3	-0,7
2013 gen.	7,3	-1,4	-2,5	-1,5	-0,5	-4,9	-2,5	0,5	0,4	-3,1	1,4	-1,1
feb.	9,4	-0,6	-2,5	-1,4	0,5	-5,2	-3,0	0,5	0,4	-3,3	1,4	-1,1
mar. ^(p)	6,1	0,1	-2,4	-1,3	1,5	-5,7	-3,0	0,4	0,4	-3,4	1,3	-0,9

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



F6 Prestiti alle famiglie ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

2) Esclude le operazioni pronti contro termine con controparti centrali condotte da giugno 2012; i dati sono stati corretti per tener conto di tale effetto.

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

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

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ^{1), 2)}

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

1. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione				Altri intermediari finanziari					Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	Pronti contro termine con controparti centrali 6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2012	81,6	64,2	4,5	12,9	1.166,2	196,2	599,7	229,3	337,1	4.542,5	1.125,4	794,8	2.622,3
2012 4° trim.	81,6	64,2	4,5	12,9	1.166,2	196,2	599,7	229,3	337,1	4.542,5	1.125,4	794,8	2.622,3
2013 1° trim. ^(p)	91,4	75,4	3,9	12,2	1.201,8	234,7	628,2	219,6	354,0	4.510,1	1.139,8	779,7	2.590,6
2013 gen.	90,5	73,3	4,3	13,0	1.181,3	223,8	617,2	222,8	341,2	4.530,9	1.129,0	787,4	2.614,5
feb.	90,6	73,5	4,1	12,9	1.192,6	236,3	621,4	219,6	351,6	4.514,6	1.134,4	782,6	2.597,6
mar. ^(p)	91,4	75,4	3,9	12,2	1.201,8	234,7	628,2	219,6	354,0	4.510,1	1.139,8	779,7	2.590,6
Transazioni													
2012	-1,7	0,6	-1,8	-0,5	48,4	38,7	20,7	13,1	14,6	-107,3	0,3	-45,2	-62,5
2012 4° trim.	-8,2	-7,6	-1,2	0,6	-28,1	-25,5	-26,0	3,5	-5,7	-67,1	-7,3	-19,9	-39,8
2013 1° trim. ^(p)	9,9	11,2	-0,6	-0,7	33,0	38,4	28,4	-4,6	9,3	-11,3	18,0	-10,3	-18,9
2013 gen.	9,0	9,1	-0,2	0,1	18,7	27,6	19,3	-5,8	5,2	-1,1	6,6	-5,1	-2,6
feb.	0,1	0,2	-0,2	0,0	9,2	12,4	3,2	1,5	4,4	-8,3	6,3	-2,5	-12,1
mar. ^(p)	0,8	1,8	-0,3	-0,8	5,1	-1,6	5,8	-0,4	-0,3	-1,8	5,1	-2,7	-4,2
Variazioni percentuali													
2012	-2,0	0,9	-28,6	-3,5	4,3	24,7	3,5	6,1	4,5	-2,3	0,0	-5,3	-2,3
2012 4° trim.	-2,0	0,9	-28,6	-3,5	4,3	24,7	3,5	6,1	4,5	-2,3	0,0	-5,3	-2,3
2013 1° trim. ^(p)	6,1	11,7	-27,5	-8,8	4,2	25,6	6,1	0,4	3,6	-2,4	1,4	-5,7	-3,0
2013 gen.	7,2	12,6	-29,4	-2,8	2,6	24,2	2,3	-1,1	5,6	-2,5	-0,5	-5,0	-2,5
feb.	9,5	16,0	-32,4	-2,4	4,0	27,9	4,4	-0,5	6,4	-2,5	0,5	-5,2	-3,0
mar. ^(p)	6,1	11,7	-27,5	-8,8	4,2	25,6	6,1	0,4	3,6	-2,4	1,4	-5,7	-3,0

2. Prestiti alle famiglie ³⁾

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti				
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Imprese individuali 11	12	13	14
Consistenze														
2012	5.253,0	604,2	136,3	175,2	292,7	3.831,1	14,3	56,6	3.760,2	817,7	419,4	139,9	80,7	597,1
2012 4° trim.	5.253,0	604,2	136,3	175,2	292,7	3.831,1	14,3	56,6	3.760,2	817,7	419,4	139,9	80,7	597,1
2013 1° trim. ^(p)	5.241,2	591,6	130,5	172,3	288,8	3.837,9	13,6	56,0	3.768,4	811,7	415,0	139,0	78,5	594,2
2013 gen.	5.242,4	598,1	133,5	174,4	290,3	3.830,7	14,4	56,4	3.759,9	813,6	417,1	138,8	79,6	595,2
feb.	5.238,8	592,4	131,9	172,1	288,5	3.834,0	14,3	56,1	3.763,6	812,4	416,6	138,1	78,9	595,4
mar. ^(p)	5.241,2	591,6	130,5	172,3	288,8	3.837,9	13,6	56,0	3.768,4	811,7	415,0	139,0	78,5	594,2
Transazioni														
2012	25,5	-17,8	-3,2	-6,1	-8,5	48,9	0,1	0,3	48,5	-5,5	-6,1	-1,2	-5,7	1,3
2012 4° trim.	12,2	-0,7	2,4	-1,5	-1,6	14,2	0,0	-0,2	14,5	-1,4	2,7	1,5	-1,7	-1,2
2013 1° trim. ^(p)	-9,3	-10,6	-4,5	-3,4	-2,7	5,5	-0,4	-0,9	6,8	-4,2	-4,3	-1,0	-1,8	-1,4
2013 gen.	-6,3	-4,9	-1,6	-1,5	-1,8	1,4	0,1	-0,1	1,4	-2,8	-1,9	-0,8	-1,1	-0,9
feb.	-5,3	-5,3	-1,6	-2,2	-1,5	1,2	-0,1	-0,4	1,7	-1,2	-0,8	-1,0	-0,5	0,3
mar. ^(p)	2,2	-0,5	-1,3	0,3	0,6	2,9	-0,4	-0,4	3,7	-0,2	-1,6	0,9	-0,3	-0,8
Variazioni percentuali														
2012	0,5	-2,8	-2,3	-3,3	-2,8	1,3	0,6	0,6	1,3	-0,7	-1,5	-0,8	-6,5	0,2
2012 4° trim.	0,5	-2,8	-2,3	-3,3	-2,8	1,3	0,6	0,6	1,3	-0,7	-1,5	-0,8	-6,5	0,2
2013 1° trim. ^(p)	0,4	-3,4	-2,4	-4,1	-3,4	1,3	0,2	-1,2	1,4	-0,9	-1,9	-1,0	-7,5	0,1
2013 gen.	0,5	-3,1	-2,9	-3,6	-2,8	1,4	2,8	0,3	1,4	-1,1	-1,7	-1,8	-7,6	0,1
feb.	0,5	-3,3	-2,4	-4,2	-3,1	1,4	3,5	-0,2	1,4	-1,1	-1,8	-2,6	-7,3	0,1
mar. ^(p)	0,4	-3,4	-2,4	-4,1	-3,4	1,3	0,2	-1,2	1,4	-0,9	-1,9	-1,0	-7,5	0,1

Fonte: BCE.

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

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ^{1), 2)}

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

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2010	1.217,9	397,5	225,2	549,1	46,1	2.963,2	2.010,9	952,3	49,5	902,8
2011	1.159,6	348,9	221,7	567,4	21,7	3.021,4	2.022,5	998,9	62,4	936,4
2012 1° trim.	1.137,5	322,6	224,0	566,9	24,0	3.006,6	1.998,8	1.007,8	59,4	948,4
2° trim.	1.169,9	339,6	240,1	565,1	25,1	3.086,9	2.063,9	1.023,0	58,0	965,0
3° trim.	1.163,0	341,4	231,5	564,0	26,2	3.006,8	1.988,9	1.017,9	59,7	958,1
4° trim. ^(p)	1.153,0	341,8	221,6	565,3	24,1	2.867,2	1.909,8	959,1	60,9	898,2
Transazioni										
2010	204,2	156,3	14,9	21,1	11,9	-0,4	4,3	-5,0	0,5	-5,5
2011	-54,9	-45,9	-0,4	14,6	-23,3	15,4	-26,4	41,6	13,0	28,7
2012 1° trim.	-21,2	-25,9	-1,7	4,1	2,3	42,1	18,5	23,7	-2,2	25,9
2° trim.	34,9	19,5	16,1	-1,8	1,1	-14,3	-3,6	-10,8	-3,0	-7,7
3° trim.	-7,7	1,8	-9,3	-1,3	1,1	-54,5	-59,4	5,0	2,3	2,7
4° trim. ^(p)	-10,0	0,6	-9,9	1,3	-1,9	-101,9	-54,9	-45,2	2,1	-47,4
Variazioni percentuali										
2010	20,3	67,1	7,1	4,0	35,1	0,3	0,3	-0,4	0,6	-0,5
2011	-4,5	-11,6	-0,2	2,7	-51,6	0,6	-1,2	4,4	26,7	3,2
2012 1° trim.	-4,2	-10,4	-2,8	1,9	-41,6	0,1	-0,3	0,8	7,1	0,5
2° trim.	1,8	-1,5	7,2	2,0	-6,7	-1,9	-1,6	-2,5	-8,5	-2,2
3° trim.	1,7	0,0	2,7	2,1	6,9	-5,6	-7,1	-2,6	-7,0	-2,3
4° trim. ^(p)	-0,3	-1,2	-2,2	0,4	12,3	-4,2	-4,9	-2,8	-1,4	-2,8

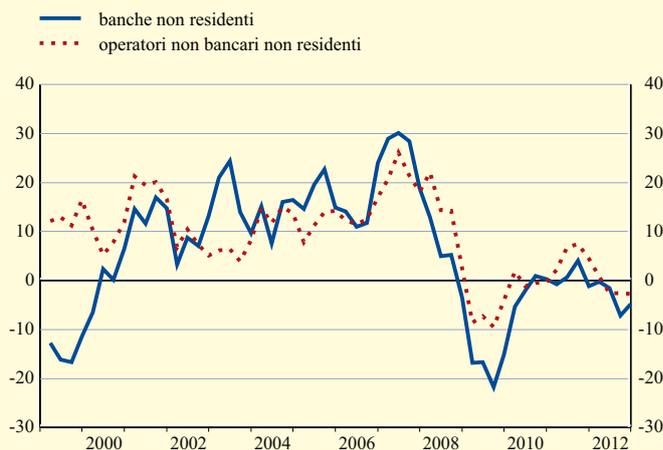
F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

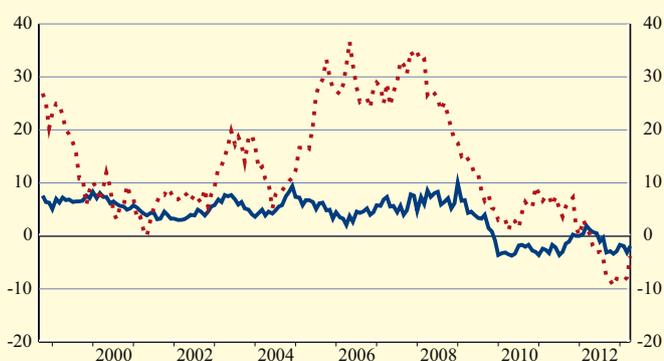
1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari							
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	
			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
Consistenze															
2011	704,0	92,1	79,9	512,4	4,0	0,2	15,5	2.220,7	390,0	284,9	1.190,7	14,7	0,5	339,9	260,0
2012	691,5	107,1	81,4	483,8	6,4	0,2	12,6	2.013,1	410,0	236,6	1.018,2	13,6	0,3	334,4	256,7
2012 4° trim.	691,5	107,1	81,4	483,8	6,4	0,2	12,6	2.013,1	410,0	236,6	1.018,2	13,6	0,3	334,4	256,7
2013 1° trim. ^(p)	697,0	114,2	83,3	479,9	7,9	0,3	11,4	2.108,0	442,1	238,0	1.013,5	15,0	0,2	399,2	314,3
2012 dic.	691,5	107,1	81,4	483,8	6,4	0,2	12,6	2.013,1	410,0	236,6	1.018,2	13,6	0,3	334,4	256,7
2013 gen.	705,8	120,4	82,5	482,9	6,9	0,4	12,6	2.034,2	426,0	238,2	1.012,8	14,2	0,2	342,8	256,5
feb.	699,6	115,5	82,1	481,7	7,1	0,4	12,7	2.053,5	430,0	235,1	1.002,2	14,6	0,2	371,4	287,9
mar. ^(p)	697,0	114,2	83,3	479,9	7,9	0,3	11,4	2.108,0	442,1	238,0	1.013,5	15,0	0,2	399,2	314,3
Transazioni															
2011	0,2	11,7	4,2	-14,2	1,1	-0,1	-2,6	2,4	28,8	-29,2	5,6	-2,6	0,1	-0,4	5,5
2012	-12,1	15,5	2,6	-27,6	2,0	0,0	-4,6	-179,5	23,2	-49,5	-168,4	-2,0	-0,2	17,4	13,3
2012 4° trim.	-1,7	5,2	3,2	-10,7	-0,3	0,0	1,0	-91,9	-21,7	-1,4	-15,2	0,2	0,0	-53,9	-40,8
2013 1° trim. ^(p)	6,7	7,9	1,9	-4,2	1,5	0,1	-0,6	88,4	29,2	1,0	-7,2	1,5	-0,1	64,0	57,5
2012 dic.	6,3	3,7	5,3	-1,8	-0,2	0,0	-0,7	-60,1	-10,7	0,8	-10,1	0,2	-0,1	-40,2	-36,1
2013 gen.	14,3	13,5	1,2	-1,1	0,5	0,2	0,0	23,9	17,9	2,3	-5,6	0,7	-0,1	8,6	0,0
feb.	-6,1	-5,0	-0,4	-1,3	0,3	0,0	0,3	14,7	1,8	-3,6	-11,7	0,4	0,0	27,8	31,2
mar. ^(p)	-1,5	-0,6	1,1	-1,8	0,7	-0,1	-0,8	49,8	9,5	2,3	10,0	0,4	0,0	27,6	26,2
Variazioni percentuali															
2011	0,0	14,4	5,6	-2,7	43,3	-	-13,1	0,2	8,1	-9,3	0,4	-10,0	-	-0,2	2,1
2012	-1,7	16,9	3,4	-5,4	50,8	-	-31,3	-8,2	5,9	-17,3	-14,2	-14,0	-	4,3	4,2
2012 4° trim.	-1,7	16,9	3,4	-5,4	50,8	-	-31,3	-8,2	5,9	-17,3	-14,2	-14,0	-	4,3	4,2
2013 1° trim. ^(p)	-1,9	17,3	-2,4	-4,9	65,3	-	-39,9	-3,9	5,1	-11,4	-11,8	-9,6	-	17,2	20,4
2012 dic.	-1,7	16,9	3,4	-5,4	50,8	-	-31,3	-8,2	5,9	-17,3	-14,2	-14,0	-	4,3	4,2
2013 gen.	-1,9	11,0	0,8	-5,1	59,1	-	-22,7	-8,5	3,6	-13,8	-14,5	-4,8	-	0,9	0,3
feb.	-3,1	8,3	-4,1	-4,9	60,6	-	-32,6	-7,8	5,8	-15,9	-14,7	-3,0	-	4,9	6,4
mar. ^(p)	-1,9	17,3	-2,4	-4,9	65,3	-	-39,9	-3,9	5,1	-11,4	-11,8	-9,6	-	17,2	20,4

F9 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

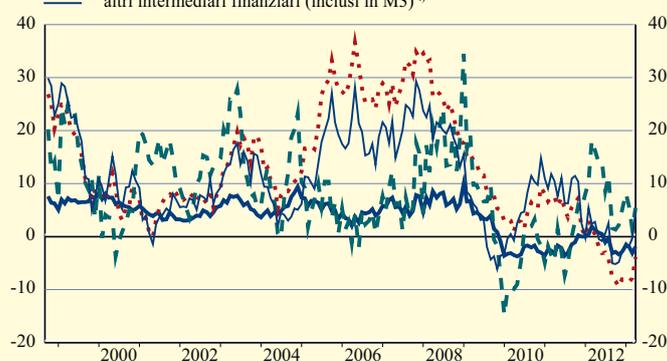
- società di assicurazione e fondi pensione (totale)
- altri intermediari finanziari (totale)



F10 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

- società di assicurazione e fondi pensione (totale)
- altri intermediari finanziari (totale)
- società di assicurazione e di fondi pensione (inclusi in M3) ³⁾
- altri intermediari finanziari (inclusi in M3) ⁴⁾



Fonte: BCE.

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

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

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

2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie ³⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze														
2011	1.687,3	1.050,6	448,4	97,7	72,3	2,0	16,3	5.894,0	2.255,7	948,3	723,7	1.837,0	106,7	22,7
2012	1.766,6	1.153,2	408,3	106,8	85,4	2,0	10,9	6.119,8	2.346,6	980,0	747,5	1.937,3	98,0	10,4
2012 4° trim.	1.766,6	1.153,2	408,3	106,8	85,4	2,0	10,9	6.119,8	2.346,6	980,0	747,5	1.937,3	98,0	10,4
2013 1° trim. ^(p)	1.753,7	1.127,6	410,0	110,6	92,6	1,7	11,1	6.166,1	2.376,7	966,0	757,9	1.963,4	93,1	8,8
2012 dic.	1.766,6	1.153,2	408,3	106,8	85,4	2,0	10,9	6.119,8	2.346,6	980,0	747,5	1.937,3	98,0	10,4
2013 gen.	1.720,2	1.110,9	397,6	107,7	88,3	1,9	13,9	6.130,8	2.336,8	982,5	750,0	1.954,6	96,2	10,7
feb.	1.722,8	1.103,1	403,5	110,1	90,5	1,8	13,9	6.150,9	2.357,9	977,6	752,4	1.959,9	94,3	8,9
mar. ^(p)	1.753,7	1.127,6	410,0	110,6	92,6	1,7	11,1	6.166,1	2.376,7	966,0	757,9	1.963,4	93,1	8,8
Transazioni														
2011	9,4	8,9	-3,5	8,7	-5,0	0,4	-0,2	139,0	7,4	42,5	55,3	43,5	-2,6	-7,0
2012	84,2	105,7	-39,6	12,9	9,5	0,0	-4,3	225,0	90,5	33,7	21,8	102,2	-11,0	-12,3
2012 4° trim.	68,3	59,5	7,6	2,0	-0,9	0,3	-0,2	104,9	51,0	11,3	1,2	46,8	-3,0	-2,3
2013 1° trim. ^(p)	-13,3	-25,4	1,9	3,9	6,4	-0,3	0,1	45,8	30,0	-13,3	9,7	26,0	-4,9	-1,6
2012 dic.	39,5	38,6	2,6	0,4	-1,6	0,0	-0,4	85,3	47,3	6,4	6,6	27,8	-1,4	-1,3
2013 gen.	-43,2	-40,3	-9,8	1,0	2,9	-0,1	3,0	12,6	-9,0	4,0	1,8	17,3	-1,9	0,3
feb.	-0,2	-9,5	5,3	2,0	2,1	0,0	-0,1	18,9	20,5	-5,4	2,3	5,2	-1,9	-1,8
mar. ^(p)	30,1	24,4	6,5	0,9	1,3	-0,1	-2,9	14,3	18,4	-12,0	5,6	3,5	-1,1	0,0
Variazioni percentuali														
2011	0,6	0,9	-0,8	9,9	-6,5	28,9	-3,4	2,4	0,3	4,7	8,3	2,4	-2,4	-23,6
2012	5,0	10,1	-8,8	13,4	13,0	-1,4	-26,5	3,8	4,0	3,6	3,0	5,6	-10,2	-54,2
2012 4° trim.	5,0	10,1	-8,8	13,4	13,0	-1,4	-26,5	3,8	4,0	3,6	3,0	5,6	-10,2	-54,2
2013 1° trim. ^(p)	5,4	9,8	-7,5	12,7	16,3	-21,1	-12,6	3,7	6,9	-2,7	2,4	5,3	-12,5	-55,7
2012 dic.	5,0	10,1	-8,8	13,4	13,0	-1,4	-26,5	3,8	4,0	3,6	3,0	5,6	-10,2	-54,2
2013 gen.	5,8	11,1	-9,2	13,5	15,3	-8,3	1,4	3,9	4,8	2,0	2,8	5,6	-11,3	-52,5
feb.	5,9	10,9	-8,7	12,2	17,6	-13,4	7,8	3,9	6,3	-0,2	2,1	5,5	-12,0	-57,5
mar. ^(p)	5,4	9,8	-7,5	12,7	16,3	-21,1	-12,6	3,7	6,9	-2,7	2,4	5,3	-12,5	-55,7

F11 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

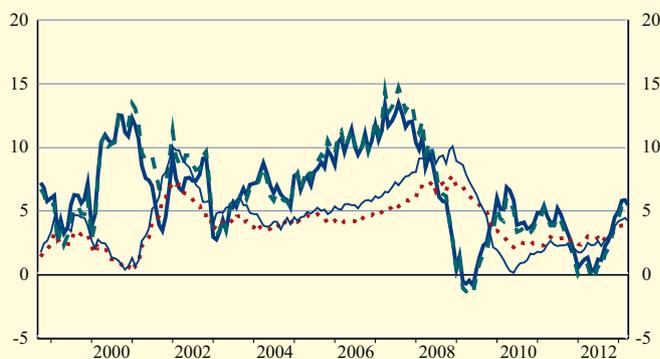
- società non finanziarie (totale)
- famiglie (totale)



F12 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

- società non finanziarie (totale)
- famiglie (totale)
- - società non finanziarie (inclusi in M3)⁴⁾
- famiglie (inclusi in M3)⁵⁾



Fonte: BCE.

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

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

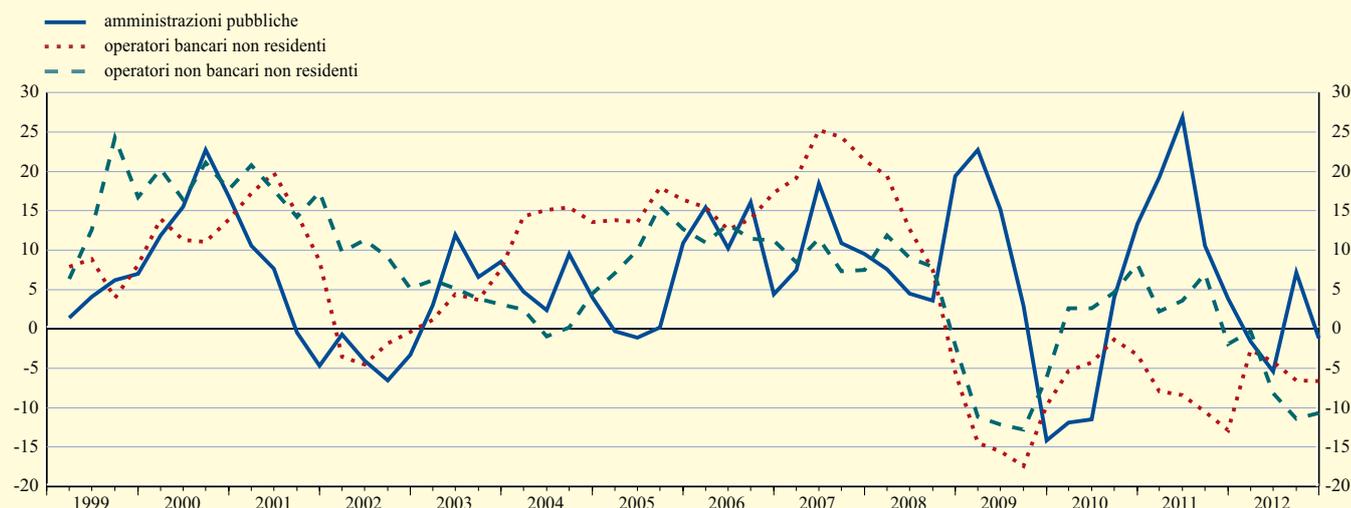
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2010	426,7	196,2	47,7	108,7	74,1	3.484,7	2.487,5	997,1	45,9	951,2
2011	441,8	195,5	48,6	112,6	85,2	3.153,6	2.175,0	978,6	44,3	934,3
2012 1° trim.	466,7	192,5	65,0	113,4	95,9	3.314,2	2.331,4	982,8	54,7	928,1
2° trim.	507,1	190,9	98,4	112,3	105,5	3.243,7	2.290,4	953,3	41,6	911,7
3° trim.	512,0	204,5	93,1	111,3	103,1	3.131,2	2.176,6	954,5	42,8	911,8
4° trim. ^(p)	449,9	171,7	62,8	111,4	104,0	2.891,3	2.009,0	876,9	38,8	838,1
Transazioni										
2010	50,0	47,4	4,3	-5,0	2,9	-15,1	-85,9	70,8	7,5	63,3
2011	16,9	3,3	0,6	2,3	10,6	-334,9	-314,6	-20,3	-2,1	-18,2
2012 1° trim.	25,9	-2,9	16,5	1,3	11,0	193,5	180,6	12,9	11,0	1,8
2° trim.	25,0	0,8	18,9	-1,3	6,6	-133,6	-76,4	-57,2	-13,9	-43,3
3° trim.	4,8	13,7	-5,5	-0,9	-2,5	-93,1	-101,1	8,0	1,4	6,6
4° trim. ^(p)	-62,5	-33,3	-30,2	0,1	0,9	-210,0	-146,8	-68,8	-3,6	-65,2
Variazioni percentuali										
2010	13,3	32,2	9,9	-4,4	4,1	-0,1	-3,3	8,2	12,7	7,8
2011	3,9	1,3	1,3	2,1	14,3	-9,8	-12,8	-1,9	-4,4	-1,8
2012 1° trim.	-1,6	-18,3	23,5	5,6	21,4	-1,9	-2,7	-0,3	29,7	-1,6
2° trim.	-5,5	-27,4	51,5	0,8	17,5	-5,3	-4,2	-8,2	-16,3	-7,8
3° trim.	7,1	-2,0	45,5	1,1	14,0	-7,9	-6,5	-11,4	-15,8	-11,2
4° trim. ^(p)	-1,2	-11,2	10,3	-0,7	18,8	-7,6	-6,6	-10,7	-11,7	-10,7

F13 Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

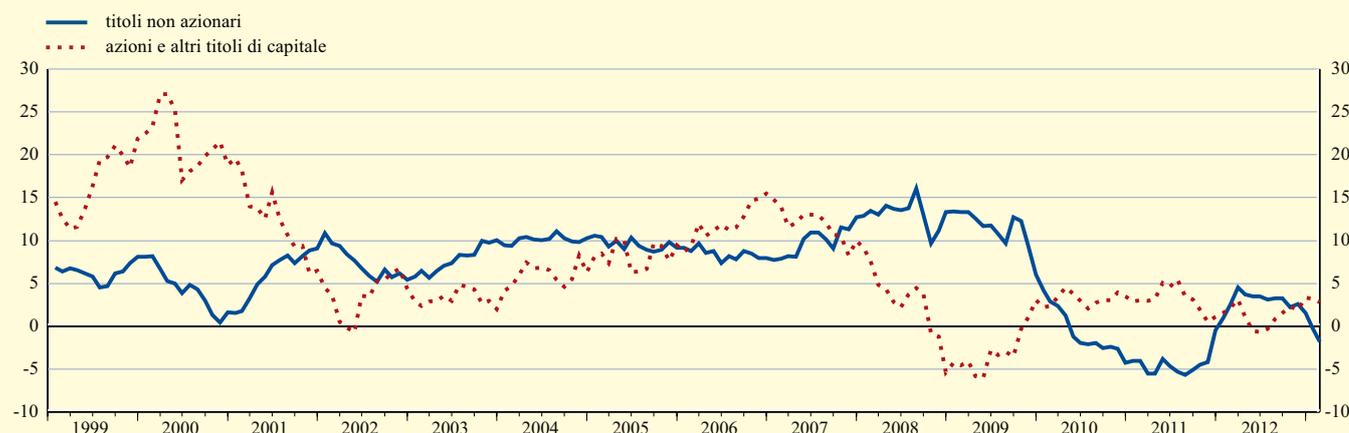
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ^{1), 2)}

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

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2011	5.697,7	1.764,2	87,8	1.373,0	22,9	1.489,2	28,3	932,5	1.507,2	485,1	726,6	295,4
2012	5.779,9	1.751,9	102,7	1.596,1	32,8	1.399,5	23,7	873,3	1.528,5	475,5	752,2	300,7
2012 4° trim.	5.779,9	1.751,9	102,7	1.596,1	32,8	1.399,5	23,7	873,3	1.528,5	475,5	752,2	300,7
2013 1° trim. ^(p)	5.787,3	1.718,7	108,9	1.674,0	31,7	1.379,3	27,1	847,6	1.543,9	464,7	769,3	309,8
2012 dic.	5.779,9	1.751,9	102,7	1.596,1	32,8	1.399,5	23,7	873,3	1.528,5	475,5	752,2	300,7
2013 gen.	5.767,9	1.770,1	106,1	1.625,3	31,5	1.381,7	23,0	830,2	1.545,7	478,8	765,9	301,0
feb.	5.777,5	1.751,7	105,9	1.642,6	31,7	1.382,3	24,1	839,2	1.527,8	468,9	760,7	298,3
mar. ^(p)	5.787,3	1.718,7	108,9	1.674,0	31,7	1.379,3	27,1	847,6	1.543,9	464,7	769,3	309,8
Transazioni												
2011	-29,2	45,1	7,8	-2,6	5,5	-24,9	-0,1	-60,1	17,0	60,2	-31,5	-11,7
2012	88,0	-12,7	16,3	190,8	10,6	-67,5	-3,9	-45,6	50,8	6,5	38,9	5,4
2012 4° trim.	-18,2	-36,1	0,0	-11,9	1,7	46,7	-1,8	-16,7	18,5	-8,7	15,7	11,5
2013 1° trim. ^(p)	9,7	-46,7	6,4	79,8	-1,4	-19,5	3,4	-12,2	21,4	-10,3	17,5	14,1
2012 dic.	-3,1	-11,4	-4,7	-49,6	0,0	62,7	0,5	-0,6	19,1	-0,4	7,2	12,2
2013 gen.	12,3	5,9	7,0	28,3	-0,1	-17,0	0,1	-11,8	14,0	-0,3	14,0	0,3
feb.	2,9	-18,2	-1,5	21,1	-0,5	0,5	0,9	0,7	-11,0	-7,5	-5,5	2,1
mar. ^(p)	-5,5	-34,4	0,9	30,3	-0,7	-2,9	2,4	-1,1	18,3	-2,4	9,0	11,7
Variazioni percentuali												
2011	-0,5	2,7	7,7	-0,2	33,7	-1,6	-0,8	-6,2	1,1	13,8	-4,1	-3,8
2012	1,5	-0,7	18,7	14,0	48,5	-4,6	-13,7	-4,8	3,4	1,3	5,3	1,8
2012 4° trim.	1,5	-0,7	18,7	14,0	48,5	-4,6	-13,7	-4,8	3,4	1,3	5,3	1,8
2013 1° trim. ^(p)	-2,7	-6,5	9,8	8,7	-4,1	-6,3	5,5	-9,1	2,7	-3,4	5,0	6,7
2012 dic.	1,5	-0,7	18,7	14,0	48,5	-4,6	-13,7	-4,8	3,4	1,3	5,3	1,8
2013 gen.	-0,2	-1,9	22,5	11,3	40,4	-6,5	-2,4	-7,6	3,2	-0,6	6,1	2,1
feb.	-1,8	-4,6	15,9	9,7	2,6	-6,9	0,6	-8,0	2,7	-2,2	5,6	3,9
mar. ^(p)	-2,7	-6,5	9,8	8,7	-4,1	-6,3	5,5	-9,1	2,7	-3,4	5,0	6,7

F14 Disponibilità in titoli delle IFM ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

2.7 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM ^{1), 2)}

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

1. Prestiti, titoli diversi da azioni e depositi

	IFM ³⁾							Non IFM						
	Tutte le valute (consistenze)	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute (consistenze)	Euro ⁴⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Prestiti a														
<i>Residenti nell'area dell'euro</i>														
2010	5.517,3	-	-	-	-	-	-	12.245,0	96,0	4,0	2,1	0,2	1,1	0,4
2011	6.160,7	-	-	-	-	-	-	12.322,6	96,2	3,8	1,9	0,3	1,1	0,4
2012 3° trim.	6.105,8	-	-	-	-	-	-	12.349,8	96,3	3,7	1,8	0,2	1,0	0,4
4° trim. ^(p)	5.796,4	-	-	-	-	-	-	12.196,2	96,4	3,6	1,7	0,2	1,0	0,5
<i>Non residenti nell'area dell'euro</i>														
2010	2.010,9	44,9	55,1	30,7	2,9	3,2	11,6	952,3	39,9	60,1	42,8	1,4	3,7	6,7
2011	2.022,5	44,5	55,5	35,6	2,5	2,7	9,3	998,9	38,2	61,8	41,2	2,6	3,3	7,8
2012 3° trim.	1.988,9	47,2	52,8	31,3	2,6	3,2	10,0	1.017,9	39,2	60,8	38,9	2,5	2,9	9,4
4° trim. ^(p)	1.909,8	47,3	52,7	31,8	1,9	3,5	10,2	959,1	40,3	59,7	38,2	2,0	2,9	9,6
Titoli non azionari														
<i>Emessi da residenti nell'area dell'euro</i>														
2010	1.886,4	94,3	5,7	3,3	0,1	0,3	1,7	3.062,5	98,5	1,5	0,8	0,1	0,1	0,4
2011	1.852,0	95,3	4,7	2,5	0,1	0,3	1,5	2.913,3	98,2	1,8	1,0	0,2	0,1	0,4
2012 3° trim.	1.889,6	94,5	5,5	2,7	0,1	0,3	2,0	2.995,9	98,1	1,9	1,1	0,1	0,1	0,5
4° trim. ^(p)	1.854,6	94,5	5,5	2,7	0,1	0,3	2,0	3.052,0	98,2	1,8	1,2	0,1	0,1	0,4
<i>Emessi da non residenti nell'area dell'euro</i>														
2010	545,9	49,9	50,1	27,6	0,3	0,5	16,8	506,2	33,3	66,7	40,4	3,9	0,9	13,6
2011	457,0	56,4	43,6	21,1	0,3	0,3	16,0	475,4	32,2	67,8	39,4	5,8	0,7	13,7
2012 3° trim.	446,8	54,3	45,7	19,2	0,3	0,6	19,9	454,8	33,7	66,3	37,7	6,3	0,7	12,6
4° trim. ^(p)	434,6	54,9	45,1	19,7	0,3	0,3	19,0	438,7	34,2	65,8	38,9	5,4	0,9	11,9
Depositi di														
<i>Residenti nell'area dell'euro</i>														
2010	5.774,7	92,9	7,1	4,1	0,3	1,3	0,8	10.739,7	97,1	2,9	1,9	0,2	0,1	0,4
2011	6.370,7	92,1	7,9	5,1	0,2	1,2	0,7	10.947,8	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2012 3° trim.	6.399,1	93,5	6,5	3,9	0,2	1,1	0,7	11.031,7	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
4° trim. ^(p)	6.161,9	93,7	6,3	3,8	0,2	1,1	0,6	11.040,9	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
<i>Non residenti nell'area dell'euro</i>														
2010	2.487,5	52,0	48,0	31,8	2,2	1,8	8,7	997,1	58,8	41,2	29,3	1,2	1,4	5,1
2011	2.175,0	59,2	40,8	25,6	2,1	1,8	7,2	978,6	56,1	43,9	30,0	2,0	1,5	5,1
2012 3° trim.	2.176,6	59,8	40,2	25,5	2,1	1,1	7,3	954,5	53,8	46,2	30,1	2,1	1,3	5,8
4° trim. ^(p)	2.009,0	58,3	41,7	27,9	1,6	1,0	7,3	876,9	52,3	47,7	31,3	1,9	1,1	6,3

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

	Tutte le valute (consistenze)	Euro ⁴⁾	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2010	5.083,2	81,6	18,4	9,7	1,8	2,1	2,5
2011	5.236,8	82,0	18,0	9,4	1,7	2,0	2,6
2012 3° trim.	5.197,5	82,0	18,0	9,5	1,6	1,9	2,5
4° trim. ^(p)	5.073,9	81,8	18,2	9,6	1,6	1,9	2,5

Fonte: BCE.

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

2.8 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro ¹⁾

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

1. Attività

	Totale	Depositi e prestiti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale (escl. quote di fondi di investimento/fondi comuni monetari)	Fondi di investimento/fondi comuni monetari	Attività non finanziarie	Altre attività (incl. prodotti finanziari derivati)
	1	2	3	4	5	6	7
Consistenze in essere							
2012 ago.	6.956,7	483,9	2.843,5	1.887,5	917,7	244,5	579,5
set.	7.033,5	501,9	2.855,0	1.919,2	924,9	243,8	588,7
ott.	7.043,6	493,5	2.896,8	1.911,8	931,4	246,6	563,6
nov.	7.138,5	494,0	2.938,5	1.936,5	944,2	246,5	578,8
dic.	7.173,4	472,6	2.966,4	1.986,3	961,4	246,5	540,2
2013 gen.	7.266,3	488,0	2.952,6	2.031,9	972,4	246,5	575,0
2013 feb. ^(p)	7.431,6	507,5	3.006,0	2.079,3	996,2	247,1	595,6
Transazioni							
2012 2° trim.	13,9	12,1	34,2	-13,8	-6,0	2,7	-15,4
3° trim.	122,4	24,4	62,6	0,2	15,1	0,4	19,7
4° trim.	37,4	-26,3	81,7	20,2	28,8	3,5	-70,6

2. Passività

	Totale	Depositi e prestiti ricevuti	Quote di fondi di investimento emesse			Altre passività (incl. prodotti finanziari derivati)	
			Totale	Detenute da residenti nell'area dell'euro	Fondi di investimento		Detenute da non residenti nell'area dell'euro
1	2	3	4	5	6	7	
Consistenze in essere							
2012 ago.	6.956,7	140,9	6.292,4	4.653,3	703,4	1.639,1	523,4
set.	7.033,5	150,7	6.348,1	4.667,5	717,0	1.680,6	534,7
ott.	7.043,6	146,6	6.383,5	4.684,0	725,9	1.699,5	513,6
nov.	7.138,5	150,1	6.464,1	4.741,1	739,1	1.723,0	524,3
dic.	7.173,4	144,1	6.560,1	4.805,3	757,4	1.754,8	469,2
2013 gen.	7.266,3	150,2	6.622,3	4.846,9	770,6	1.775,5	493,8
2013 feb. ^(p)	7.431,6	158,1	6.737,3	4.907,4	787,3	1.829,9	536,2
Transazioni							
2012 2° trim.	13,9	6,6	35,6	-3,8	-12,4	39,6	-28,2
3° trim.	122,4	19,6	77,2	25,0	29,1	52,2	25,6
4° trim.	37,4	-6,6	122,1	68,1	32,9	54,0	-78,2

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										
2012 lug.	6.277,9	2.249,1	1.630,8	1.529,9	317,5	140,8	409,8	6.196,5	81,5	964,5
ago.	6.292,4	2.261,3	1.625,6	1.538,1	315,8	138,6	413,0	6.211,3	81,1	970,0
set.	6.348,1	2.273,8	1.654,9	1.551,5	315,8	139,7	412,5	6.265,8	82,3	942,3
ott.	6.383,5	2.311,4	1.647,7	1.557,8	318,9	137,4	410,2	6.301,1	82,4	945,4
nov.	6.464,1	2.350,4	1.668,3	1.573,3	320,2	136,2	415,8	6.381,5	82,6	945,6
dic.	6.560,1	2.372,5	1.707,3	1.598,8	320,5	141,0	419,9	6.477,2	82,9	911,1
2013 gen.	6.622,3	2.365,9	1.753,2	1.621,4	322,0	140,4	419,5	6.538,6	83,7	894,9
2013 feb. ^(p)	6.737,3	2.401,7	1.795,3	1.647,0	322,9	143,8	426,6	6.653,3	84,0	899,4
Transazioni										
2012 ago.	16,9	17,4	-2,8	2,7	0,7	-1,0	-0,1	17,0	-0,1	13,1
set.	22,2	12,3	5,0	5,9	1,0	-0,4	-1,6	22,0	0,2	-22,0
ott.	38,5	30,6	1,5	5,8	2,1	-1,4	-0,1	38,5	-0,1	6,3
nov.	31,6	27,4	-1,2	4,5	0,3	-1,9	2,5	31,4	0,2	1,6
dic.	52,1	16,0	17,8	11,7	0,2	3,8	2,5	51,5	0,5	-29,5
2013 gen.	54,1	19,1	14,8	18,6	1,4	0,3	-0,1	53,6	0,5	-2,9
2013 feb. ^(p)	43,2	12,9	10,7	14,7	0,6	0,0	4,2	43,2	-0,1	-0,7

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 ¹⁾, suddivisi per emittente

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

1. Titoli non azionari

	Totale		Area dell'euro					Resto del mondo			
	Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze in essere											
2012 1° trim.	2.675,6	1.503,5	424,7	679,2	209,2	5,7	184,6	1.172,0	313,1	453,9	15,5
2° trim.	2.730,7	1.507,9	414,7	694,9	207,9	5,1	185,3	1.222,8	315,5	467,6	17,8
3° trim.	2.855,0	1.568,3	416,5	711,7	231,9	6,1	202,1	1.286,7	322,6	494,0	18,3
4° trim. ^(p)	2.966,4	1.622,9	418,0	744,9	240,7	7,8	211,2	1.343,5	331,9	510,9	16,1
Transazioni											
2012 2° trim.	34,2	9,8	-9,5	16,4	0,6	-0,5	2,9	24,4	-5,9	-8,8	1,1
3° trim.	62,6	18,6	-7,4	-4,4	18,2	0,5	11,7	44,0	-0,8	28,2	-0,4
4° trim. ^(p)	81,7	28,0	-3,5	21,0	2,9	1,2	6,5	53,7	8,8	16,8	-1,4

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

	Totale		Area dell'euro					Resto del mondo			
	Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze in essere											
2012 1° trim.	1.887,3	688,9	56,4	-	41,7	24,1	566,6	1.198,4	162,7	389,8	75,3
2° trim.	1.816,3	638,9	45,5	-	39,1	21,9	532,5	1.177,3	163,6	391,9	78,1
3° trim.	1.919,2	684,4	52,9	-	44,4	24,1	563,0	1.234,7	172,0	412,1	72,1
4° trim. ^(p)	1.986,3	721,7	60,8	-	51,0	27,6	582,3	1.264,6	175,8	407,8	78,1
Transazioni											
2012 2° trim.	-13,8	-9,2	-2,8	-	-0,9	-0,2	-5,2	-4,3	0,2	-0,9	3,6
3° trim.	0,2	-3,5	0,5	-	3,3	-0,5	-6,7	3,7	-0,3	4,7	-3,9
4° trim. ^(p)	20,2	-0,1	1,8	-	3,9	0,5	-6,2	20,3	0,7	6,1	4,6

3. Quote dei fondi di investimento/fondi comuni monetari

	Totale		Area dell'euro					Resto del mondo			
	Totale	IFM ²⁾	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari ²⁾	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze in essere											
2012 1° trim.	890,2	753,6	69,6	-	684,0	-	-	136,6	25,2	41,5	0,6
2° trim.	880,8	743,9	79,5	-	664,4	-	-	136,9	24,9	43,3	0,6
3° trim.	924,9	792,1	75,1	-	717,0	-	-	132,8	27,4	40,0	0,6
4° trim. ^(p)	961,4	829,8	72,4	-	757,4	-	-	131,6	28,7	40,2	0,6
Transazioni											
2012 2° trim.	-6,0	-3,8	8,6	-	-12,4	-	-	-2,1	-0,2	0,4	0,0
3° trim.	15,1	22,3	-6,8	-	29,1	-	-	-7,2	1,0	-3,3	0,0
4° trim. ^(p)	28,8	29,5	-3,3	-	32,9	-	-	-0,7	1,2	0,5	0,0

Fonte: BCE.

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

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

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

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

1. Attività

	Totale	Depositi e prestiti	Prestiti cartolarizzati						Titoli non azionari	Altre attività cartolarizzate	Azioni e altri titoli di capitale	Altre attività	
			Totale	Originati nell'area dell'euro				Originati all'esterno dell'area dell'euro					
				IFM	Altri intermediari finanziari, società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Amministrazioni pubbliche						
													Mantenuti nel bilancio delle IFM ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Consistenze													
2011 4° trim.	2.283,6	328,1	1.533,6	1.218,7	581,2	154,6	23,4	4,8	132,0	225,9	89,5	37,0	69,5
2012 1° trim.	2.232,4	321,3	1.504,6	1.197,8	551,6	149,5	23,6	4,8	129,0	213,1	86,7	35,9	70,8
2° trim.	2.156,1	306,2	1.458,7	1.149,4	513,2	154,1	22,9	4,4	127,9	210,5	84,8	30,8	65,1
3° trim.	2.078,1	302,0	1.397,7	1.086,1	476,1	158,5	23,4	4,4	125,3	196,2	86,0	28,6	67,6
4° trim.	2.041,6	284,0	1.377,1	1.061,8	469,8	162,8	24,3	4,0	124,2	198,9	87,9	27,9	65,7
Transazioni													
2011 4° trim.	72,2	2,8	67,2	62,7	-	7,4	0,8	-0,4	-3,3	0,0	1,5	-1,0	1,6
2012 1° trim.	-52,4	-6,5	-26,9	-19,1	-	-5,0	0,3	0,0	-3,1	-13,2	-1,8	-1,0	-3,0
2° trim.	-83,0	-14,8	-48,6	-51,0	-	5,0	-0,7	-0,4	-1,5	-3,0	-1,9	-5,3	-9,4
3° trim.	-80,6	-4,1	-61,3	-64,2	-	4,3	0,5	0,0	-2,0	-15,0	1,5	-2,2	0,5
4° trim.	-39,9	-17,8	-18,6	-22,4	-	4,1	1,1	-0,4	-1,0	0,7	2,4	-0,6	-6,1

2. Passività

	Totale	Prestiti e depositi ricevuti	Titoli di debito emessi			Capitale e riserve	Altre passività
			Totale	Fino a 2 anni	Oltre 2 anni		
Consistenze							
2011 4° trim.	2.283,6	154,9	1.876,6	66,4	1.810,2	35,5	216,6
2012 1° trim.	2.232,4	155,2	1.820,6	59,5	1.761,1	34,7	221,9
2° trim.	2.156,1	150,4	1.750,6	55,7	1.694,9	28,5	226,6
3° trim.	2.078,1	144,4	1.680,5	54,6	1.626,0	27,0	226,1
4° trim.	2.041,6	138,1	1.655,3	54,1	1.601,3	27,0	221,1
Transazioni							
2011 4° trim.	72,2	18,6	63,6	3,8	59,8	-0,6	-9,5
2012 1° trim.	-52,4	1,2	-54,9	-7,6	-47,3	-0,9	2,2
2° trim.	-83,0	-5,1	-72,6	-3,8	-68,8	-5,8	0,4
3° trim.	-80,6	-5,7	-71,4	-1,4	-70,1	-0,9	-2,6
4° trim.	-39,9	-5,4	-26,3	-0,4	-25,8	-0,1	-8,0

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 ²⁾				Settore debitore esterno all'area dell'euro	Totale	Residenti nell'area dell'euro			Non residenti nell'area dell'euro		
		Famiglie	Società non azionarie	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione			Amministrazioni pubbliche	Totale	IFM		Non IFM	
													Società veicolo finanziarie
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Consistenze													
2011 4° trim.	1.218,7	890,1	254,6	18,0	0,2	6,6	32,5	225,9	123,7	42,1	81,6	33,4	102,1
2012 1° trim.	1.197,8	879,5	245,6	18,2	0,2	6,4	32,2	213,1	117,8	41,4	76,4	32,9	95,3
2° trim.	1.149,4	833,0	244,6	18,7	0,2	6,3	33,1	210,5	117,7	42,6	75,2	31,7	92,8
3° trim.	1.086,1	787,5	231,8	17,1	0,2	5,5	31,4	196,2	110,7	38,6	72,2	29,9	85,5
4° trim.	1.061,8	770,3	228,6	17,4	0,2	5,4	28,9	198,9	113,7	39,7	74,1	30,8	85,1
Transazioni													
2011 4° trim.	62,7	66,4	6,5	-0,8	-0,1	-3,0	-4,2	0,0	-0,6	-1,5	0,9	0,5	0,6
2012 1° trim.	-19,1	-10,4	-8,2	0,3	0,0	-0,2	0,6	-13,2	-6,0	-0,7	-5,3	-0,5	-7,2
2° trim.	-51,0	-48,5	-1,1	0,5	0,0	-0,1	0,3	-3,0	0,1	0,9	-0,7	-1,4	-3,1
3° trim.	-64,2	-47,0	-12,6	-1,0	0,0	-0,8	-1,8	-15,0	-7,1	-4,4	-2,7	-1,1	-7,9
4° trim.	-22,4	-17,8	-2,1	0,4	0,0	-0,1	-1,1	0,7	2,5	0,7	1,8	1,2	-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
2010 1° trim.	6.866,3	781,1	434,9	2.612,1	803,8	1.524,3	93,5	245,6	226,8	144,1
2° trim.	6.886,4	781,8	438,6	2.642,5	780,7	1.511,3	92,0	251,0	242,3	146,2
3° trim.	7.063,4	780,2	447,0	2.733,0	796,5	1.552,0	89,9	253,1	265,4	146,4
4° trim.	7.040,4	768,3	451,6	2.682,9	830,6	1.601,6	80,7	253,8	222,0	148,9
2011 1° trim.	7.124,8	768,9	452,7	2.735,8	838,0	1.613,5	80,0	261,7	223,6	150,7
2° trim.	7.138,7	771,5	460,5	2.746,1	838,0	1.613,7	83,3	254,1	222,0	149,4
3° trim.	7.138,2	788,4	459,4	2.770,2	788,8	1.565,8	92,4	255,4	268,7	149,1
4° trim.	7.144,1	780,8	469,0	2.729,5	797,3	1.597,0	95,1	253,4	271,3	150,7
2012 1° trim.	7.401,6	793,1	467,3	2.845,6	807,3	1.702,8	98,3	255,2	280,7	151,4
2° trim.	7.464,0	782,7	467,2	2.872,8	822,7	1.702,5	102,9	258,2	302,2	152,9
3° trim.	7.676,7	782,6	475,8	2.981,5	841,9	1.778,4	106,5	259,7	296,8	153,5
4° trim.	7.778,0	786,3	480,5	3.039,9	834,0	1.817,7	107,7	258,6	298,1	155,1

2. Titoli non azionari

	Totale	Emessi da residenti nell'area dell'euro					Emessi da non residenti nell'area dell'euro	
		Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazioni fondi comuni		Società non finanziarie
	1	2	3	4	5	6	7	8
2010 1° trim.	2.612,1	2.190,2	574,2	1.216,3	235,3	16,1	148,2	422,0
2° trim.	2.642,5	2.219,0	577,2	1.228,6	244,9	16,2	152,1	423,5
3° trim.	2.733,0	2.303,5	593,6	1.282,6	254,0	18,7	154,6	429,4
4° trim.	2.682,9	2.255,0	592,6	1.253,1	234,2	17,7	157,4	427,9
2011 1° trim.	2.735,8	2.314,8	614,6	1.289,6	237,9	17,4	155,3	421,0
2° trim.	2.746,1	2.324,6	618,7	1.292,6	237,3	16,9	159,1	421,5
3° trim.	2.770,2	2.342,5	628,4	1.306,2	228,8	17,0	162,1	427,6
4° trim.	2.729,5	2.298,2	625,2	1.263,5	226,4	16,7	166,4	431,3
2012 1° trim.	2.845,6	2.389,0	653,3	1.307,9	229,7	17,1	180,8	456,6
2° trim.	2.872,8	2.397,9	657,8	1.301,1	234,2	17,0	187,7	474,9
3° trim.	2.981,5	2.482,1	685,9	1.333,4	243,2	17,5	202,1	499,3
4° trim.	3.039,9	2.528,6	684,5	1.366,4	246,1	18,1	213,5	511,3

3. Passività e ricchezza finanziaria netta

	Passività								Ricchezza netta	
	Totale	Prestiti ricevuti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Riserve tecniche di assicurazione			Altri conti attivi/passivi e strumenti derivati		
					Totale	Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita	Correzioni per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione			Riserve premi e riserve sinistri
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2010 1° trim.	6.625,4	248,3	39,5	457,8	5.691,7	3.126,8	1.754,3	810,6	188,1	240,9
2° trim.	6.708,3	251,1	39,5	431,8	5.793,6	3.156,9	1.823,8	813,0	192,2	178,2
3° trim.	6.871,2	276,3	39,7	440,3	5.935,9	3.220,7	1.905,8	809,4	179,0	192,2
4° trim.	6.863,8	250,3	42,5	448,9	5.954,6	3.257,8	1.886,6	810,2	167,5	176,6
2011 1° trim.	6.910,1	262,5	40,5	465,1	5.967,9	3.283,7	1.858,2	826,1	174,1	214,7
2° trim.	6.931,0	261,7	43,1	454,1	5.997,3	3.304,6	1.870,8	821,9	174,8	207,7
3° trim.	7.039,4	269,0	42,2	409,2	6.130,8	3.286,5	2.023,2	821,1	188,2	98,7
4° trim.	7.058,7	262,9	42,2	407,1	6.160,1	3.297,3	2.046,9	815,8	186,5	85,4
2012 1° trim.	7.223,1	271,8	44,5	438,6	6.278,6	3.340,3	2.103,7	834,6	189,7	178,5
2° trim.	7.294,7	279,3	43,5	421,8	6.346,3	3.345,3	2.165,3	835,7	203,7	169,3
3° trim.	7.368,1	290,9	44,9	450,9	6.387,8	3.394,2	2.154,6	838,9	193,7	308,5
4° trim.	7.477,3	268,2	48,1	481,0	6.461,4	3.430,8	2.188,1	842,6	218,6	300,8

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
4° trim. 2012						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						641
Saldo commerciale ¹⁾						-56
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	1.254	128	793	65	268	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	34	13	10	5	6	
Consumo di capitale fisso	376	101	213	11	51	
Margine operativo netto e reddito misto ¹⁾	506	260	224	22	-2	
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto						7
Redditi da lavoro dipendente						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	662	34	255	295	78	111
Interessi	359	31	61	190	78	51
Altri redditi da capitale	302	3	194	106	0	60
Reddito nazionale netto ¹⁾	2.075	1.697	89	39	250	
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	345	265	69	12	0	1
Contributi sociali	483	483				1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	495	1	18	36	440	1
Altri trasferimenti correnti	201	72	26	50	53	11
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	46	34	11	1	1	2
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	47			47		1
Altro	108	38	16	2	53	8
Reddito netto disponibile ¹⁾	2.049	1.462	10	41	537	
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.940	1.383			557	
Spese per consumi individuali	1.723	1.383			340	
Spese per consumi collettivi	217				217	
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	15	0	1	14	0	0
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero ¹⁾	109	94	9	27	-21	-56
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	430	141	221	13	55	
Investimenti fissi lordi	453	141	245	13	55	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-24	0	-24	0	0	
Consumo di capitale fisso						
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0	-1	1	0	0	0
Trasferimenti in conto capitale	84	10	3	3	68	11
Imposte in conto capitale	7	6	1	0	0	0
Altri trasferimenti in conto capitale	77	4	2	3	68	11
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) ¹⁾	63	57	22	58	-75	-63
Discrepanza statistica	0	-7	7	0	0	0

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

(miliardi di euro)

Risorse	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
4° trim. 2012						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						585
<i>Saldo commerciale</i>						
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	2.170	502	1.241	103	323	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	256					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	2.425					
Redditi da lavoro dipendente						
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Consumo di capitale fisso						
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i>						
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto	506	260	224	22	-2	
Redditi da lavoro dipendente	1.257	1.257				3
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	304				304	-14
Redditi da capitale	670	214	119	312	25	102
Interessi	354	54	41	248	11	57
Altri redditi da capitale	317	160	78	64	14	46
<i>Reddito nazionale netto</i>						
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto	2.075	1.697	89	39	250	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	345				345	1
Contributi sociali	483	1	19	51	411	1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	493	493				3
Altri trasferimenti correnti	177	91	15	48	23	35
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	47			47		1
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	45	35	9	1	0	3
Altro	85	56	6	0	23	31
<i>Reddito netto disponibile</i>						
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile	2.049	1.462	10	41	537	
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>						
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	109	94	9	27	-21	-56
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	376	101	213	11	51	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	90	13	25	35	17	5
Imposte in conto capitale	7				7	0
Altri trasferimenti in conto capitale	83	13	25	35	10	5
<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
4° trim. 2012								
Bilancio di apertura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		19.363	17.055	35.464	16.041	7.271	4.121	17.879
Oro monetario e DSP				530				
Banconote, monete e depositi		6.926	2.073	11.783	2.236	801	816	3.576
Titoli di debito a breve termine		58	86	573	421	73	34	618
Titoli di debito a lungo termine		1.310	307	6.378	2.733	2.909	421	4.128
Prestiti		77	3.092	13.424	3.806	487	686	2.195
<i>di cui: a lungo termine</i>		57	1.915	10.411	2.639	361	601	.
Azioni e altre partecipazioni		4.268	7.761	1.780	6.529	2.624	1.435	6.528
Azioni quotate		735	1.042	351	2.063	390	201	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.150	6.346	1.140	3.393	432	1.056	.
Quote di fondi di investimento		1.383	374	289	1.073	1.801	178	.
Riserve tecniche di assicurazione		6.147	177	3	0	240	4	266
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		578	3.558	993	316	138	725	567
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								
Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie								
Totale delle transazioni in attività finanziarie		81	115	-699	235	56	117	-66
Oro monetario e DSP				0				0
Banconote, monete e depositi		110	87	-460	-74	-1	-69	-211
Titoli di debito a breve termine		-12	-5	-20	-23	-6	3	-2
Titoli di debito a lungo termine		-52	-4	-5	119	29	4	65
Prestiti		0	-42	-148	162	4	125	-23
<i>di cui: a lungo termine</i>		0	-10	-72	116	3	110	.
Azioni e altre partecipazioni		30	24	49	78	29	45	84
Azioni quotate		-1	-5	20	28	10	4	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		22	20	15	24	2	49	.
Quote di fondi di investimento		8	9	14	27	17	-8	.
Riserve tecniche di assicurazione		33	-1	0	0	1	0	5
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		-26	56	-115	-28	0	8	16
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
Conto delle altre variazioni: attività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		181	136	-116	94	57	20	15
Oro monetario e DSP				-23				
Banconote, monete e depositi		-1	-3	-80	-1	1	0	-32
Titoli di debito a breve termine		3	-1	-1	-5	0	0	-9
Titoli di debito a lungo termine		33	8	39	27	28	7	14
Prestiti		0	-27	-66	7	0	0	22
<i>di cui: a lungo termine</i>		0	-22	-32	2	0	5	.
Azioni e altre partecipazioni		101	179	14	74	28	13	45
Azioni quotate		24	95	-1	57	6	4	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		57	81	17	2	-2	7	.
Quote di fondi di investimento		20	3	-2	15	24	2	.
Riserve tecniche di assicurazione		43	0	0	0	0	0	2
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		2	-20	0	-8	0	0	-27
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
Bilancio di chiusura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		19.626	17.306	34.649	16.370	7.383	4.258	17.827
Oro monetario e DSP				508				
Banconote, monete e depositi		7.035	2.157	11.244	2.161	800	747	3.333
Titoli di debito a breve termine		48	80	552	394	67	37	607
Titoli di debito a lungo termine		1.291	312	6.412	2.879	2.966	433	4.207
Prestiti		77	3.023	13.210	3.974	491	812	2.194
<i>di cui: a lungo termine</i>		57	1.882	10.307	2.757	363	716	.
Azioni e altre partecipazioni		4.399	7.965	1.843	6.681	2.681	1.493	6.657
Azioni quotate		758	1.131	370	2.148	406	209	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.229	6.448	1.173	3.419	432	1.111	.
Quote di fondi di investimento		1.412	386	301	1.114	1.843	173	.
Riserve tecniche di assicurazione		6.222	175	3	0	240	4	273
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		554	3.594	878	280	138	733	556
<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 assic- urazione e fondi pensione	Ammini- strazioni pubbliche	Resto del mondo
3° trim. 2012								
Bilancio di apertura: passività finanziarie								
Totale delle passività		6.807	26.187	34.393	15.725	7.296	10.199	16.058
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			31	25.170	32	0	275	2.702
Titoli di debito a breve termine			91	696	72	3	704	298
Titoli di debito a lungo termine			927	4.697	2.783	46	6.522	3.211
Prestiti		6.188	8.462		3.530	301	2.067	3.221
<i>di cui: a lungo termine</i>		5.840	6.189		1.882	106	1.756	
Azioni e altre partecipazioni		8	12.761	2.582	9.199	438	4	5.934
Azioni quotate			3.550	367	214	117	0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni		8	9.211	1.273	2.852	320	4	
Quote di fondi di investimento				942	6.133			
Riserve tecniche di assicurazione		36	348	67	1	6.384	1	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		575	3.567	1.182	108	124	627	692
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>	-1.291	12.557	-9.132	1.071	316	-25	-6.078	
Conto finanziario, transazioni in passività								
Totale delle transazioni in passività		31	87	-715	195	54	192	-4
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			1	-564	4	0	6	-65
Titoli di debito a breve termine			-8	-58	37	0	-34	-2
Titoli di debito a lungo termine			29	-43	81	3	62	23
Prestiti		15	-67		-27	-27	201	-18
<i>di cui: a lungo termine</i>		11	-61		-28	3	212	
Azioni e altre partecipazioni		0	56	21	171	-1	0	92
Azioni quotate			14	6	2	0	0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	42	37	42	-1	0	
Quote di fondi di investimento				-22	127			
Riserve tecniche di assicurazione		0	1	1	0	36	0	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		16	75	-72	-73	43	-43	-33
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>	63	51	29	16	40	2	-75	-63
Conto delle altre variazioni: passività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		-13	337	-64	88	37	135	-112
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0	-95	0	0	0	-21
Titoli di debito a breve termine			0	-4	-1	0	-1	-8
Titoli di debito a lungo termine			1	10	13	1	137	-5
Prestiti		-11	-47		0	4	-17	
<i>di cui: a lungo termine</i>		-10	-35		14	0	4	
Azioni e altre partecipazioni		0	390	16	63	26	0	-41
Azioni quotate			183	32	18	16	0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	207	-6	-32	10	0	
Quote di fondi di investimento				-10	77			
Riserve tecniche di assicurazione			0	0	0	43	0	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		-2	-6	9	6	-33	-6	-20
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>	-149	194	-201	-52	6	19	-115	126
Bilancio di chiusura: passività finanziarie								
Totale delle passività finanziarie		6.824	26.611	33.614	16.007	7.387	10.526	15.942
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			32	24.511	37	0	281	2.616
Titoli di debito a breve termine			83	634	108	3	670	289
Titoli di debito a lungo termine			956	4.664	2.878	51	6.721	3.229
Prestiti		6.192	8.347		3.510	273	2.273	3.185
<i>di cui: a lungo termine</i>		5.840	6.093		1.868	109	1.972	
Azioni e altre partecipazioni		8	13.208	2.619	9.433	463	4	5.985
Azioni quotate			3.747	404	234	134	0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni		8	9.461	1.304	2.862	328	4	
Quote di fondi di investimento				911	6.337			
Riserve tecniche di assicurazione		36	349	68	1	6.463	1	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		588	3.636	1.119	41	133	577	639
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>	-1.377	12.802	-9.304	1.035	363	-4	-6.268	

Fonte: BCE.

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri)

Impieghi	2008	2009	2010	1° trim. 2011- 4° trim. 2011	2° trim. 2011- 1° trim. 2012	3° trim. 2011- 2° trim. 2012	4° trim. 2011- 3° trim. 2012	1° trim. 2012- 4° trim. 2012
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)								
Redditi da lavoro dipendente	4.464	4.448	4.508	4.625	4.641	4.652	4.665	4.669
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	94	86	83	96	104	112	117	127
Consumo di capitale fisso	1.361	1.387	1.418	1.466	1.476	1.484	1.491	1.497
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i> ¹⁾	2.357	2.099	2.204	2.243	2.240	2.226	2.210	2.190
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Redditi da lavoro dipendente								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Redditi da capitale	3.949	2.964	2.823	2.986	3.011	3.003	2.980	2.951
Interessi	2.386	1.596	1.384	1.543	1.561	1.549	1.523	1.482
Altri redditi da capitale	1.563	1.369	1.439	1.443	1.450	1.454	1.457	1.469
<i>Reddito nazionale netto</i> ¹⁾	7.801	7.541	7.753	7.926	7.962	7.974	8.001	8.003
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.145	1.028	1.055	1.111	1.123	1.140	1.155	1.177
Contributi sociali	1.672	1.677	1.704	1.755	1.763	1.773	1.780	1.789
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.652	1.768	1.813	1.842	1.852	1.863	1.875	1.886
Altri trasferimenti correnti	773	773	777	785	787	790	792	787
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	188	180	181	184	186	186	187	186
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	190	182	182	186	187	188	189	188
Altro	395	411	413	414	415	416	415	412
<i>Reddito netto disponibile</i> ¹⁾	7.699	7.433	7.641	7.816	7.850	7.859	7.887	7.891
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	7.138	7.151	7.316	7.473	7.499	7.507	7.513	7.518
Spese per consumi individuali	6.403	6.382	6.542	6.697	6.722	6.730	6.734	6.741
Spese per consumi collettivi	735	769	774	776	777	777	778	777
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	70	61	56	59	60	61	60	60
<i>Risparmio netto</i> ¹⁾	561	282	325	344	351	352	374	374
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	2.072	1.705	1.786	1.867	1.852	1.821	1.792	1.769
Investimenti fissi lordi	2.010	1.753	1.762	1.827	1.826	1.812	1.796	1.777
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	62	-48	24	40	26	9	-4	-9
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	1	1	1	0	0	1	1	0
Trasferimenti in conto capitale	152	184	222	175	170	176	185	196
Imposte in conto capitale	24	34	25	31	30	29	29	26
Altri trasferimenti in conto capitale	128	150	197	144	140	147	156	171
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> <i>(dal conto capitale)</i> ¹⁾	-142	-28	-34	-46	-15	25	86	115

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	2008	2009	2010	1° trim. 2011- 4° trim. 2011	2° trim. 2011- 1° trim. 2012	3° trim. 2011- 2° trim. 2012	4° trim. 2011- 3° trim. 2012	1° trim. 2012- 4° trim. 2012
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	8.276	8.020	8.214	8.430	8.460	8.474	8.483	8.483
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	946	894	942	974	976	972	972	976
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	9.222	8.914	9.156	9.404	9.436	9.447	9.455	9.459
Redditi da lavoro dipendente								
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti								
Consumo di capitale fisso								
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i>								
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto	2.357	2.099	2.204	2.243	2.240	2.226	2.210	2.190
Redditi da lavoro dipendente	4.473	4.459	4.520	4.637	4.654	4.665	4.677	4.682
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	1.047	997	1.039	1.080	1.089	1.094	1.098	1.114
Redditi da capitale	3.873	2.950	2.812	2.951	2.991	2.992	2.996	2.969
Interessi	2.330	1.551	1.338	1.495	1.515	1.511	1.494	1.458
Altri redditi da capitale	1.544	1.399	1.474	1.456	1.475	1.481	1.502	1.512
<i>Reddito nazionale netto</i>								
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto	7.801	7.541	7.753	7.926	7.962	7.974	8.001	8.003
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.154	1.033	1.059	1.118	1.129	1.144	1.158	1.180
Contributi sociali	1.670	1.675	1.703	1.753	1.762	1.772	1.778	1.787
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.644	1.762	1.806	1.836	1.846	1.856	1.868	1.879
Altri trasferimenti correnti	672	668	668	676	677	679	682	680
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	190	182	182	186	187	188	189	188
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	185	178	178	180	181	182	183	181
Altro	297	308	308	310	309	309	310	310
<i>Reddito netto disponibile</i>								
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile	7.699	7.433	7.641	7.816	7.850	7.859	7.887	7.891
Spese per consumi finali								
Spese per consumi individuali								
Spese per consumi collettivi								
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	70	61	56	59	60	61	60	60
<i>Risparmio netto</i>								
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	561	282	325	344	351	352	374	374
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.361	1.387	1.418	1.466	1.476	1.484	1.491	1.497
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	161	193	232	185	180	188	197	209
Imposte in conto capitale	24	34	25	31	30	29	29	26
Altri trasferimenti in conto capitale	137	159	207	154	150	159	168	184
<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)

	2008	2009	2010	1° trim. 2011- 4° trim. 2011	2° trim. 2011- 1° trim. 2012	3° trim. 2011- 2° trim. 2012	4° trim. 2011- 3° trim. 2012	1° trim. 2012- 4° trim. 2012
Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta								
Redditi da lavoro dipendente (+)	4.473	4.459	4.520	4.637	4.654	4.665	4.677	4.682
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.525	1.441	1.439	1.476	1.481	1.481	1.482	1.479
Interessi attivi (+)	347	233	201	228	233	232	231	226
Interessi passivi (-)	251	146	124	145	146	143	139	132
Altri redditi da capitali attivi (+)	787	726	725	745	757	754	749	748
Altri redditi da capitali passivi (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc. (-)	873	842	848	882	894	909	924	940
Contributi sociali netti (-)	1.668	1.672	1.699	1.750	1.758	1.768	1.775	1.784
Prestazioni sociali nette (+)	1.639	1.757	1.801	1.831	1.841	1.851	1.863	1.873
Trasferimenti correnti netti attivi (+)	69	72	71	70	68	69	68	70
= Reddito lordo disponibile	6.038	6.017	6.077	6.201	6.225	6.221	6.222	6.212
Spese per consumi finali (-)	5.232	5.155	5.292	5.435	5.457	5.463	5.465	5.471
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	70	60	56	58	59	60	59	59
= Risparmio lordo	876	922	840	824	827	818	816	800
Consumo di capitale fisso (-)	375	379	385	395	398	400	401	402
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	0	10	13	9	8	7	6	6
Altre variazioni nella ricchezza netta (+)	-1.053	-93	812	-44	-145	-621	-420	-420
= Variazioni nella ricchezza netta	-553	460	1.281	393	291	-195	2	-16
Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	648	554	558	577	577	572	566	561
Consumo di capitale fisso (-)	375	379	385	395	398	400	401	402
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	449	6	38	124	148	159	171	192
Banconote, monete e depositi	437	121	118	118	155	165	176	226
Partecipazioni in fondi comuni monetari	-3	-40	-59	-21	-22	-20	-27	-30
Titoli di debito ¹⁾	15	-74	-20	28	15	14	22	-3
Attività a lungo	64	450	406	223	238	204	152	99
Depositi	-25	71	57	55	52	43	26	10
Titoli di debito	31	6	-11	55	41	-11	-26	-122
Azioni e altre partecipazioni	-75	143	110	-1	45	74	51	90
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	69	117	101	45	78	100	69	65
Quote di fondi comuni di investimento	-144	26	9	-46	-33	-26	-18	25
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	133	230	249	115	100	98	101	122
Finanziamenti: principali componenti (-)								
Prestiti	257	107	120	84	68	39	19	15
di cui: da IFM dell'area dell'euro	83	65	147	81	34	13	1	26
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Attività non finanziarie	296	-393	723	271	-37	-408	-903	-915
Attività finanziarie	-1.427	300	133	-376	-191	-264	452	472
Azioni e altre partecipazioni	-1.166	99	36	-346	-302	-350	247	241
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	-235	186	123	23	108	107	184	171
Flussi netti restanti (+)	49	29	-72	53	23	-20	-17	-9
= Variazioni nella ricchezza netta	-553	460	1.281	393	291	-195	2	-16
Bilancio finanziario								
Attività non finanziarie (+)	25.346	25.128	26.025	26.478	26.243	26.140	25.933	25.721
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	5.777	5.772	5.814	5.952	5.969	6.022	6.032	6.117
Banconote, monete e depositi	5.321	5.474	5.596	5.726	5.755	5.822	5.839	5.949
Partecipazioni in fondi comuni monetari	320	246	189	172	156	145	135	120
Titoli di debito ¹⁾	136	52	29	53	57	54	58	48
Attività a lungo	10.794	11.596	12.112	11.964	12.268	12.160	12.372	12.575
Depositi	908	960	1.018	1.073	1.082	1.092	1.087	1.086
Titoli di debito	1.328	1.387	1.327	1.339	1.389	1.332	1.310	1.291
Azioni e altre partecipazioni	3.857	4.132	4.277	3.925	4.072	3.982	4.133	4.279
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	2.892	2.988	3.049	2.802	2.873	2.790	2.885	2.987
Quote di fondi di investimento	965	1.144	1.228	1.123	1.199	1.192	1.248	1.291
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	4.701	5.117	5.490	5.627	5.725	5.753	5.843	5.920
Restanti attività finanziarie (+)	295	302	309	345	314	316	341	302
Passività (-)								
Prestiti	5.806	5.932	6.112	6.199	6.183	6.197	6.188	6.192
di cui: da IFM dell'area dell'euro	4.914	4.968	5.213	5.281	5.269	5.294	5.283	5.291
= Ricchezza finanziaria netta	36.406	36.866	38.147	38.540	38.610	38.440	38.490	38.524

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)

	2008	2009	2010	1° trim. 2011- 4° trim. 2011	2° trim. 2011- 1° trim. 2012	3° trim. 2011- 2° trim. 2012	4° trim. 2011- 3° trim. 2012	1° trim. 2012- 4° trim. 2012
Reddito e risparmio								
Valore aggiunto lordo (+)	4.758	4.519	4.672	4.829	4.848	4.857	4.862	4.865
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.841	2.787	2.827	2.927	2.941	2.952	2.963	2.970
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (-)	46	41	35	42	44	48	49	53
= Margine operativo lordo (+)	1.870	1.691	1.810	1.859	1.862	1.856	1.850	1.842
Consumo di capitale fisso (-)	765	782	800	830	836	840	845	848
= Margine operativo netto (+)	1.106	910	1.011	1.029	1.026	1.016	1.005	994
Redditi da capitale attivi (+)	629	528	565	552	557	565	579	578
Interessi attivi	239	168	160	169	171	171	168	164
Altri redditi da capitale	390	360	405	383	386	394	410	414
Interest and rents payable (-)	427	299	259	291	294	289	283	274
= Reddito lordo di impresa (+)	1.308	1.139	1.316	1.290	1.289	1.291	1.301	1.298
Utili distribuiti (-)	1.009	927	951	975	976	989	990	995
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	235	151	168	188	187	189	189	196
Contributi sociali da riscuotere (+)	68	71	69	74	74	74	74	74
Prestazioni sociali da erogare (-)	66	68	69	70	70	70	71	71
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	48	47	45	47	47	47	47	47
= Risparmio netto	17	16	152	84	82	71	78	64
Investimento, finanziamento e risparmio								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	367	71	157	199	183	161	137	114
Investimenti fissi lordi (+)	1.073	902	933	991	992	989	982	972
Consumo di capitale fisso (-)	765	782	800	830	836	840	845	848
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	58	-50	24	38	27	12	0	-10
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	61	96	43	-26	-4	-1	19	56
Banconote, monete e depositi	14	88	68	6	16	16	38	77
Partecipazioni in fondi comuni monetari	33	39	-23	-43	-35	-30	-24	-14
Titoli di debito ¹⁾	15	-31	-2	11	15	13	5	-7
Attività a lungo	598	132	439	452	448	371	306	202
Depositi	34	0	20	87	45	21	-27	-3
Titoli di debito	-24	25	5	-1	-5	11	12	9
Azioni e altre partecipazioni	323	96	251	232	251	164	128	99
Altri prestiti (in prevalenza intragruppo)	265	11	163	134	157	175	193	98
Restanti attività nette (+)	-18	57	-22	-44	-25	-5	71	67
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Debito	633	14	152	218	216	168	196	102
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	391	-107	-17	74	-1	-42	-89	-143
di cui: titoli di debito	46	90	61	50	74	92	106	115
Azioni e altre partecipazioni	281	240	245	210	238	220	187	198
Azioni quotate	-7	59	31	27	19	15	16	26
Azioni non quotate e altre partecipazioni	288	181	214	184	218	205	172	172
Trasferimenti netti di capitali attivi (-)	74	82	66	69	67	67	69	68
= Risparmio netto	17	16	152	84	82	71	78	64
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie								
Attività a breve	1.849	1.934	1.968	1.944	1.920	1.923	1.929	1.992
Banconote, monete e depositi	1.538	1.632	1.696	1.706	1.682	1.698	1.717	1.782
Partecipazioni in fondi comuni monetari	192	214	192	147	141	135	126	130
Titoli di debito ¹⁾	118	88	81	91	97	90	86	80
Attività a lungo	9.492	10.245	10.752	10.698	11.198	11.087	11.390	11.545
Depositi	246	236	245	336	360	358	355	375
Titoli di debito	218	240	254	268	299	300	307	312
Azioni e altre partecipazioni	6.388	7.141	7.444	7.134	7.558	7.367	7.635	7.835
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	2.640	2.628	2.809	2.961	2.980	3.062	3.092	3.023
Restanti attività nette	278	298	96	104	190	125	199	166
Passività								
Debito	9.247	9.206	9.478	9.638	9.679	9.755	9.828	9.735
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	4.856	4.701	4.675	4.719	4.686	4.691	4.631	4.499
di cui: titoli di debito	695	815	877	886	936	965	1.018	1.040
Azioni e altre partecipazioni	11.186	12.421	12.948	12.190	12.767	12.354	12.761	13.208
Azioni quotate	2.953	3.502	3.799	3.281	3.569	3.331	3.550	3.747
Azioni non quotate e altre partecipazioni	8.233	8.919	9.150	8.909	9.199	9.022	9.211	9.461

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)

	2008	2009	2010	1° trim. 2011- 4° trim. 2011	2° trim. 2011- 1° trim. 2012	3° trim. 2011- 2° trim. 2012	4° trim. 2011- 3° trim. 2012	1° trim. 2012- 4° trim. 2012
Conto finanziario, transazioni finanziarie								
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	69	-47	-16	49	88	76	59	49
Banconote, monete e depositi	57	-33	-9	14	29	15	3	16
Partecipazioni in fondi comuni monetari	12	0	-17	11	47	48	45	39
Titoli di debito ¹⁾	1	-14	11	24	12	13	10	-6
Attività a lungo	130	292	292	146	87	88	101	179
Depositi	5	15	-5	7	-4	-5	-15	-17
Titoli di debito	78	102	181	54	27	42	74	125
Prestiti	20	8	32	9	6	0	13	13
Azioni quotate	-12	-51	-2	-12	-16	-13	-15	-4
Azioni non quotate e altre partecipazioni	14	-14	11	15	10	15	8	7
Quote di fondi comuni di investimento	25	233	75	72	63	49	36	55
Restanti attività finanziarie (+)	14	12	10	-51	-57	-18	-14	-45
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Titoli di debito	5	5	1	3	5	1	3	6
Prestiti	30	-4	7	6	-3	1	4	-12
Azioni e altre partecipazioni	8	5	7	2	1	3	2	0
Riserve tecniche di assicurazione	127	246	281	115	103	109	124	150
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	124	240	262	110	100	98	109	126
Riserve premi e riserve sinistri	2	6	19	5	3	11	15	24
= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni	43	4	-9	19	11	32	13	38
Conto delle altre variazioni								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	-546	200	113	-108	-6	-26	192	184
Altre attività nette	46	44	1	18	138	109	146	221
Altre variazioni nelle passività (-)								
Azioni e altre partecipazioni	-171	12	-1	-49	-31	-36	42	68
Riserve tecniche di assicurazione	-253	165	141	25	115	115	191	177
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	-246	193	130	23	111	115	193	182
Riserve premi e riserve sinistri	-8	-28	11	2	4	0	-3	-5
= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta	-76	66	-26	-66	49	4	106	160
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)	376	324	313	350	382	372	387	388
Attività a breve	224	195	190	193	208	195	200	210
Banconote, monete e depositi	98	90	74	84	107	110	113	111
Partecipazioni in fondi comuni monetari	54	39	49	74	66	68	73	67
Titoli di debito ¹⁾	5.097	5.665	6.058	6.060	6.301	6.303	6.507	6.617
Attività a lungo	599	611	605	608	609	606	601	591
Depositi	2.290	2.468	2.638	2.659	2.787	2.803	2.909	2.966
Titoli di debito	431	434	467	477	476	476	487	491
Prestiti	384	397	421	376	386	373	390	406
Azioni quotate	419	413	417	427	432	433	432	432
Azioni non quotate e altre partecipazioni	974	1.341	1.510	1.514	1.610	1.612	1.688	1.731
Quote di fondi comuni di investimento	237	214	238	251	241	253	253	245
Restanti attività finanziarie (+)								
Passività (-)	36	42	43	46	48	48	49	54
Titoli di debito	281	270	282	285	285	290	301	273
Prestiti	419	437	443	396	427	408	438	463
Azioni e altre partecipazioni	5.164	5.575	5.997	6.136	6.254	6.287	6.384	6.463
Riserve tecniche di assicurazione	4.364	4.796	5.188	5.321	5.423	5.456	5.551	5.630
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	800	778	809	815	830	831	834	834
Riserve premi e riserve sinistri	-190	-120	-155	-202	-90	-105	-25	-4
= Ricchezza finanziaria netta	-190	-124	-151	-147	-216	-110	-113	-3

Fonte: BCE.

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

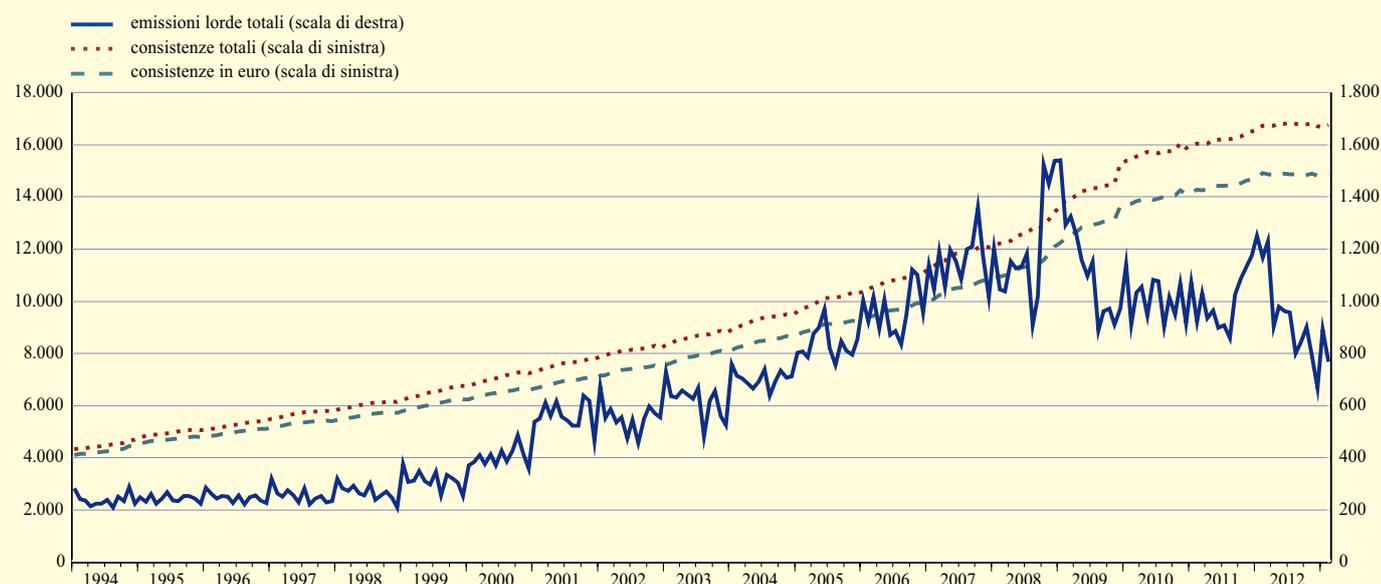


MERCATI FINANZIARI

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

	Totale in euro ¹⁾			Residenti nell'area dell'euro								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute			Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati ²⁾	
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette		Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Totale												
2012 feb.	17.130,8	1.137,0	186,4	14.911,8	1.050,0	144,3	16.734,4	1.168,2	160,9	4,2	96,5	5,7
mar.	17.178,6	1.237,3	142,8	14.859,8	1.094,3	42,3	16.723,4	1.229,1	78,7	4,7	81,1	5,9
apr.	17.132,5	839,1	-35,4	14.840,7	801,2	-8,5	16.723,8	904,6	-2,0	4,4	-8,5	5,0
mag.	17.173,9	919,0	42,7	14.882,0	866,6	42,6	16.826,8	980,1	59,6	4,0	-2,0	4,6
giu.	17.179,9	932,7	6,4	14.880,1	871,4	-1,3	16.795,6	961,5	-18,4	3,7	13,5	3,0
lug.	17.174,9	890,0	-4,7	14.871,4	832,8	-8,3	16.847,3	957,1	28,9	4,0	56,4	2,9
ago.	17.157,0	752,1	-20,5	14.860,9	708,1	-13,0	16.794,2	800,1	-36,2	3,6	-5,8	1,6
set.	17.141,3	809,3	-6,4	14.840,2	757,4	-11,5	16.745,0	842,9	-25,0	3,4	31,2	1,0
ott.	17.142,4	816,6	2,6	14.851,3	777,5	12,6	16.768,6	900,2	32,3	3,2	21,7	1,4
nov.	17.173,6	720,5	28,9	14.882,2	680,9	28,7	16.815,9	795,8	48,4	2,8	-24,7	1,1
dic.	17.104,9	627,4	-102,9	14.810,1	587,7	-106,3	16.715,2	669,3	-120,8	1,8	-30,6	0,6
2013 gen.	.	.	.	14.798,6	762,4	-8,8	16.683,8	892,2	0,0	1,2	-18,6	-0,3
feb.	.	.	.	14.834,1	639,7	20,6	16.749,2	767,6	32,1	0,5	-32,0	-0,6
A lungo termine												
2012 feb.	15.629,8	366,7	170,0	13.499,2	310,1	135,8	15.094,7	340,8	145,6	4,2	86,7	5,6
mar.	15.664,7	388,6	130,4	13.456,1	281,0	51,7	15.077,3	331,5	75,1	4,6	75,5	5,9
apr.	15.631,3	188,7	-22,6	13.434,3	175,0	-11,2	15.078,2	206,5	1,5	4,1	-8,3	4,9
mag.	15.681,8	233,0	50,4	13.484,0	208,6	49,4	15.185,9	244,3	68,2	4,1	15,3	4,8
giu.	15.716,2	278,6	35,3	13.521,8	246,2	38,9	15.194,9	261,9	20,5	3,8	13,8	3,5
lug.	15.696,0	264,8	-20,3	13.493,4	233,1	-28,3	15.215,1	271,7	-0,1	3,9	38,1	3,0
ago.	15.687,5	147,0	-10,5	13.486,5	126,8	-8,8	15.178,6	142,0	-21,4	3,8	20,3	2,1
set.	15.704,4	256,7	24,9	13.502,9	225,3	24,4	15.180,0	251,2	22,5	4,0	80,2	2,1
ott.	15.735,2	237,2	31,1	13.530,1	212,5	27,6	15.215,5	249,4	42,4	3,8	39,6	2,8
nov.	15.789,5	220,1	54,1	13.576,8	195,3	46,4	15.272,6	223,5	60,2	3,6	-8,1	2,4
dic.	15.760,9	194,2	-50,6	13.545,6	170,3	-53,1	15.219,5	190,0	-62,4	2,7	-15,1	2,1
2013 gen.	.	.	.	13.534,8	221,1	-8,3	15.178,9	253,9	-12,2	2,3	2,7	1,6
feb.	.	.	.	13.574,9	196,1	28,3	15.238,1	220,1	30,8	1,5	-28,6	0,9

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



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

1) Totale dei titoli non azionari denominati in euro emessi da residenti e non residenti nell'area dell'euro.

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

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

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

1. Consistenze ed emissioni lorde

	Consistenze						Emissioni lorde ¹⁾					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2011	16.516	5.525	3.276	873	6.217	625	1.001	609	99	62	191	39
2012	16.715	5.433	3.340	989	6.268	684	955	588	81	67	187	32
2012 1° trim.	16.723	5.627	3.311	905	6.209	671	1.216	765	108	71	223	49
2° trim.	16.796	5.590	3.285	938	6.285	698	949	584	80	71	183	30
3° trim.	16.745	5.559	3.218	970	6.299	699	867	538	63	63	177	26
4° trim.	16.715	5.433	3.340	989	6.268	684	788	463	72	64	164	25
2012 nov.	16.816	5.515	3.253	985	6.368	696	796	459	56	59	194	28
dic.	16.715	5.433	3.340	989	6.268	684	669	401	89	62	99	19
2013 gen.	16.684	5.397	3.310	994	6.298	683	892	516	52	63	224	38
feb.	16.749	5.362	3.326	1.004	6.378	679	768	434	47	48	215	23
	A breve termine											
2011	1.599	702	106	79	634	77	748	511	48	53	107	29
2012	1.496	601	139	81	610	64	701	489	36	52	104	21
2012 1° trim.	1.646	711	121	83	641	91	881	609	63	55	125	29
2° trim.	1.601	678	120	97	624	83	711	498	33	58	102	20
3° trim.	1.565	667	106	89	626	77	645	455	24	48	100	17
4° trim.	1.496	601	139	81	610	64	567	392	25	46	88	16
2012 nov.	1.543	638	108	84	641	72	572	393	21	43	100	15
dic.	1.496	601	139	81	610	64	479	332	28	44	62	12
2013 gen.	1.505	599	137	84	624	60	638	420	23	49	124	23
feb.	1.511	592	144	90	625	60	548	357	24	42	107	18
	A lungo termine²⁾											
2011	14.917	4.822	3.170	794	5.583	548	253	98	51	9	84	10
2012	15.219	4.832	3.201	908	5.658	621	254	99	44	15	83	12
2012 1° trim.	15.077	4.916	3.190	822	5.568	581	335	156	45	16	99	20
2° trim.	15.195	4.912	3.166	841	5.661	615	238	86	48	13	81	10
3° trim.	15.180	4.892	3.112	881	5.673	622	222	82	38	16	77	8
4° trim.	15.219	4.832	3.201	908	5.658	621	221	71	46	18	77	9
2012 nov.	15.273	4.876	3.145	900	5.727	624	224	66	35	16	94	13
dic.	15.219	4.832	3.201	908	5.658	621	190	69	60	18	37	6
2013 gen.	15.179	4.798	3.173	911	5.674	623	254	97	29	14	100	15
feb.	15.238	4.769	3.182	914	5.752	620	220	77	23	6	108	5
	di cui: a lungo termine con tasso fisso											
2011	10.016	2.764	1.150	699	4.994	408	150	54	12	8	70	7
2012	10.574	2.838	1.331	812	5.149	444	164	54	18	15	71	7
2012 1° trim.	10.227	2.875	1.198	727	5.004	422	229	103	17	15	83	11
2° trim.	10.407	2.876	1.244	748	5.101	438	148	42	21	12	68	6
3° trim.	10.497	2.859	1.278	786	5.132	441	139	37	14	15	68	4
4° trim.	10.574	2.838	1.331	812	5.149	444	142	36	20	17	64	6
2012 nov.	10.631	2.849	1.331	804	5.202	446	155	28	23	15	82	8
dic.	10.574	2.838	1.331	812	5.149	444	102	33	13	16	35	4
2013 gen.	10.588	2.825	1.344	814	5.157	449	190	63	21	13	81	13
feb.	10.647	2.816	1.355	817	5.209	449	130	33	12	5	76	4
	di cui: a lungo termine con tasso variabile											
2011	4.399	1.789	1.867	91	513	139	85	37	32	1	11	3
2012	4.215	1.740	1.771	93	437	175	77	38	24	1	8	5
2012 1° trim.	4.340	1.774	1.832	92	486	156	90	46	25	1	10	8
2° trim.	4.329	1.769	1.810	89	486	175	77	38	24	1	9	4
3° trim.	4.235	1.768	1.731	91	466	179	72	41	23	1	4	4
4° trim.	4.215	1.740	1.771	93	437	175	69	30	24	1	10	4
2012 nov.	4.192	1.767	1.712	93	443	176	55	32	11	1	7	5
dic.	4.215	1.740	1.771	93	437	175	82	31	46	2	1	2
2013 gen.	4.151	1.720	1.732	93	434	172	43	28	5	1	7	2
feb.	4.154	1.704	1.730	94	457	169	80	39	10	1	29	1

Fonte: BCE.

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

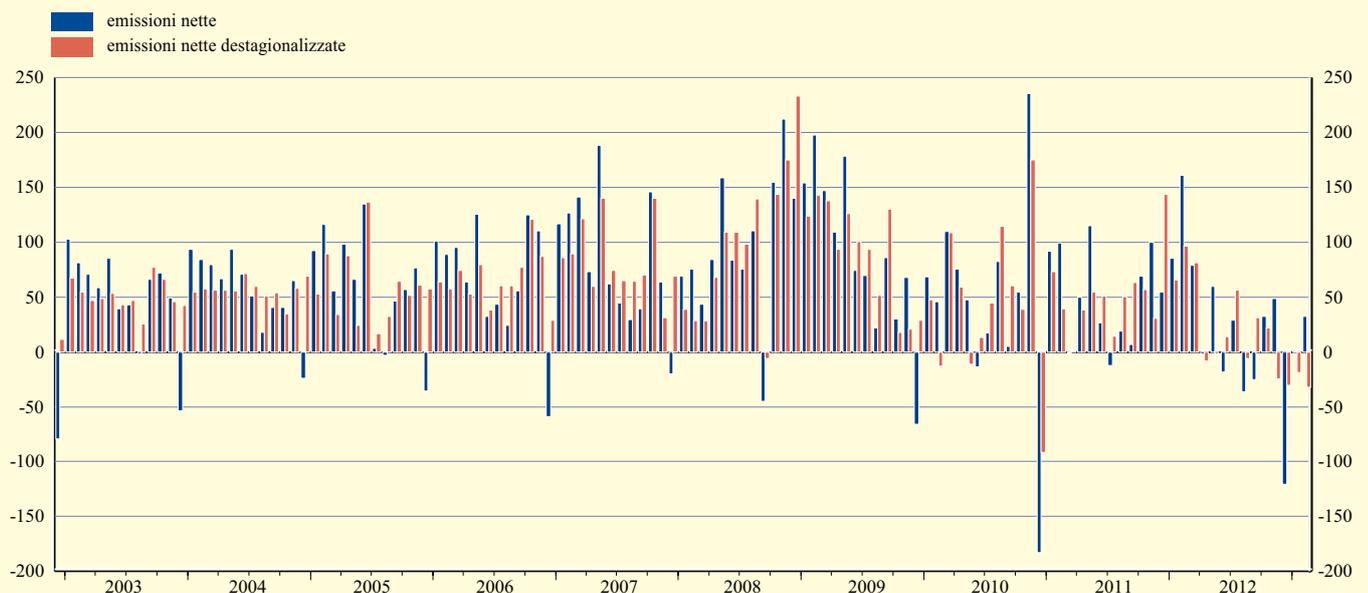
2) La differenza residua fra il totale dei titoli di debito a lungo termine e i titoli di debito a lungo termine con tasso fisso e variabile consiste in obbligazioni a cedola zero e in effetti di rivalutazione.

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

2. Emissioni nette

	Dati non destagionalizzati ¹⁾						Dati destagionalizzati ¹⁾					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Totale												
2011	51,5	22,6	-3,6	3,7	23,2	5,6	-	-	-	-	-	-
2012	24,3	-5,9	3,9	10,1	13,1	3,1	-	-	-	-	-	-
2012 1° trim.	108,4	38,0	13,0	11,8	29,6	15,9	81,0	16,5	23,1	9,5	15,7	16,3
2° trim.	13,0	-19,7	-5,9	10,1	27,8	0,7	1,0	-14,3	-8,5	7,7	13,4	2,7
3° trim.	-10,8	-4,7	-21,8	10,7	4,3	0,7	27,3	0,1	-7,8	11,9	20,7	2,3
4° trim.	-13,3	-37,3	30,4	7,9	-9,5	-4,9	-11,2	-26,4	9,7	11,7	2,0	-8,3
2012 nov.	48,4	-18,4	14,3	5,7	52,3	-5,5	-24,7	-21,8	-17,4	5,5	14,1	-5,2
dic.	-120,8	-73,5	55,1	7,2	-98,6	-11,0	-30,6	-52,3	43,5	19,8	-27,7	-13,8
2013 gen.	0,0	-20,1	-21,0	8,3	32,2	0,6	-18,6	-34,4	-5,3	4,6	8,1	8,3
feb.	32,1	-46,1	-2,0	7,3	78,0	-5,1	-32,0	-85,7	6,0	3,9	51,6	-7,8
A lungo termine												
2011	47,3	11,9	-2,3	2,8	31,0	3,9	-	-	-	-	-	-
2012	34,0	2,6	2,1	9,9	15,1	4,2	-	-	-	-	-	-
2012 1° trim.	92,1	35,0	8,0	10,5	27,5	11,1	78,4	20,6	18,8	10,0	19,2	9,8
2° trim.	30,1	-7,6	-5,4	5,7	33,6	3,8	6,9	-13,2	-7,2	3,2	21,5	2,7
3° trim.	0,3	-1,9	-17,2	13,3	3,4	2,7	46,2	4,8	-5,4	15,0	26,3	5,5
4° trim.	13,4	-15,0	22,9	10,4	-4,1	-0,7	5,5	-1,5	2,8	11,8	-6,7	-1,0
2012 nov.	60,2	-2,0	12,1	8,7	38,3	3,2	-8,1	6,7	-21,1	8,2	-4,5	2,7
dic.	-62,4	-36,4	34,5	10,1	-67,9	-2,7	-15,1	-16,3	24,7	15,0	-36,3	-2,2
2013 gen.	-12,2	-20,7	-18,6	5,8	17,5	3,8	2,7	-22,9	-1,3	7,1	13,2	6,6
feb.	30,8	-36,5	-4,7	1,4	75,1	-4,3	-28,6	-70,1	0,4	-1,2	49,5	-7,2

Fl16 Emissioni nette di titoli non azionari: dati destagionalizzati e non destagionalizzati
(miliardi di euro; transazioni nel mese; valori nominali)



Fonte: BCE.

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

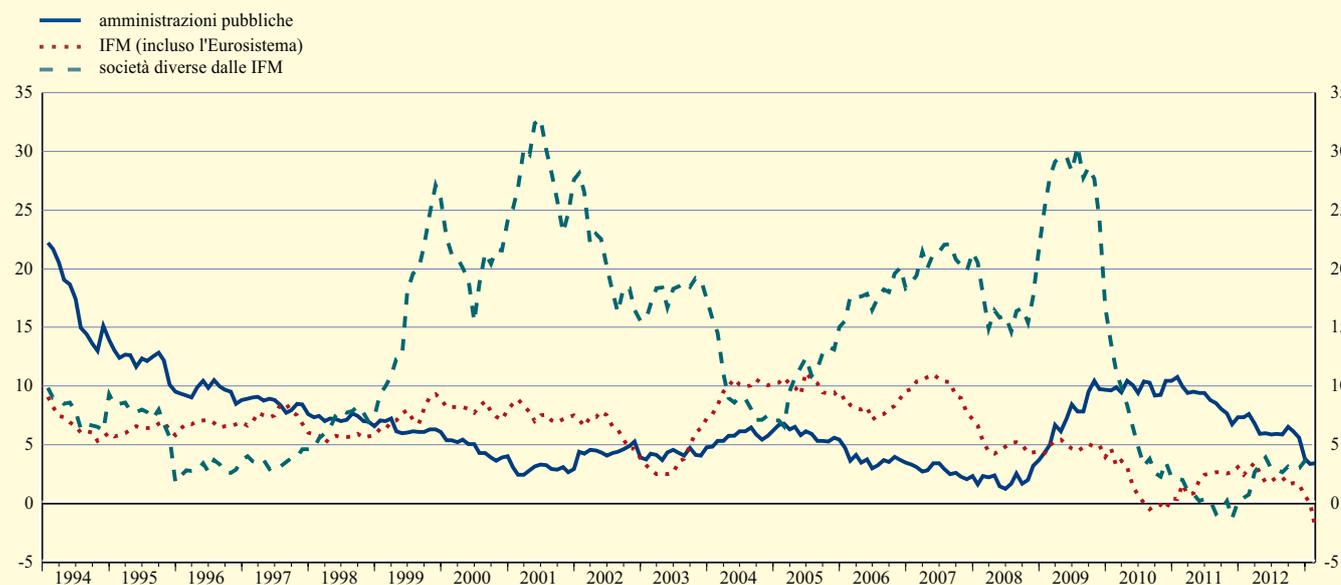
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'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	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											
2012 feb.	4,2	4,5	-0,7	7,1	4,8	19,8	5,7	7,0	2,8	9,5	4,6	16,2
mar.	4,7	4,8	1,7	8,0	4,5	17,9	5,9	6,4	3,7	11,7	4,6	17,8
apr.	4,4	4,1	2,5	9,5	3,7	15,7	5,0	4,7	4,4	11,7	3,5	18,5
mag.	4,0	2,9	3,2	9,2	3,8	12,6	4,6	2,3	6,3	11,4	4,0	14,1
giu.	3,7	3,4	1,4	10,5	3,5	11,7	3,0	0,2	2,7	12,0	2,8	19,2
lug.	4,0	4,1	1,1	10,4	3,4	14,7	2,9	1,7	1,4	11,3	2,3	15,4
ago.	3,6	3,6	0,6	10,8	3,3	12,5	1,6	0,5	-1,6	12,3	2,1	9,0
set.	3,4	2,4	0,4	12,5	3,9	10,9	1,0	-1,5	-2,9	13,3	3,3	4,4
ott.	3,2	2,0	0,1	12,6	3,8	10,8	1,4	-0,6	-4,1	13,4	4,2	3,6
nov.	2,8	1,1	0,3	12,3	3,9	8,0	1,1	0,0	-5,4	13,4	3,8	2,2
dic.	1,8	-1,3	1,5	13,9	2,5	6,1	0,6	-2,8	0,4	15,7	2,2	-5,1
2013 gen.	1,2	-2,0	1,1	13,4	2,2	4,6	-0,3	-5,4	0,8	15,6	2,0	-4,8
feb.	0,5	-4,1	0,7	12,9	2,7	0,3	-0,6	-8,3	3,0	13,5	3,3	-7,4
	A lungo termine											
2012 feb.	4,2	2,9	-0,6	6,5	7,0	13,5	5,6	4,2	2,8	9,8	7,1	14,3
mar.	4,6	3,5	1,5	7,5	6,3	12,7	5,9	4,3	3,4	13,4	6,9	15,2
apr.	4,1	2,6	2,3	7,2	5,4	11,7	4,9	3,0	3,5	10,9	5,5	14,4
mag.	4,1	1,8	3,1	7,1	5,5	10,6	4,8	1,5	5,5	9,2	5,9	11,9
giu.	3,8	1,9	1,5	8,7	5,4	10,7	3,5	0,9	2,2	10,1	4,4	14,2
lug.	3,9	2,2	1,2	9,7	5,3	12,1	3,0	1,3	0,9	10,3	3,6	13,8
ago.	3,8	2,2	0,6	10,6	5,3	11,4	2,1	0,3	-1,4	11,6	3,6	8,6
set.	4,0	1,6	0,6	13,5	6,0	11,8	2,1	-1,0	-2,3	13,6	5,2	8,5
ott.	3,8	1,7	0,1	13,8	5,7	10,7	2,8	0,4	-3,3	16,9	5,9	7,0
nov.	3,6	1,6	0,2	13,9	5,2	9,5	2,4	1,7	-4,9	18,8	4,6	7,2
dic.	2,7	0,7	0,8	15,0	3,3	9,2	2,1	0,4	-0,5	20,2	2,1	4,5
2013 gen.	2,3	0,0	0,5	14,7	2,8	8,6	1,6	-1,2	0,1	19,4	2,0	3,8
feb.	1,5	-2,0	0,2	13,6	3,3	4,5	0,9	-4,3	1,8	15,7	2,9	0,5

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



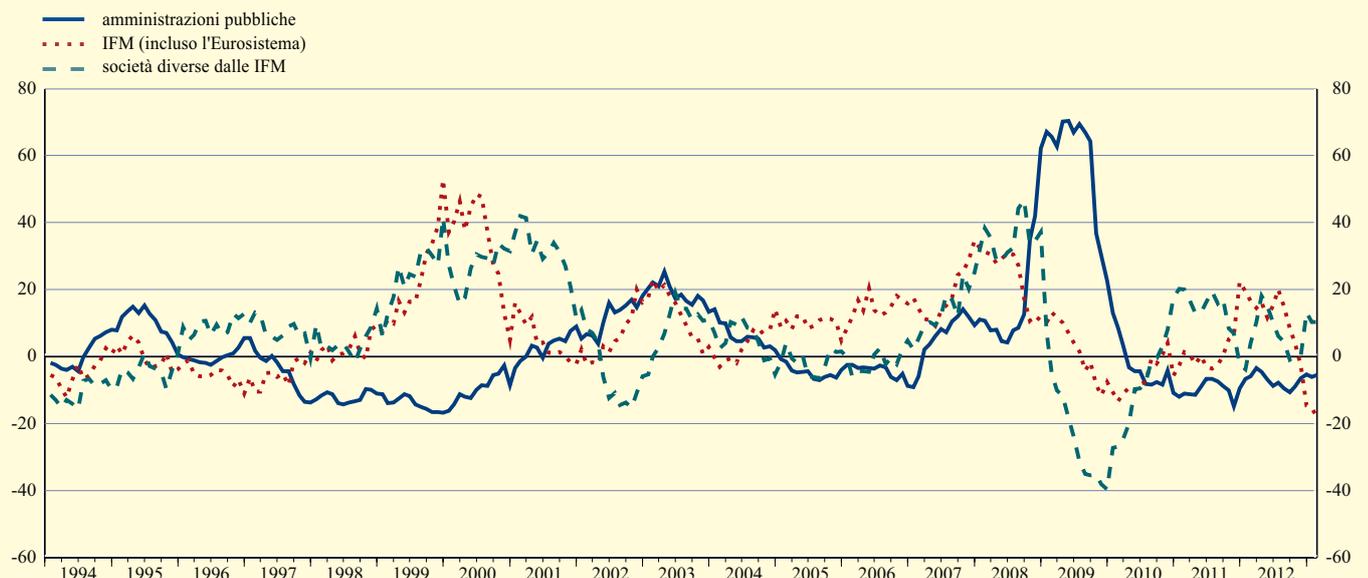
Fonte: BCE.

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

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

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
	Tutte le valute											
2011	6,4	4,8	3,6	6,3	7,8	7,7	-0,8	-1,3	-5,8	-2,0	22,3	16,1
2012	5,4	4,5	2,2	10,3	5,8	7,3	-0,7	-0,1	-4,7	-0,8	6,6	23,3
2012 1° trim.	5,7	5,3	2,0	6,7	6,4	9,0	0,0	0,6	-5,4	-1,0	15,3	21,5
2° trim.	5,2	5,0	1,8	8,1	5,6	6,7	0,5	-0,2	-2,4	-1,4	8,1	25,9
3° trim.	5,0	4,0	1,2	11,1	5,5	6,9	0,0	-0,1	-3,5	0,4	6,6	25,5
4° trim.	5,7	3,5	3,8	15,2	5,9	6,8	-3,2	-0,6	-7,7	-1,0	-2,4	20,2
2012 set.	5,6	3,4	1,7	14,3	6,4	7,7	-1,2	-0,4	-4,9	1,2	1,6	24,0
ott.	5,7	3,6	3,3	15,0	6,0	6,5	-2,4	-0,2	-7,7	-1,0	2,8	22,9
nov.	6,0	3,6	4,8	15,2	6,2	6,8	-3,9	-0,2	-8,6	-1,7	-6,4	17,6
dic.	5,2	3,3	5,2	16,4	4,6	6,6	-5,1	-2,6	-8,4	-1,8	-8,6	16,7
2013 gen.	4,8	2,3	5,8	15,8	4,2	7,5	-5,9	-2,8	-9,4	-1,4	-10,4	11,6
2013 feb.	3,8	0,0	5,2	14,9	4,0	5,1	-6,4	-4,5	-9,6	-1,2	-5,7	3,9
	Euro											
2011	6,5	4,0	3,6	6,7	8,1	7,3	-0,4	0,2	-6,5	-3,0	22,2	15,3
2012	5,7	5,0	2,0	10,8	5,9	7,2	-0,4	2,3	-6,4	-1,5	6,3	22,9
2012 1° trim.	6,1	5,6	2,4	6,6	6,6	9,8	0,6	2,6	-6,0	-2,2	15,0	20,2
2° trim.	5,5	5,4	1,5	8,6	5,7	6,5	0,7	2,2	-4,2	-2,6	7,9	25,3
3° trim.	5,3	4,9	0,7	11,4	5,5	6,4	0,2	2,6	-5,8	0,3	6,3	25,5
4° trim.	5,8	3,9	3,3	16,5	5,9	6,3	-3,2	1,6	-9,7	-1,3	-2,9	20,5
2012 set.	6,0	4,2	1,5	15,1	6,5	7,1	-1,0	2,1	-6,8	0,6	1,2	24,2
ott.	5,9	4,1	3,0	16,0	6,0	6,0	-2,4	2,1	-10,0	-1,6	2,5	23,5
nov.	6,1	3,8	3,9	16,8	6,3	6,3	-4,1	1,9	-10,6	-1,7	-7,2	17,6
dic.	5,2	3,4	4,2	18,1	4,6	5,9	-5,0	-0,6	-9,8	-1,8	-9,2	16,9
2013 gen.	4,7	2,3	4,6	18,0	4,2	6,4	-6,1	-1,4	-10,8	-1,2	-11,2	11,4
2013 feb.	3,7	-0,5	4,0	17,1	4,0	4,7	-6,7	-3,4	-11,1	-1,2	-6,4	4,2

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



Fonte: BCE.

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

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

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

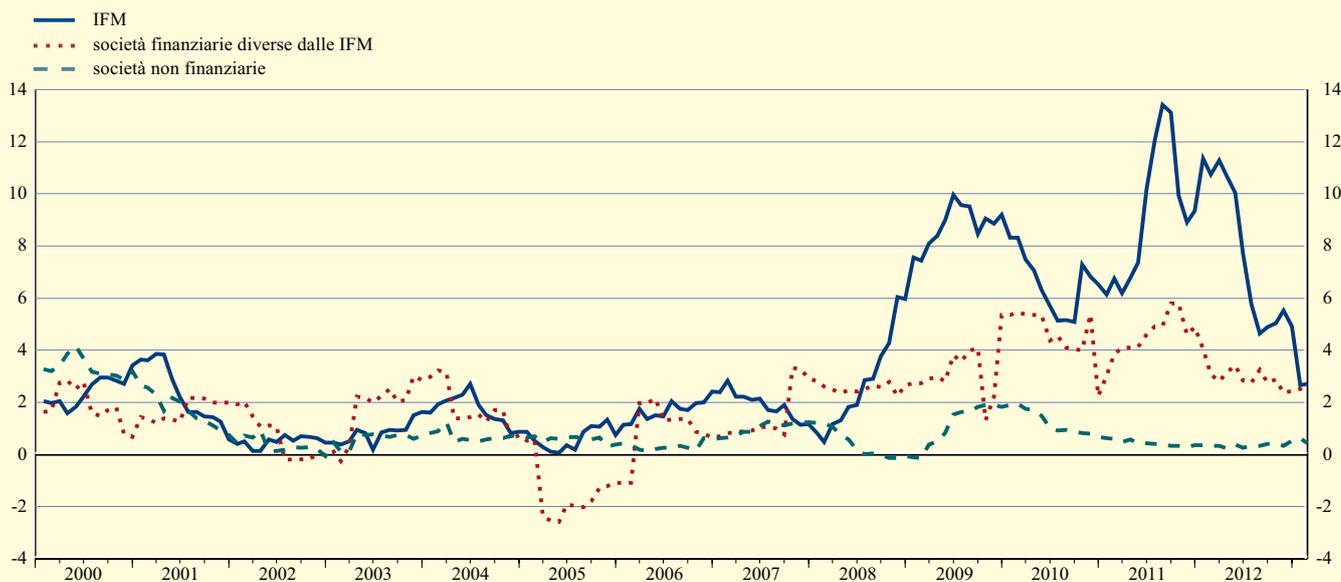
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 2008=100	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2011 feb.	4.829,6	104,7	1,5	534,6	6,7	379,0	3,9	3.916,0	0,6
mar.	4.751,4	104,8	1,4	491,3	6,2	363,3	4,1	3.896,8	0,5
apr.	4.874,7	105,0	1,5	497,3	6,8	371,5	4,1	4.005,9	0,6
mag.	4.758,4	105,0	1,5	475,8	7,4	356,2	4,1	3.926,5	0,4
giu.	4.703,3	105,5	1,7	491,5	10,2	350,5	4,6	3.861,3	0,4
lug.	4.485,9	105,7	1,9	458,6	12,1	325,5	4,9	3.701,7	0,4
ago.	3.958,3	105,9	2,1	382,9	13,4	281,6	4,9	3.293,9	0,4
set.	3.724,7	105,9	2,0	350,5	13,1	264,1	5,8	3.110,1	0,3
ott.	4.017,0	105,9	1,7	360,5	9,9	287,6	5,8	3.369,0	0,3
nov.	3.866,3	106,0	1,5	329,8	8,9	271,2	4,6	3.265,3	0,3
dic.	3.878,3	106,1	1,6	339,3	9,3	270,4	4,9	3.268,6	0,4
2012 gen.	4.091,3	106,3	1,7	375,5	11,4	297,7	4,0	3.418,2	0,4
feb.	4.257,4	106,3	1,5	394,7	10,7	310,9	3,1	3.551,9	0,3
mar.	4.241,3	106,4	1,5	373,1	11,3	310,7	2,8	3.557,5	0,3
apr.	4.068,4	106,5	1,4	327,3	10,7	291,6	3,1	3.449,5	0,2
mag.	3.762,9	106,5	1,5	280,9	10,0	259,8	3,4	3.222,1	0,4
giu.	3.925,6	106,6	1,1	317,6	7,7	279,9	2,8	3.328,0	0,3
lug.	4.051,7	106,8	1,0	309,9	5,8	287,1	2,8	3.454,7	0,3
ago.	4.176,4	106,8	0,9	349,7	4,6	304,3	3,3	3.522,5	0,3
set.	4.242,3	106,9	0,9	365,0	4,9	319,2	2,8	3.558,1	0,4
ott.	4.309,6	107,0	1,0	383,6	5,0	329,5	2,9	3.596,5	0,4
nov.	4.397,5	106,9	0,9	395,7	5,5	337,8	2,4	3.664,0	0,3
dic.	4.497,8	107,2	1,0	402,4	4,9	352,9	2,4	3.742,5	0,5
2013 gen.	4.644,2	107,3	0,9	441,6	2,7	365,6	2,5	3.837,1	0,6
feb.	4.612,5	107,1	0,8	416,1	2,7	359,1	2,7	3.837,3	0,4

F19 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.

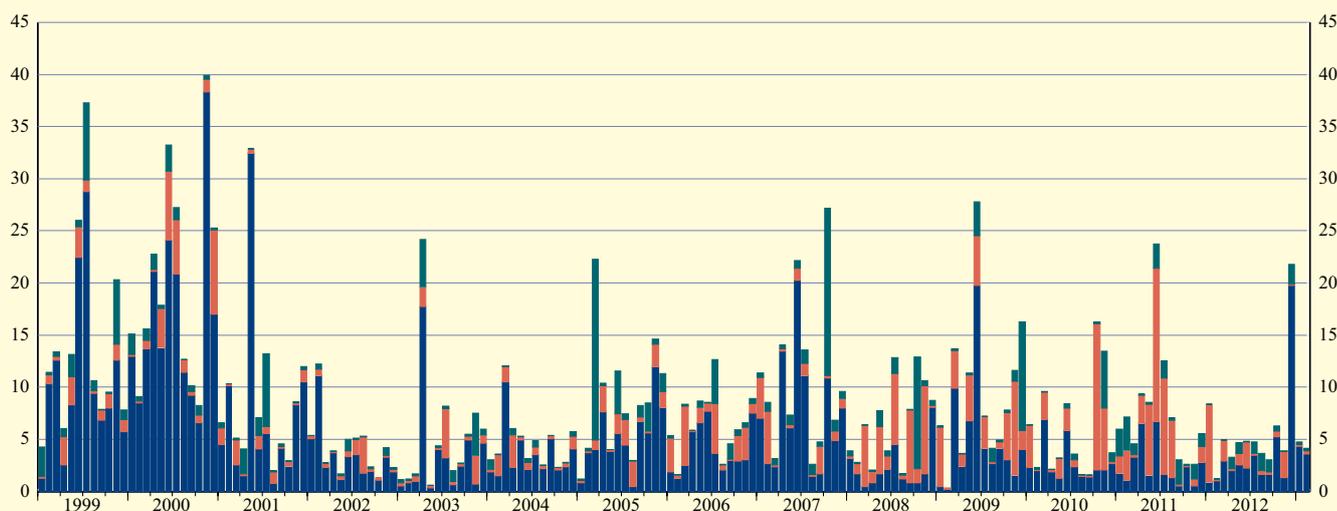
4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro (miliardi di euro; valori di mercato)

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
2011 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.	9,3	0,6	8,8	2,7	0,0	2,7	0,1	0,0	0,1	6,5	0,6	5,9
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.	12,5	0,7	11,8	9,3	0,0	9,3	1,6	0,0	1,6	1,6	0,7	0,9
ago.	7,1	1,0	6,1	5,5	0,0	5,5	0,3	0,2	0,1	1,3	0,8	0,5
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.	2,4	0,4	2,0	0,0	0,0	0,0	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	0,6	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.	8,4	0,4	7,9	7,5	0,0	7,5	0,0	0,1	-0,1	0,9	0,3	0,6
feb.	1,1	1,4	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	1,0	1,2	-0,1
mar.	4,9	0,7	4,3	2,0	0,0	2,0	0,0	0,1	-0,1	2,9	0,6	2,3
apr.	3,1	0,3	2,8	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	2,0	0,3	1,7
mag.	4,7	1,8	2,9	1,1	0,0	1,1	1,0	0,1	1,0	2,5	1,7	0,8
giu.	4,8	1,2	3,6	2,6	0,0	2,6	0,0	0,1	-0,1	2,2	1,1	1,1
lug.	4,7	0,3	4,4	0,2	0,0	0,2	1,1	0,0	1,1	3,5	0,3	3,2
ago.	3,7	1,8	1,8	0,4	0,0	0,4	1,6	0,1	1,5	1,6	1,7	-0,1
set.	2,9	0,5	2,3	0,1	0,0	0,1	1,2	0,1	1,0	1,7	0,4	1,3
ott.	6,3	1,8	4,5	0,5	0,0	0,5	0,5	0,1	0,4	5,3	1,7	3,6
nov.	3,9	5,9	-2,0	2,5	0,0	2,5	0,1	0,1	0,0	1,3	5,8	-4,5
dic.	21,6	11,4	10,2	0,0	0,5	-0,5	1,8	0,0	1,8	19,7	10,8	8,9
2013 gen.	4,6	0,3	4,3	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	4,3	0,2	4,1
feb.	4,2	11,4	-7,2	0,3	0,0	0,3	0,3	0,0	0,3	3,6	11,4	-7,8

F20 Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente (miliardi di euro; transazioni del mese; valori di mercato)

■ società non finanziarie
■ IFM
■ società finanziarie diverse dalle IFM



Fonte: BCE.

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

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

1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie						Operazioni di pronti contro termine
	A vista	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso ²⁾		A vista	Con durata prestabilita					
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
2012 mar.	0,51	2,88	3,04	3,03	1,79	1,95	0,58	1,31	2,75	2,98	0,97		
apr.	0,49	2,82	2,93	2,85	1,76	1,95	0,55	1,16	2,70	3,07	1,28		
mag.	0,48	2,65	2,70	2,68	1,74	1,92	0,54	1,07	2,31	2,75	0,93		
giu.	0,47	2,72	2,73	2,64	1,73	1,88	0,52	1,11	2,32	2,69	0,98		
lug.	0,45	2,80	2,89	2,62	1,70	1,85	0,47	1,14	2,01	2,53	1,26		
ago.	0,44	2,66	2,76	2,51	1,68	1,81	0,46	1,10	2,12	2,42	1,01		
set.	0,42	2,80	2,83	2,43	1,65	1,77	0,46	1,13	2,37	2,53	1,41		
ott.	0,41	2,74	2,56	2,50	1,62	1,71	0,45	1,05	2,18	2,21	1,50		
nov.	0,40	2,73	2,46	2,35	1,61	1,65	0,43	1,04	2,03	2,21	1,12		
dic.	0,39	2,73	2,59	2,25	1,59	1,59	0,42	1,09	1,92	2,16	1,53		
2013 gen.	0,38	2,61	2,37	2,42	1,53	1,53	0,40	1,12	2,00	2,16	1,17		
feb.	0,36	2,44	2,23	2,29	1,39	1,48	0,39	1,05	2,03	2,21	0,63		

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

	Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Debiti da carte di credito revolving ³⁾	Credito al consumo				Prestiti per acquisto di abitazione				Prestiti a imprese individuali e a società di persone			
			Periodo iniziale di determinazione del tasso			(TAEG) ⁴⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso			(TAEG) ⁴⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso			
			Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni		oltre 10 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012 mar.	8,39	16,98	5,55	6,44	7,94	7,45	3,32	3,57	3,61	3,91	3,83	3,73	4,74	3,90
apr.	8,26	17,10	5,43	6,31	7,95	7,35	3,20	3,58	3,59	3,96	3,79	3,65	4,68	3,89
mag.	8,26	17,10	5,65	6,39	7,95	7,48	3,14	3,54	3,53	3,84	3,72	3,80	4,74	3,83
giu.	8,25	17,06	5,61	6,28	7,73	7,27	3,10	3,48	3,46	3,69	3,65	3,61	4,73	3,71
lug.	8,15	17,01	5,76	6,26	7,82	7,37	3,09	3,40	3,31	3,62	3,58	3,64	4,45	3,49
ago.	8,12	16,96	5,79	6,28	7,67	7,37	2,94	3,33	3,21	3,52	3,48	3,43	4,45	3,32
set.	8,14	16,96	5,78	6,18	7,62	7,25	2,92	3,27	3,21	3,49	3,45	3,23	4,48	3,31
ott.	8,04	16,97	5,62	6,13	7,67	7,15	2,88	3,24	3,15	3,49	3,42	3,25	4,25	3,34
nov.	7,96	16,95	5,62	6,09	7,67	7,13	2,87	3,18	3,14	3,40	3,35	3,33	4,23	3,23
dic.	7,94	17,04	5,32	6,05	7,55	6,93	2,86	3,24	3,25	3,45	3,41	3,15	4,13	3,01
2013 gen.	7,97	17,06	5,73	6,11	7,87	7,24	2,86	3,17	3,03	3,35	3,33	3,19	4,06	3,08
feb.	7,97	17,04	5,85	6,03	7,81	7,23	2,86	3,18	3,05	3,35	3,34	3,16	4,07	3,21

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
2012 mar.	4,60	4,81	5,17	4,66	5,00	4,63	4,32	2,39	3,43	3,06	3,09	3,37	3,57
apr.	4,46	4,96	5,09	4,61	4,85	4,57	4,39	2,39	3,52	3,43	3,40	3,51	3,59
mag.	4,42	4,82	5,11	4,60	4,84	4,49	4,20	2,37	3,75	3,41	3,48	3,60	3,51
giu.	4,39	4,81	5,03	4,58	4,76	4,41	4,16	2,44	3,20	3,44	3,03	3,34	3,22
lug.	4,29	4,86	5,17	4,58	4,56	4,13	4,12	2,23	3,31	3,62	3,13	3,19	3,50
ago.	4,20	4,84	4,95	4,31	4,50	3,92	3,88	2,05	2,96	3,08	3,21	3,16	3,01
set.	4,18	4,69	4,75	4,26	4,45	3,88	3,93	2,15	2,57	2,92	2,73	2,95	3,06
ott.	4,21	4,74	4,89	4,29	4,31	3,79	3,94	2,12	2,91	3,30	3,01	2,93	3,20
nov.	4,17	4,65	4,82	4,16	4,31	3,79	3,78	2,11	2,68	3,76	3,26	2,90	2,91
dic.	4,18	4,62	4,54	4,24	4,24	3,68	3,51	2,17	2,79	2,84	3,32	2,79	3,01
2013 gen.	4,21	4,68	4,70	4,03	4,16	3,62	3,68	2,09	2,88	3,32	4,29	2,92	3,02
feb.	4,20	4,69	4,70	4,05	4,25	3,70	3,65	2,02	2,85	3,13	4,42	2,96	3,15

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Per questa categoria di strumenti, i dati relativi alle famiglie e alle società non finanziarie devono essere uniti e attribuiti al settore famiglie, dato che le consistenze relative alle società non finanziarie sono trascurabili rispetto a quelle del settore delle famiglie nell'insieme degli Stati membri partecipanti.
- 3) Questa categoria di strumenti non include debito da carte di credito a saldo, ovvero con concessione di credito a tasso zero nel ciclo di fatturazione.
- 4) Il tasso annuo effettivo globale (TAEG) copre il costo totale del prestito. Quest'ultimo comprende una componente relativa al tasso d'interesse e una componente relativa ad altre spese (accessorie) come i costi d'istruttoria, d'amministrazione, per la preparazione dei documenti, per le garanzie.

4.5 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro¹⁾ *
(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)

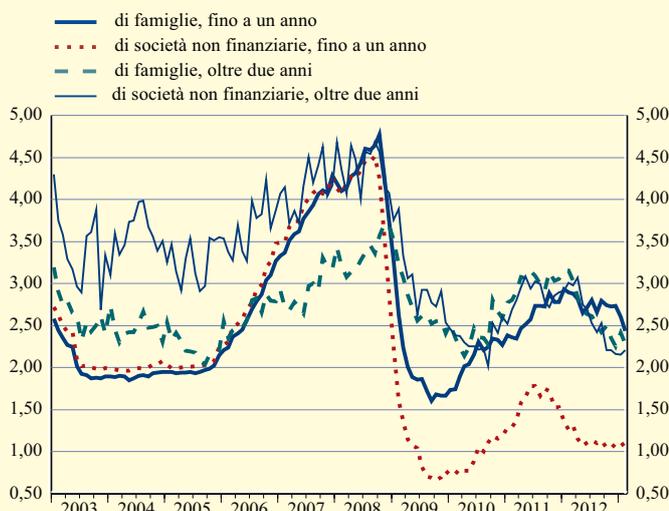
	Depositi da famiglie				Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista ²⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ^{2),3)}		A vista ²⁾	Con durata prestabilita		
	1	fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	6	fino a 2 anni	oltre 2 anni		8
2012 mar.	0,51	2,81	2,81	1,79	1,95	0,58	2,05	3,13	2,58
apr.	0,49	2,78	2,82	1,76	1,95	0,55	1,99	3,09	2,57
mag.	0,48	2,76	2,80	1,74	1,92	0,54	1,96	3,06	2,39
giu.	0,47	2,73	2,82	1,73	1,88	0,52	1,93	3,08	2,48
lug.	0,45	2,72	2,78	1,70	1,85	0,47	1,89	3,04	2,47
ago.	0,44	2,70	2,78	1,68	1,81	0,46	1,84	3,01	2,45
set.	0,42	2,69	2,79	1,65	1,77	0,46	1,82	3,02	2,61
ott.	0,41	2,67	2,74	1,62	1,71	0,45	1,78	2,95	2,55
nov.	0,40	2,66	2,75	1,61	1,65	0,43	1,79	2,96	2,54
dic.	0,39	2,64	2,73	1,59	1,59	0,42	1,80	2,91	2,65
2013 gen.	0,38	2,59	2,69	1,53	1,53	0,40	1,76	2,86	2,33
feb.	0,36	2,55	2,75	1,39	1,48	0,39	1,72	2,91	2,00

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
2012 mar.	4,03	3,68	3,85	8,07	6,37	5,25	4,15	3,67	3,60
apr.	3,93	3,64	3,80	7,97	6,31	5,20	4,05	3,62	3,54
mag.	3,88	3,62	3,77	7,95	6,29	5,16	3,99	3,58	3,50
giu.	3,87	3,60	3,76	7,83	6,30	5,14	3,96	3,53	3,46
lug.	3,78	3,54	3,72	7,78	6,26	5,08	3,89	3,47	3,40
ago.	3,74	3,51	3,67	7,77	6,23	5,05	3,81	3,41	3,36
set.	3,72	3,51	3,66	7,80	6,30	5,03	3,78	3,40	3,34
ott.	3,65	3,45	3,61	7,76	6,25	4,97	3,76	3,29	3,26
nov.	3,53	3,42	3,60	7,59	6,23	4,95	3,72	3,30	3,25
dic.	3,49	3,39	3,56	7,75	6,18	4,92	3,71	3,28	3,22
2013 gen.	3,46	3,35	3,55	7,75	6,21	4,90	3,75	3,29	3,21
feb.	3,45	3,35	3,51	7,77	6,24	4,91	3,72	3,26	3,19

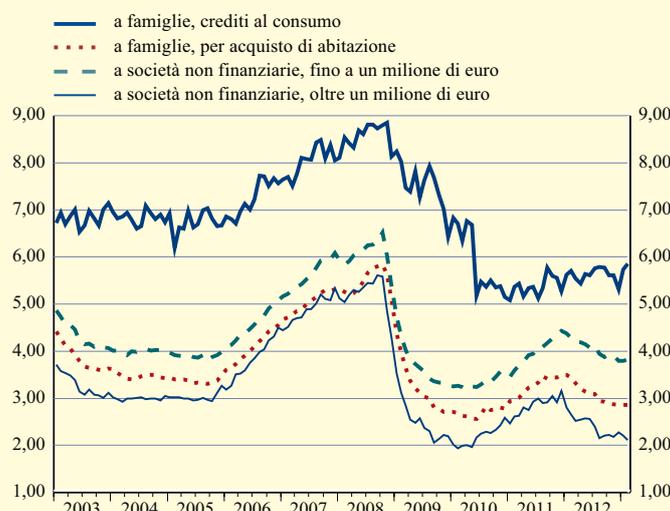
F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

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



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

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



Fonte: BCE.

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

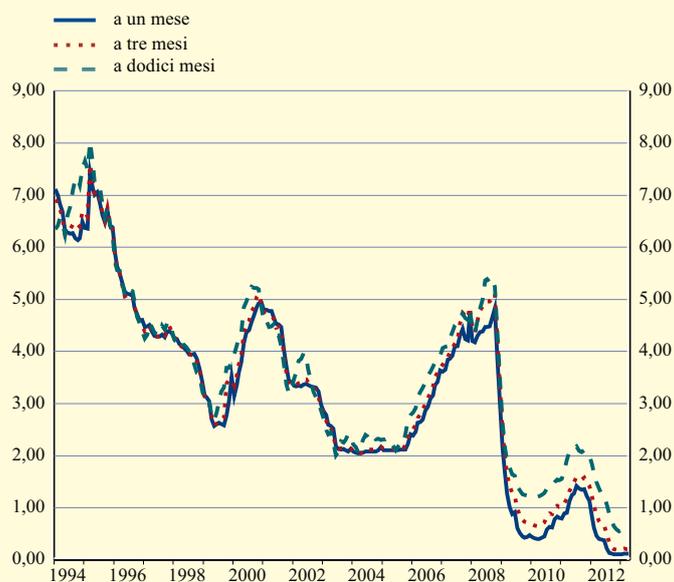
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ^{1), 2)}					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 1	Depositi a un mese (Euribor) 2	Depositi a tre mesi (Euribor) 3	Depositi a sei mesi (Euribor) 4	Depositi a dodici mesi (Euribor) 5	Depositi a tre mesi (Libor) 6	Depositi a tre mesi (Libor) 7
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
2012	0,23	0,33	0,58	0,83	1,11	0,43	0,19
2012 1° trim.	0,37	0,64	1,04	1,34	1,67	0,51	0,20
2° trim.	0,34	0,39	0,69	0,98	1,28	0,47	0,20
3° trim.	0,13	0,16	0,36	0,63	0,90	0,43	0,19
4° trim.	0,08	0,11	0,20	0,37	0,60	0,32	0,19
2013 1° trim.	0,07	0,12	0,21	0,34	0,57	0,29	0,16
2012 apr.	0,35	0,41	0,74	1,04	1,37	0,47	0,20
mag.	0,34	0,39	0,68	0,97	1,27	0,47	0,20
giu.	0,33	0,38	0,66	0,93	1,22	0,47	0,20
lug.	0,18	0,22	0,50	0,78	1,06	0,45	0,20
ago.	0,11	0,13	0,33	0,61	0,88	0,43	0,19
set.	0,10	0,12	0,25	0,48	0,74	0,39	0,19
ott.	0,09	0,11	0,21	0,41	0,65	0,33	0,19
nov.	0,08	0,11	0,19	0,36	0,59	0,31	0,19
dic.	0,07	0,11	0,19	0,32	0,55	0,31	0,18
2013 gen.	0,07	0,11	0,20	0,34	0,58	0,30	0,17
feb.	0,07	0,12	0,22	0,36	0,59	0,29	0,16
mar.	0,07	0,12	0,21	0,33	0,54	0,28	0,16
apr.	0,08	0,12	0,21	0,32	0,53	0,28	0,16

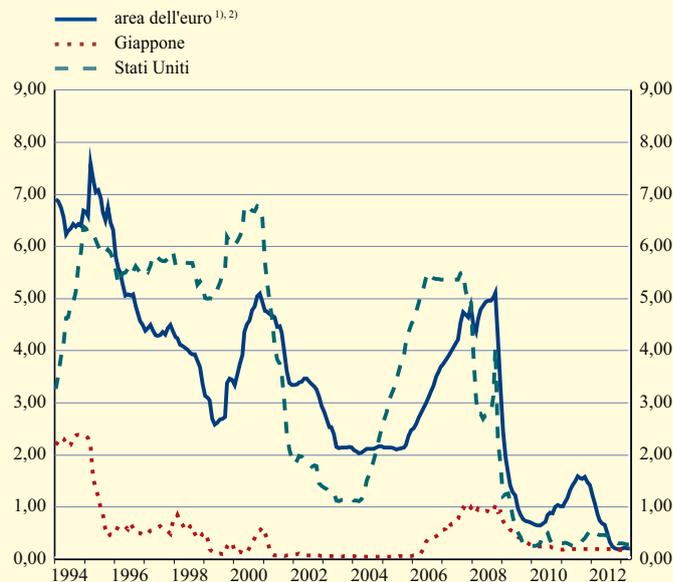
F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro ^{1), 2)}

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



F24 Tassi di interesse del mercato monetario a tre mesi

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



Fonte: BCE.

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

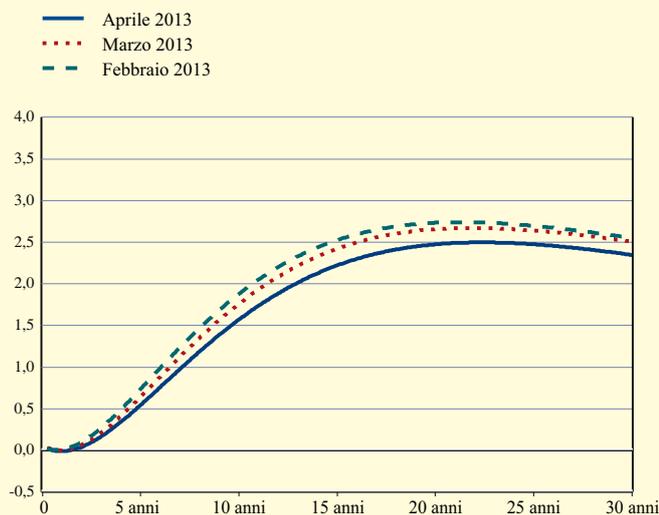
4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro ¹⁾

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

	Tassi a pronti								Tassi istantanei a termine			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	7 anni	10 anni	10 anni- 3 mesi (spread)	10 anni- 2 anni (spread)	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,09	1,72	1,66	1,74	-0,09	0,17	1,84	3,50
2012 2° trim.	0,04	0,08	0,27	1,17	1,73	2,32	2,27	2,05	0,20	0,76	2,69	3,82
3° trim.	0,02	-0,01	0,07	0,76	1,29	1,94	1,92	1,87	0,00	0,36	2,10	3,75
4° trim.	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,09	1,72	1,66	1,74	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013 1° trim.	0,04	0,00	0,07	0,65	1,12	1,76	1,72	1,69	0,01	0,29	1,83	3,60
2° trim.	0,03	-0,01	0,04	0,54	0,96	1,55	1,52	1,51	-0,01	0,23	1,58	3,28
2012 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
mag.	0,07	0,05	0,17	0,89	1,36	1,89	1,82	1,72	0,10	0,52	2,17	3,23
giu.	0,04	0,08	0,27	1,17	1,73	2,32	2,27	2,05	0,20	0,76	2,69	3,82
lug.	0,00	-0,09	-0,02	0,71	1,25	1,87	1,87	1,89	-0,11	0,26	2,12	3,52
ago.	0,03	-0,05	0,01	0,75	1,29	1,91	1,88	1,90	-0,08	0,30	2,17	3,55
set.	0,02	-0,01	0,07	0,76	1,29	1,94	1,92	1,87	0,00	0,36	2,10	3,75
ott.	0,01	-0,01	0,09	0,78	1,31	1,95	1,94	1,86	0,02	0,39	2,13	3,72
nov.	0,04	-0,02	0,04	0,65	1,15	1,80	1,76	1,76	-0,03	0,27	1,91	3,60
dic.	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,09	1,72	1,66	1,74	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013 gen.	0,07	0,15	0,32	0,99	1,45	2,02	1,95	1,71	0,28	0,70	2,18	3,62
feb.	0,03	0,01	0,10	0,74	1,24	1,88	1,86	1,78	0,05	0,38	1,99	3,72
mar.	0,04	0,00	0,07	0,65	1,12	1,76	1,72	1,69	0,01	0,29	1,83	3,60
apr.	0,03	-0,01	0,04	0,54	0,96	1,55	1,52	1,51	-0,01	0,23	1,58	3,28

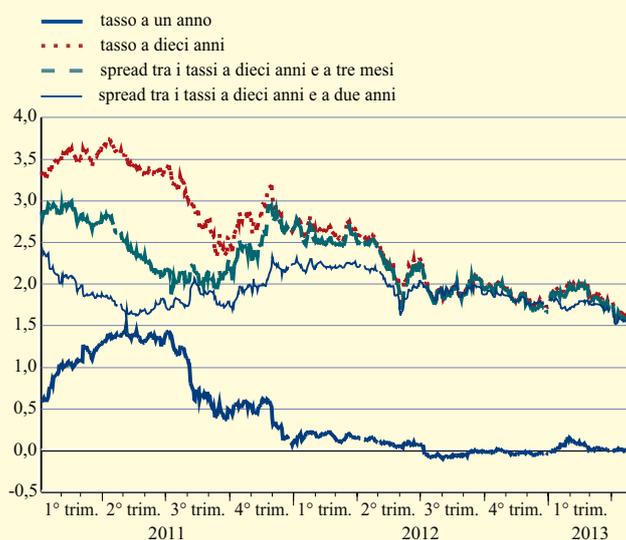
F25 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro ²⁾

(valori percentuali su base annua; fine periodo)



F26 Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro ²⁾

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



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

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) I dati si riferiscono ai titoli di Stato dei paesi dell'area dell'euro con rating AAA.

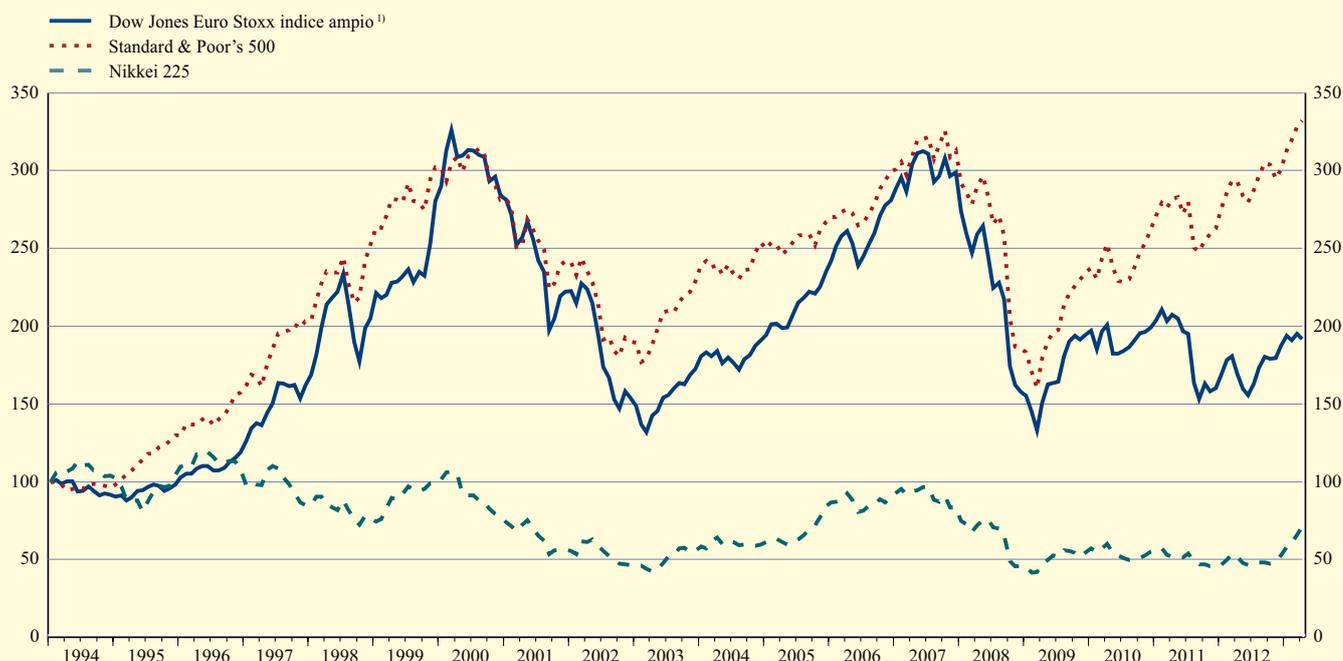
4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx ¹⁾												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliifero 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	
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
2012	239,7	2.411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1.379,4	9.102,6
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
2° trim.	224,0	2.226,2	472,5	140,8	370,7	285,3	108,2	311,6	207,4	223,4	261,9	493,2	1.349,7	9.026,5
3° trim.	238,7	2.400,9	505,9	152,7	392,3	307,8	117,2	327,7	215,9	234,0	265,6	548,5	1.400,9	8.886,4
4° trim.	252,0	2.543,3	536,8	163,6	407,4	310,5	133,0	347,7	231,6	232,0	245,4	570,7	1.418,1	9.208,6
2013 1° trim.	268,2	2.676,6	568,7	181,2	443,1	309,8	144,1	378,1	257,2	222,9	241,3	600,1	1.514,0	11.457,6
2012 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
mag.	221,9	2.198,5	469,5	139,7	373,7	281,6	105,0	310,4	204,5	218,9	261,4	492,0	1.341,3	8.842,5
giu.	216,2	2.152,7	453,1	137,4	358,3	275,1	104,0	298,4	198,0	215,4	250,4	498,9	1.323,5	8.638,1
lug.	226,5	2.258,4	479,1	145,8	379,4	290,4	106,5	313,9	204,4	224,3	257,3	534,2	1.359,8	8.760,7
ago.	240,5	2.424,5	509,4	154,6	399,7	313,0	116,8	330,3	220,8	231,8	265,7	552,5	1.403,4	8.949,9
set.	250,1	2.530,7	531,4	158,2	398,1	321,0	129,5	339,8	223,0	247,2	274,6	559,7	1.443,4	8.948,6
ott.	248,7	2.503,5	528,4	159,1	398,3	311,7	130,2	340,2	219,9	241,9	255,9	567,6	1.437,8	8.827,4
nov.	248,7	2.514,0	526,1	162,8	403,8	308,0	131,2	343,7	230,6	226,9	239,0	563,3	1.394,5	9.059,9
dic.	259,7	2.625,6	559,5	170,0	422,7	312,0	138,5	361,5	246,8	225,8	240,2	583,1	1.422,3	9.814,4
2013 gen.	269,1	2.715,3	568,4	176,4	434,1	319,7	148,6	373,9	255,3	228,5	251,7	588,6	1.480,4	10.750,9
feb.	264,7	2.630,4	561,0	180,7	439,1	301,4	143,2	372,7	256,0	218,5	231,1	586,7	1.512,3	11.336,4
mar.	270,8	2.680,2	576,6	187,2	457,1	307,4	140,1	388,2	260,6	221,0	240,2	626,1	1.550,8	12.244,0
apr.	265,9	2.636,3	560,9	187,0	449,8	299,6	136,0	374,1	250,5	225,2	238,6	650,8	1.570,7	13.224,1

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

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

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



PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)¹⁾

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati ²⁾		
	Indice 2005 = 100	Totale			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	81,7	57,7	42,3	100,0	12,0	7,3	27,4	11,0	42,3	87,9	12,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2009	108,1	0,3	1,3	-0,9	2,0	-	-	-	-	-	-	0,1	1,7	
2010	109,8	1,6	1,0	1,8	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,7	
2011	112,8	2,7	1,7	3,3	1,8	-	-	-	-	-	-	2,6	3,6	
2012	115,6	2,5	1,8	3,0	1,8	-	-	-	-	-	-	2,3	3,8	
2012 1° trim.	114,3	2,7	1,9	3,3	1,8	0,9	0,7	0,7	0,3	4,1	0,5	2,6	3,5	
2° trim.	115,9	2,5	1,8	3,0	1,8	0,5	0,6	0,8	0,3	1,0	0,5	2,3	3,5	
3° trim.	115,7	2,5	1,7	3,1	1,8	0,5	0,4	1,1	0,1	1,2	0,5	2,3	4,0	
4° trim.	116,7	2,3	1,6	2,7	1,7	0,4	0,7	1,5	0,3	-0,1	0,3	2,0	4,1	
2013 1° trim.	116,4	1,9	1,5	2,0	1,7	0,4	0,6	0,4	0,2	1,0	0,4	1,7	3,1	
2012 nov.	116,5	2,2	1,5	2,6	1,6	-0,1	0,2	0,2	0,1	-1,4	0,0	1,9	4,1	
dic.	116,9	2,2	1,6	2,5	1,8	0,1	0,2	0,4	0,1	-0,5	0,3	2,0	4,1	
2013 gen.	115,7	2,0	1,5	2,2	1,6	0,2	0,2	0,2	0,0	1,3	0,1	1,8	3,1	
feb.	116,1	1,8	1,4	2,1	1,5	0,2	0,2	-0,3	0,1	1,2	0,0	1,7	3,1	
mar.	117,5	1,7	1,6	1,7	1,8	0,2	0,2	0,3	0,1	-0,6	0,4	1,6	3,1	
apr. ³⁾	117,4	1,2			1,1					-1,0				

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione					
in perc. del totale nel 2012	19,4	12,0	7,3	38,3	27,4	11,0	10,3	6,0	7,2	3,1	14,7	7,1
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
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
2012	3,1	3,1	3,0	3,0	1,2	7,6	1,8	1,5	2,9	-3,2	2,2	2,0
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
2° trim.	3,0	3,5	2,3	2,9	1,3	7,2	1,7	1,4	2,7	-3,1	2,2	2,0
3° trim.	3,0	2,7	3,4	3,2	1,3	8,0	1,9	1,5	3,0	-3,1	2,2	1,9
4° trim.	3,1	2,4	4,3	2,5	1,1	6,3	1,8	1,5	3,1	-3,8	2,1	1,9
2013 1° trim.	2,9	2,3	3,9	1,5	0,8	3,2	1,8	1,5	3,1	-4,6	2,8	0,7
2012 nov.	3,0	2,4	4,1	2,4	1,1	5,7	1,9	1,5	2,8	-4,1	2,1	1,8
dic.	3,2	2,4	4,4	2,2	1,0	5,2	1,8	1,4	3,4	-3,8	2,3	1,7
2013 gen.	3,2	2,3	4,8	1,7	0,8	3,9	1,8	1,5	3,3	-4,0	2,5	0,7
feb.	2,7	2,3	3,5	1,7	0,8	3,9	1,8	1,5	3,0	-4,8	2,5	0,7
mar.	2,7	2,2	3,5	1,2	1,0	1,7	1,8	1,5	3,0	-5,0	3,4	0,8
apr. ³⁾	2,9				0,8	-0,4						

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

in perc. del totale nel 2010	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni										Prezzi delle costruzioni ¹⁾	Prezzi degli immobili residenziali ²⁾
	Totale (indice 2010 = 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	
100,0	100,0	75,4	68,1	27,5	18,7	21,9	2,2	19,7	31,9			
2009	97,4	-4,8	-5,1	-2,7	-5,4	0,4	-2,1	1,2	-2,5	-10,9	0,3	-3,3
2010	100,0	2,7	3,3	1,7	3,6	0,3	0,4	0,7	0,4	5,5	2,0	1,0
2011	105,8	5,8	5,4	3,9	5,9	1,5	3,3	2,0	3,5	11,0	3,3	1,0
2012	108,9	2,9	2,1	1,4	0,8	1,0	2,4	1,6	2,6	6,4	1,6	-2,1
2011 4° trim.	106,8	5,3	4,4	2,9	3,5	1,5	3,4	2,2	3,6	11,2	3,0	-0,4
2012 1° trim.	108,3	4,0	3,0	1,8	1,3	1,2	2,9	2,1	3,0	9,3	2,0	-1,1
2° trim.	108,7	2,7	1,7	1,2	0,4	1,1	2,1	1,7	2,2	6,1	1,8	-1,9
3° trim.	109,3	2,6	1,9	1,1	0,3	0,9	2,3	1,5	2,4	6,0	1,4	-2,9
4° trim.	109,4	2,4	1,9	1,6	1,4	0,8	2,5	1,1	2,6	4,2	1,4	-2,4
2012 set.	109,7	2,9	2,3	1,3	0,7	0,8	2,5	1,3	2,7	6,4	-	-
ott.	109,6	2,7	2,3	1,6	1,2	0,8	2,5	1,3	2,7	5,2	-	-
nov.	109,4	2,3	1,8	1,6	1,4	0,9	2,4	1,1	2,6	3,8	-	-
dic.	109,2	2,2	1,7	1,6	1,6	0,9	2,4	1,0	2,6	3,6	-	-
2013 gen.	109,6	1,7	1,2	1,5	1,3	0,7	2,3	0,8	2,5	2,2	-	-
feb.	109,8	1,3	1,0	1,2	0,7	0,8	2,1	0,7	2,3	1,6	-	-

3. Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

in perc. del totale	Prezzo del petrolio ³⁾ (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche						Totale (destagionalizzato; indice 2000=100)	Totale	Deflatori del PIL				Esportazioni ⁶⁾	Importazioni ⁶⁾
		Ponderati in base alle importazioni ⁴⁾			Ponderati in base all'utilizzo ⁵⁾					Domanda interna					
		Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
100,0		35,0	65,0	100,0	45,0	55,0									
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,1	-18,0	-11,4	-22,8	107,2	0,9	-0,1	-0,4	2,1	-0,3	-3,5	-6,3
2010	60,7	44,6	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	108,1	0,8	1,5	1,7	0,7	0,9	3,1	5,0
2011	79,7	12,2	22,4	7,7	12,8	20,7	7,5	109,4	1,2	2,1	2,5	0,9	2,0	3,6	5,7
2012	86,6	0,5	1,1	0,3	2,6	6,4	-0,3	110,8	1,3	1,7	2,1	0,8	1,2	1,6	2,4
2012 1° trim.	90,1	-5,8	-7,6	-4,9	-4,8	-3,7	-5,6	110,2	1,3	1,8	2,4	1,0	1,6	1,9	3,2
2° trim.	84,6	-1,1	-3,4	0,1	1,1	4,1	-1,2	110,6	1,3	1,7	2,1	1,1	1,2	1,4	2,3
3° trim.	87,3	5,3	10,4	2,7	7,8	16,0	1,6	111,1	1,3	1,7	2,1	1,1	1,1	1,6	2,4
4° trim.	84,4	4,4	6,0	3,7	7,0	10,2	4,5	111,4	1,3	1,5	1,8	0,2	0,9	1,3	1,7
2013 1° trim.	85,0	-3,0	-2,3	-3,3	-1,6	0,0	-2,8								
2012 nov.	84,8	5,2	6,8	4,4	8,0	11,8	4,9	-	-	-	-	-	-	-	-
dic.	82,8	2,5	3,1	2,2	5,1	7,1	3,5	-	-	-	-	-	-	-	-
2013 gen.	84,2	-3,7	-3,4	-3,9	-1,6	0,2	-3,1	-	-	-	-	-	-	-	-
feb.	86,7	-3,6	-3,4	-3,7	-2,4	-1,3	-3,2	-	-	-	-	-	-	-	-
mar.	84,2	-1,6	-0,2	-2,2	-0,7	1,2	-2,2	-	-	-	-	-	-	-	-
apr.	79,3							-	-	-	-	-	-	-	-

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 2008 = 100)		Per settore di attività									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto¹⁾												
2011	110,5	0,9	-2,7	0,0	0,9	0,9	2,0	1,3	4,0	3,0	0,5	1,4
2012	112,4	1,7	1,0	2,9	2,2	1,6	3,2	0,8	0,9	2,2	0,4	2,0
2012 1° trim.	111,7	1,6	-0,4	2,5	1,6	1,7	2,8	1,4	1,8	2,0	0,8	1,4
2° trim.	112,3	1,6	0,4	3,0	1,7	1,3	2,8	-0,1	1,5	1,9	0,6	1,4
3° trim.	112,6	2,0	2,3	3,0	2,1	2,0	3,3	0,1	1,0	2,8	1,0	2,2
4° trim.	113,2	1,6	1,6	3,0	3,6	1,3	3,9	2,1	-0,5	2,2	-0,5	3,1
Redditi per occupato												
2011	114,3	2,1	1,8	3,1	4,0	1,8	2,4	1,2	2,4	2,8	1,4	1,6
2012	116,2	1,7	1,2	2,7	3,1	1,5	2,3	1,4	1,2	2,0	0,9	1,6
2012 1° trim.	115,8	2,0	1,6	2,1	2,8	1,9	2,8	1,7	2,1	2,7	1,5	2,3
2° trim.	116,2	1,8	1,0	3,0	2,9	1,5	2,4	0,8	0,7	2,3	1,0	1,6
3° trim.	116,5	1,9	1,2	2,9	3,4	1,6	2,5	1,2	1,2	1,8	1,4	1,3
4° trim.	116,8	1,4	1,1	2,9	3,7	1,1	1,9	2,3	1,0	1,6	0,0	1,5
Produttività del lavoro per occupato²⁾												
2011	103,4	1,2	4,6	3,1	3,1	0,9	0,4	0,0	-1,5	-0,2	0,9	0,2
2012	103,4	0,0	0,1	-0,3	0,8	-0,2	-0,8	0,6	0,3	-0,2	0,5	-0,4
2012 1° trim.	103,6	0,3	2,1	-0,4	1,1	0,1	0,0	0,3	0,3	0,7	0,6	0,8
2° trim.	103,5	0,2	0,6	0,0	1,1	0,2	-0,5	1,0	-0,7	0,4	0,4	0,1
3° trim.	103,5	-0,1	-1,1	0,0	1,3	-0,4	-0,7	1,1	0,2	-0,9	0,4	-0,9
4° trim.	103,2	-0,2	-0,5	-0,1	0,1	-0,2	-1,9	0,2	1,5	-0,6	0,5	-1,6
Redditi per ora lavorata												
2011	116,0	2,1	0,1	2,4	4,6	2,0	2,5	0,9	2,0	2,6	1,4	1,7
2012	118,8	2,4	2,9	3,7	4,9	2,1	2,3	1,5	1,8	2,2	1,0	2,4
2012 1° trim.	117,7	2,5	4,7	2,5	4,4	2,4	3,0	1,8	2,6	2,9	1,7	3,1
2° trim.	119,0	2,6	1,9	4,2	5,1	2,3	2,2	0,9	0,3	2,2	1,2	2,4
3° trim.	119,1	2,5	1,7	4,1	5,2	2,2	2,2	0,9	0,8	2,2	1,5	1,8
4° trim.	119,7	2,1	3,7	4,4	5,2	1,8	2,0	2,9	3,8	1,9	-0,2	2,5
Produttività per ora lavorata³⁾												
2011	105,4	1,2	4,7	2,5	3,4	1,2	0,4	-0,2	-2,1	-0,3	0,8	0,3
2012	106,1	0,6	0,6	0,8	2,2	0,4	-0,8	0,7	1,0	0,1	0,6	0,4
2012 1° trim.	105,9	0,9	2,7	0,1	2,3	0,9	0,2	0,2	1,0	0,7	0,8	1,4
2° trim.	106,4	0,9	0,5	1,1	2,9	0,8	-0,5	1,0	-0,8	0,4	0,7	1,0
3° trim.	106,2	0,4	-1,0	1,1	2,6	0,0	-1,2	0,8	0,3	-0,6	0,5	-0,3
4° trim.	106,3	0,6	0,7	1,3	1,2	0,5	-1,7	0,8	3,7	0,0	0,4	-0,5

5. Indicatori del costo del lavoro³⁾

	Totale (indice dest.) 2008 = 100)	Totale	Per componente			Per settore di attività			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ⁴⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manfatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi		
in perc. del totale nel 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2011	106,5	2,2	2,0	2,8	3,0	2,6	2,5	2,0	
2012	108,3	1,6	1,8	1,3	2,4	2,0	1,9	2,1	
2012 1° trim.	100,3	1,5	1,6	1,4	1,3	1,5	1,8	2,0	
2° trim.	112,3	1,9	2,1	1,4	3,0	2,3	2,2	2,2	
3° trim.	105,9	1,8	2,0	1,4	2,7	2,2	2,0	2,2	
4° trim.	114,5	1,3	1,4	1,0	2,5	2,1	1,5	2,2	

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).

- Rapporto tra i redditi (a prezzi correnti) per occupato e la produttività del lavoro per occupato.
- PIL totale e valore aggiunto per branca di attività economica (volumi) per input di lavoro (in termini di occupati o di ore lavorate).
- Costo orario del lavoro nell'intera economia, al netto di agricoltura, silvicoltura e pesca. A causa della diversa definizione dei settori compresi, le stime delle componenti potrebbero non essere coerenti con il totale.
- Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni cfr. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

5.2 Produzione e domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

1. PIL e componenti della domanda

	PIL								
	Totale	Domanda interna				Bilancia commerciale ¹⁾			
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>									
2009	8.922,3	8.804,1	5.134,2	1.988,2	1.730,7	-49,0	118,2	3.285,4	3.167,2
2010	9.175,2	9.052,8	5.271,6	2.016,8	1.739,9	24,6	122,4	3.769,5	3.647,1
2012	9.420,0	9.284,6	5.410,3	2.030,1	1.801,9	42,3	135,4	4.149,3	4.013,9
2012	9.487,4	9.233,0	5.451,0	2.039,7	1.749,3	-7,0	254,3	4.326,1	4.071,7
2011 4° trim.	2.361,4	2.316,2	1.357,9	510,0	450,1	-1,8	45,2	1.049,6	1.004,4
2012 1° trim.	2.366,1	2.318,5	1.362,9	509,3	445,7	0,6	47,6	1.063,6	1.016,0
2° trim.	2.371,7	2.311,0	1.359,6	510,6	438,1	2,7	60,7	1.080,2	1.019,5
3° trim.	2.379,7	2.306,1	1.362,9	510,5	436,1	-3,4	73,6	1.097,1	1.023,5
4° trim.	2.371,4	2.298,9	1.364,0	509,3	431,7	-6,1	72,5	1.087,7	1.015,2
<i>in percentuale del PIL</i>									
2012	100,0	97,3	57,5	21,5	18,4	-0,1	2,7	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2011 4° trim.	-0,3	-0,9	-0,7	0,0	-0,5	-	-	0,0	-1,2
2012 1° trim.	-0,1	-0,5	-0,2	-0,1	-1,4	-	-	0,5	-0,4
2° trim.	-0,2	-0,6	-0,5	-0,3	-1,6	-	-	1,7	0,6
3° trim.	-0,1	-0,5	-0,2	-0,1	-0,8	-	-	0,9	0,1
4° trim.	-0,6	-0,6	-0,5	0,1	-1,2	-	-	-0,8	-0,9
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2009	-4,4	-3,8	-1,0	2,6	-12,7	-	-	-12,4	-11,1
2010	2,0	1,3	1,0	0,8	-0,4	-	-	11,2	9,6
2011	1,4	0,5	0,1	-0,2	1,5	-	-	6,3	4,2
2012	-0,6	-2,2	-1,3	-0,4	-4,1	-	-	2,7	-0,9
2011 4° trim.	0,6	-0,7	-1,0	-0,3	0,8	-	-	3,6	0,6
2012 1° trim.	-0,1	-1,6	-1,1	-0,2	-2,5	-	-	2,4	-1,1
2° trim.	-0,5	-2,3	-1,2	-0,4	-3,9	-	-	3,5	-0,5
3° trim.	-0,7	-2,5	-1,6	-0,4	-4,3	-	-	3,2	-0,9
4° trim.	-0,9	-2,2	-1,4	-0,3	-4,9	-	-	2,3	-0,6
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>									
2011 4° trim.	-0,3	-0,8	-0,4	0,0	-0,1	-0,3	0,5	-	-
2012 1° trim.	-0,1	-0,5	-0,1	0,0	-0,3	-0,1	0,4	-	-
2° trim.	-0,2	-0,6	-0,3	-0,1	-0,3	0,0	0,5	-	-
3° trim.	-0,1	-0,5	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,4	-	-
4° trim.	-0,6	-0,6	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	0,0	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>									
2009	-4,4	-3,7	-0,6	0,5	-2,7	-0,9	-0,7	-	-
2010	2,0	1,3	0,6	0,2	-0,1	0,6	0,7	-	-
2011	1,4	0,5	0,1	0,0	0,3	0,2	0,9	-	-
2012	-0,6	-2,2	-0,8	-0,1	-0,8	-0,5	1,6	-	-
2011 4° trim.	0,6	-0,7	-0,6	-0,1	0,2	-0,2	1,3	-	-
2012 1° trim.	-0,1	-1,6	-0,7	0,0	-0,5	-0,4	1,5	-	-
2° trim.	-0,5	-2,3	-0,7	-0,1	-0,7	-0,8	1,8	-	-
3° trim.	-0,7	-2,4	-0,9	-0,1	-0,8	-0,6	1,8	-	-
4° trim.	-0,9	-2,2	-0,8	-0,1	-0,9	-0,4	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) Include 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 e di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrat. 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>												
2009	8.028,5	124,0	1.461,4	531,6	1.537,8	369,8	421,3	902,0	803,9	1.581,7	295,0	893,9
2010	8.233,3	135,8	1.568,8	499,6	1.579,6	369,0	438,6	912,4	819,2	1.610,1	300,2	941,9
2011	8.446,5	143,5	1.639,0	504,9	1.630,4	370,0	434,6	942,9	845,4	1.630,4	305,5	973,5
2012	8.509,2	150,4	1.644,5	495,0	1.644,6	364,1	426,4	964,3	861,7	1.646,4	311,7	978,2
2011 4° trim.	2.119,1	36,1	408,1	126,6	410,3	92,5	108,2	238,2	213,4	408,6	77,0	242,3
2012 1° trim.	2.123,8	36,9	409,3	125,4	409,9	92,2	108,8	238,3	214,6	411,0	77,3	242,3
2° trim.	2.127,2	37,1	411,6	124,3	409,5	91,3	107,8	240,5	215,1	412,8	77,3	244,5
3° trim.	2.134,0	37,7	414,1	123,4	411,7	90,8	105,7	242,3	216,6	413,5	78,4	245,7
4° trim.	2.125,5	38,7	409,8	122,1	413,7	89,9	104,2	243,3	215,8	409,2	78,8	245,9
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2012	100,0	1,8	19,3	5,8	19,3	4,3	5,0	11,3	10,1	19,3	3,7	-
<i> Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2011 4° trim.	-0,3	0,4	-1,4	-0,2	-0,4	0,5	0,0	0,2	0,0	0,0	0,4	-0,6
2012 1° trim.	-0,1	-1,0	0,2	-1,5	-0,1	-0,1	-0,2	0,2	0,3	-0,2	-0,1	-0,1
2° trim.	-0,1	-0,2	-0,1	-1,2	-0,4	-0,1	0,0	0,2	-0,1	0,3	-0,4	-0,6
3° trim.	-0,1	-1,4	0,0	-1,0	-0,3	0,0	0,0	0,3	0,3	0,0	0,5	-0,3
4° trim.	-0,5	0,6	-1,7	-1,1	-0,4	0,1	-0,7	0,1	-0,8	0,2	0,1	-1,3
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2009	-4,4	1,2	-13,4	-8,1	-4,5	2,9	0,4	0,4	-7,9	1,5	-0,6	-4,2
2010	2,1	-3,1	8,8	-5,6	2,2	1,9	0,5	-0,6	1,5	1,3	0,1	1,4
2011	1,6	2,3	3,3	-0,9	1,6	1,9	-0,4	1,4	2,5	0,9	0,3	0,2
2012	-0,5	-1,3	-1,4	-4,0	-0,9	0,5	-0,2	1,0	0,6	0,2	0,2	-1,8
2011 4° trim.	0,9	2,6	0,1	0,5	0,7	2,1	0,5	1,6	2,0	0,8	0,6	-1,8
2012 1° trim.	0,0	0,4	-1,1	-3,5	-0,1	1,2	0,1	1,2	1,6	0,4	0,5	-1,4
2° trim.	-0,3	-0,7	-1,2	-3,6	-0,6	0,8	0,4	0,9	0,7	0,2	0,2	-2,0
3° trim.	-0,5	-2,2	-1,2	-3,8	-1,2	0,4	-0,2	0,9	0,6	0,1	0,4	-1,6
4° trim.	-0,8	-2,0	-1,6	-4,7	-1,2	0,0	-0,9	0,8	-0,3	0,3	0,0	-2,2
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2011 4° trim.	-0,3	0,0	-0,3	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2012 1° trim.	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2° trim.	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
3° trim.	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
4° trim.	-0,5	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2009	-4,4	0,0	-2,6	-0,5	-0,9	0,1	0,0	0,0	-0,8	0,3	0,0	-
2010	2,1	0,0	1,6	-0,4	0,4	0,1	0,0	-0,1	0,2	0,2	0,0	-
2011	1,6	0,0	0,6	-0,1	0,3	0,1	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0	-
2012	-0,5	0,0	-0,3	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2011 4° trim.	0,9	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0	-
2012 1° trim.	0,0	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2° trim.	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
3° trim.	-0,5	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
4° trim.	-0,8	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	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 2010	Industria escluse le costruzioni												Costruzioni	
	Industria escluse le costruzioni e i beni energetici											Beni energetici		
	Totale (dest.; indice 2010 = 100)	Totale			Beni di consumo			Beni d'investimento	Beni intermedi	Totale	Durevoli			Non durevoli
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Totale	Durevoli	Non durevoli							
	100,0	79,4	79,4	68,3	67,7	26,7	23,2	17,8	2,3	15,5	11,7	20,6		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2010	3,9	100,0	7,2	7,6	7,6	9,8	8,9	2,8	2,7	2,9	3,9	-7,9		
2011	2,1	103,2	3,2	4,4	4,5	3,8	8,2	0,8	0,6	0,9	-4,6	-2,1		
2012	-3,0	100,8	-2,4	-2,6	-2,4	-4,4	-1,1	-2,4	-4,4	-2,1	-0,2	-5,5		
2012 1° trim.	-2,8	101,7	-1,9	-1,8	-1,9	-4,0	1,0	-2,6	-3,1	-2,5	-1,9	-6,6		
2° trim.	-3,0	101,2	-2,3	-2,8	-2,9	-4,4	-1,2	-2,8	-4,3	-2,6	2,0	-6,1		
3° trim.	-2,7	101,3	-2,2	-2,2	-2,1	-4,3	-0,7	-2,2	-5,3	-1,7	0,0	-4,7		
4° trim.	-3,4	99,2	-3,1	-3,4	-2,8	-4,8	-3,2	-2,1	-5,0	-1,6	-0,3	-4,5		
2012 ott.	-3,1	99,4	-3,1	-3,3	-2,7	-4,2	-3,5	-2,3	-5,2	-1,9	-0,3	-3,8		
nov.	-4,2	98,7	-4,0	-4,4	-3,7	-5,6	-4,4	-3,0	-6,5	-2,5	-0,3	-5,0		
dic.	-2,5	99,4	-2,0	-2,3	-2,0	-4,7	-1,5	-0,8	-2,7	-0,5	-0,3	-4,2		
2013 gen.	-3,5	98,8	-2,4	-2,6	-2,5	-4,0	-3,7	0,7	-7,3	1,8	-0,9	-9,0		
feb.	-2,5	99,3	-3,1	-2,4	-2,1	-3,0	-3,5	-0,4	-4,8	0,1	-6,1	0,8		
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>														
2012 ott.	-0,7	-	-0,7	-0,7	-0,8	-0,7	0,5	-1,7	1,0	-1,1	0,2	0,2		
nov.	-0,5	-	-0,6	-0,8	-0,7	-0,9	0,2	-1,3	-1,3	-1,4	-0,4	-1,0		
dic.	0,6	-	0,7	1,2	1,2	0,2	1,0	1,8	1,8	1,9	-1,5	-0,1		
2013 gen.	-0,7	-	-0,6	-0,8	-0,6	0,0	-1,7	0,3	-1,7	0,3	0,1	-2,1		
feb.	0,4	-	0,4	0,0	-0,1	-0,1	0,9	-1,4	1,3	-1,5	2,6	-0,8		

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

in perc. del totale nel 2010	Nuovi ordinativi nell'industria ¹⁾		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio (incluso il carburante per autoveicoli)								Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera ²⁾ (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera ²⁾ (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	A prezzi costanti							Migliaia (dest.) ³⁾	Totale
	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Totale (dest.; indice 2010 = 100)	Totale	Totale	Totale (dest.; indice 2010 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari		Carburante			
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici				
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	40,1	51,1	9,4	11,9	8,8	13	14	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2010	102,8	17,7	100,0	10,2	2,1	100,0	0,6	0,3	1,4	2,2	0,1	-3,0	843	-8,5
2011	111,6	8,6	109,1	9,0	1,7	99,6	-0,4	-1,0	0,4	1,3	-0,2	-3,3	838	-1,1
2012	.	.	108,6	-0,5	0,3	97,8	-1,9	-1,3	-1,9	-4,3	-2,5	-5,0	743	-11,0
2012 2° trim.	.	.	108,5	-0,7	0,4	97,9	-1,9	-1,4	-1,9	-7,3	-2,0	-5,0	768	-6,8
3° trim.	.	.	109,0	-0,7	0,6	98,0	-1,6	-0,9	-1,7	-2,8	-2,0	-4,3	721	-12,7
4° trim.	.	.	107,2	-1,8	-1,1	96,5	-2,9	-2,0	-3,1	-4,7	-4,3	-5,3	708	-14,2
2013 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	687	-11,3
2012 nov.	.	.	106,7	-2,8	-0,4	96,7	-2,2	-1,6	-2,7	-4,6	-3,3	-4,9	700	-15,1
dic.	.	.	107,2	-1,9	-1,5	96,1	-3,0	-2,2	-3,2	-3,8	-4,0	-3,9	731	-12,1
2013 gen.	.	.	106,4	-3,1	-1,0	96,9	-1,9	-1,8	-1,6	3,7	-4,0	-5,2	664	-14,2
feb.	.	.	.	.	-0,8	96,6	-1,4	-1,8	-1,5	.	.	1,4	696	-8,8
mar.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	701	-10,9
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>														
2012 nov.	-	-	-	-0,9	0,1	-	0,2	-0,4	-0,2	0,0	0,5	1,1	-	0,9
dic.	-	-	-	0,4	-0,7	-	-0,7	-0,5	-0,6	0,2	-1,0	0,0	-	4,4
2013 gen.	-	-	-	-0,7	0,6	-	0,9	0,5	1,5	4,8	1,5	-0,9	-	-9,1
feb.	-	-	-	-	-0,1	-	-0,3	-0,1	-1,1	.	.	-0,5	-	4,8
mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	.	.	-	-	0,7

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) In seguito alla modifica del Regolamento sulle statistiche a breve termine (cfr. le Note Generali) non vengono più rilasciate le statistiche sui nuovi ordinativi industriali nell'area dell'euro; gli ultimi dati pubblicati dall'Eurostat si riferiscono a marzo 2012.
- 2) 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.
- 3) I dati annuali e trimestrali sono medie di quelli mensili nel periodo considerato.

5.2 Produzione e domanda

 (saldi percentuali¹⁾, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico ²⁾ (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata ³⁾ (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie				
		Clima di fiducia					Totale ⁴⁾	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale ⁴⁾	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2009	80,7	-28,8	-56,6	14,8	-14,9	70,9	-24,8	-7,0	-26,1	55,3	-10,7
2010	101,0	-4,6	-24,4	1,0	11,5	77,0	-14,2	-5,3	-12,3	31,2	-8,0
2011	101,7	0,2	-6,6	2,3	9,4	80,6	-14,5	-7,4	-18,1	23,2	-9,1
2012	90,4	-11,7	-24,5	6,8	-4,0	78,5	-22,3	-11,3	-27,6	38,4	-12,0
2012 1° trim.	95,0	-6,1	-15,0	5,9	2,6	80,0	-19,9	-10,0	-24,1	34,4	-10,9
2° trim.	92,3	-10,5	-22,0	6,5	-3,0	79,0	-19,5	-10,3	-24,2	32,3	-10,9
3° trim.	87,4	-14,9	-28,6	8,1	-8,1	77,6	-23,8	-11,8	-30,4	40,7	-12,4
4° trim.	86,8	-15,4	-32,1	6,8	-7,4	77,3	-26,2	-13,0	-31,7	46,3	-13,7
2013 1° trim.	90,1	-12,3	-29,7	5,4	-1,6	77,5	-23,7	-11,4	-27,3	42,6	-13,4
2012 nov.	86,9	-14,7	-31,2	6,0	-6,8	-	-26,7	-13,8	-31,8	46,9	-14,2
dic.	88,0	-13,8	-30,7	6,0	-4,7	-	-26,3	-12,3	-31,5	47,7	-13,8
2013 gen.	89,7	-13,4	-30,9	5,2	-4,0	77,5	-23,9	-11,7	-28,9	42,7	-12,4
feb.	90,4	-11,1	-27,8	5,1	-0,4	-	-23,6	-11,2	-26,4	43,2	-13,7
mar.	90,1	-12,3	-30,3	6,0	-0,5	-	-23,5	-11,4	-26,7	42,0	-14,1
apr.	88,6	-13,8	-33,7	6,3	-1,6	77,5	-22,3	-11,0	-26,4	37,9	-13,8

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale ⁴⁾	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale ⁴⁾	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale ⁴⁾	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2009	-33,1	-42,1	-24,1	-15,5	-21,4	9,8	-15,4	-16,1	-21,2	-18,0	-9,3
2010	-28,7	-39,4	-18,2	-4,1	-6,6	7,2	1,6	4,0	1,5	3,1	7,3
2011	-26,2	-33,9	-18,5	-5,4	-5,6	11,1	0,6	5,3	2,2	5,3	8,3
2012	-28,7	-35,1	-22,3	-15,2	-18,9	14,2	-12,6	-6,9	-11,9	-7,7	-1,1
2012 1° trim.	-25,0	-30,7	-19,3	-13,7	-14,4	16,3	-10,5	-1,4	-6,2	-1,5	3,6
2° trim.	-27,2	-32,3	-22,1	-14,4	-18,2	14,8	-10,4	-4,5	-10,1	-4,8	1,3
3° trim.	-29,7	-36,9	-22,5	-16,8	-21,8	14,5	-14,1	-10,6	-15,8	-11,7	-4,2
4° trim.	-33,0	-40,5	-25,5	-16,0	-21,3	11,4	-15,4	-11,1	-15,3	-12,9	-5,0
2013 1° trim.	-29,5	-37,5	-21,7	-16,2	-24,4	10,7	-13,7	-7,8	-12,6	-8,9	-1,8
2012 nov.	-34,1	-41,9	-26,4	-14,8	-19,5	11,2	-13,8	-11,4	-15,2	-12,6	-6,5
dic.	-33,3	-39,8	-26,8	-15,9	-23,0	10,5	-14,3	-9,8	-14,7	-11,4	-3,3
2013 gen.	-28,5	-36,3	-20,8	-15,5	-23,0	11,4	-12,1	-7,9	-12,4	-9,4	-1,8
feb.	-29,7	-37,7	-21,8	-16,1	-25,0	10,2	-13,3	-8,5	-14,3	-9,6	-1,5
mar.	-30,4	-38,4	-22,4	-17,1	-25,3	10,5	-15,6	-7,0	-11,2	-7,8	-2,1
apr.	-31,8	-39,3	-24,4	-18,1	-25,7	11,7	-16,8	-11,1	-16,0	-14,5	-2,8

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

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media calcolata 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 ¹⁾

(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
Persone occupate													
<i>livelli (migliaia)</i>													
2012	146.176	125.078	21.098	4.985	22.932	9.484	35.912	4.080	4.060	1.321	18.254	34.308	10.840
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2012	100,0	85,6	14,4	3,4	15,7	6,5	24,6	2,8	2,8	0,9	12,5	23,5	7,4
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2010	-0,5	-0,5	-0,6	-1,1	-2,8	-3,9	-0,7	-1,3	-0,7	-0,3	1,7	1,0	0,9
2011	0,3	0,5	-0,8	-2,2	0,2	-3,8	0,7	1,5	-0,3	3,0	2,7	0,1	0,1
2012	-0,6	-0,7	0,0	-1,4	-1,1	-4,7	-0,7	1,4	-0,8	0,6	0,8	-0,3	0,7
2012 1° trim.	-0,4	-0,4	-0,6	-1,7	-0,7	-4,6	-0,2	1,2	-0,3	1,0	0,9	-0,2	-0,4
2° trim.	-0,7	-0,8	-0,2	-1,3	-1,2	-4,7	-0,8	1,2	-0,6	1,6	0,3	-0,2	0,1
3° trim.	-0,6	-0,8	0,6	-1,1	-1,2	-5,0	-0,8	1,1	-1,3	0,7	1,5	-0,4	1,3
4° trim.	-0,7	-0,9	0,2	-1,4	-1,4	-4,8	-1,0	1,9	-1,1	-0,7	0,3	-0,2	1,7
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
2012 1° trim.	-0,3	-0,4	0,7	0,0	-0,5	-1,3	-0,3	0,5	0,0	-1,2	-0,2	-0,2	0,7
2° trim.	-0,1	0,0	-0,2	0,3	-0,4	-0,6	-0,1	0,5	-0,7	0,6	0,4	0,1	0,0
3° trim.	-0,1	-0,1	0,2	-0,7	-0,1	-1,7	-0,1	-0,5	-1,0	-2,0	1,2	-0,1	0,6
4° trim.	-0,3	-0,3	-0,5	-1,0	-0,5	-1,3	-0,4	1,5	0,6	2,0	-1,0	-0,1	0,4
Ore lavorate													
<i>livelli (milioni)</i>													
2012	229.973	185.007	44.966	10.257	36.080	16.562	60.018	6.569	6.435	2.040	27.911	48.883	15.219
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2012	100,0	80,4	19,6	4,5	15,7	7,2	26,1	2,9	2,8	0,9	12,1	21,3	6,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2010	0,0	0,0	-0,4	-0,9	-0,4	-3,9	-0,4	-0,7	-0,2	0,8	2,3	1,0	0,6
2011	0,2	0,5	-1,0	-2,3	0,8	-4,1	0,4	1,4	-0,2	3,5	2,8	0,1	0,0
2012	-1,2	-1,3	-0,7	-1,8	-2,2	-6,0	-1,3	1,4	-0,9	0,0	0,5	-0,4	-0,1
2012 1° trim.	-1,0	-1,0	-1,0	-2,2	-1,2	-5,6	-0,9	0,9	-0,2	0,3	0,8	-0,4	-0,9
2° trim.	-1,4	-1,5	-0,8	-1,2	-2,3	-6,3	-1,5	1,3	-0,7	1,7	0,3	-0,5	-0,8
3° trim.	-1,1	-1,4	0,1	-1,2	-2,4	-6,2	-1,1	1,5	-1,0	0,7	1,2	-0,5	0,7
4° trim.	-1,5	-1,6	-1,1	-2,6	-2,9	-5,8	-1,6	1,7	-1,7	-2,8	-0,2	-0,1	0,5
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
2012 1° trim.	-0,3	-0,3	-0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,7	0,8	0,1	-0,8	-0,1	0,0	0,5
2° trim.	-0,6	-0,7	-0,3	-0,5	-1,4	-2,2	-0,2	-0,2	-1,2	0,5	-0,2	-0,3	-0,8
3° trim.	0,2	0,1	0,4	-0,5	0,0	-1,4	0,2	0,5	0,0	-0,4	0,7	0,2	1,3
4° trim.	-0,7	-0,6	-1,1	-1,4	-1,1	-1,9	-1,0	0,6	-0,6	-2,0	-0,6	0,1	-0,4
Ore lavorate per persona occupata													
<i>livelli (migliaia)</i>													
2012	1.573	1.479	2.131	2.058	1.573	1.746	1.671	1.610	1.585	1.544	1.529	1.425	1.404
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2010	0,5	0,6	0,2	0,2	2,5	0,0	0,3	0,6	0,5	1,1	0,6	0,1	-0,3
2011	-0,1	0,1	-0,2	-0,1	0,6	-0,3	-0,3	0,0	0,2	0,5	0,1	0,0	-0,1
2012	-0,6	-0,6	-0,7	-0,4	-1,0	-1,3	-0,6	0,0	-0,1	-0,7	-0,2	-0,1	-0,8
2012 1° trim.	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-1,1	-0,8	-0,2	0,1	-0,7	-0,1	-0,2	-0,5
2° trim.	-0,6	-0,7	-0,7	0,1	-1,1	-1,8	-0,6	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,2	-0,9
3° trim.	-0,5	-0,6	-0,5	-0,1	-1,1	-1,3	-0,3	0,4	0,3	-0,1	-0,3	-0,1	-0,6
4° trim.	-0,8	-0,7	-1,3	-1,2	-1,4	-1,1	-0,7	-0,3	-0,6	-2,1	-0,6	0,1	-1,1
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
2012 1° trim.	0,7	1,0	-1,5	-2,4	1,0	0,2	0,2	2,1	1,7	1,2	0,0	2,2	0,1
2° trim.	-2,8	-3,8	1,1	4,6	-4,1	-1,3	-1,9	-5,2	-4,3	-2,8	-3,9	-4,5	-2,1
3° trim.	-1,0	-0,9	-1,0	-0,1	-1,8	-0,2	-1,1	0,1	-0,3	0,3	-1,6	-0,9	0,0
4° trim.	2,5	3,1	0,3	-2,4	3,6	0,1	2,2	3,0	2,5	0,1	5,0	3,6	0,9

Fonte: elaborazioni della BCE basate sui dati Eurostat.

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

5.3 Mercato del lavoro

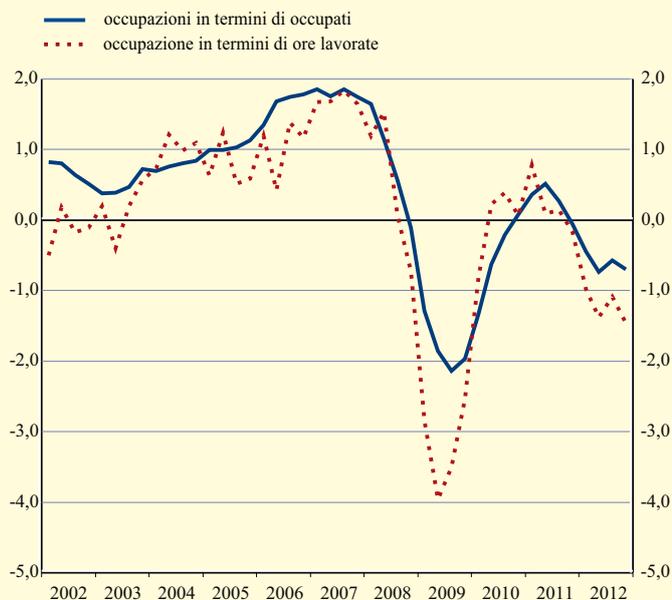
(dati destagionalizzati salvo diversa indicazione)

2. Disoccupazione e posti vacanti¹⁾

	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti ²⁾
	Totale		Per età ³⁾				Per genere ⁴⁾				
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
in perc. del totale nel 2010	100,0		79,4		20,6		54,0		46,0		in perc. del totale dei posti di lavoro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2009	15,055	9,6	11,768	8,4	3,287	20,3	8,147	9,4	6,909	9,8	1,4
2010	15,936	10,1	12,655	8,9	3,280	20,9	8,604	10,0	7,331	10,3	1,5
2011	16,041	10,2	12,828	9,0	3,213	20,9	8,550	9,9	7,491	10,5	1,7
2012	18,055	11,4	14,578	10,1	3,477	23,0	9,692	11,2	8,363	11,5	1,6
2012 1° trim.	17,277	10,9	13,896	9,7	3,382	22,2	9,242	10,7	8,035	11,1	1,7
2° trim.	17,908	11,3	14,453	10,1	3,455	22,8	9,631	11,1	8,277	11,4	1,7
3° trim.	18,304	11,5	14,789	10,3	3,515	23,4	9,839	11,4	8,465	11,7	1,4
4° trim.	18,731	11,8	15,173	10,5	3,558	23,7	10,057	11,6	8,674	11,9	1,6
2013 1° trim.	19,153	12,0	15,544	10,8	3,609	24,0	10,292	11,9	8,861	12,2	.
2012 ott.	18,654	11,7	15,108	10,5	3,545	23,6	10,003	11,6	8,651	11,9	-
nov.	18,771	11,8	15,207	10,5	3,565	23,7	10,059	11,6	8,713	12,0	-
dic.	18,768	11,8	15,204	10,6	3,564	23,7	10,110	11,7	8,658	11,9	-
2013 gen.	19,099	12,0	15,481	10,7	3,617	24,1	10,255	11,9	8,844	12,2	-
feb.	19,149	12,0	15,538	10,8	3,611	24,0	10,294	11,9	8,856	12,2	-
mar.	19,211	12,1	15,612	10,8	3,599	24,0	10,328	11,9	8,882	12,2	-

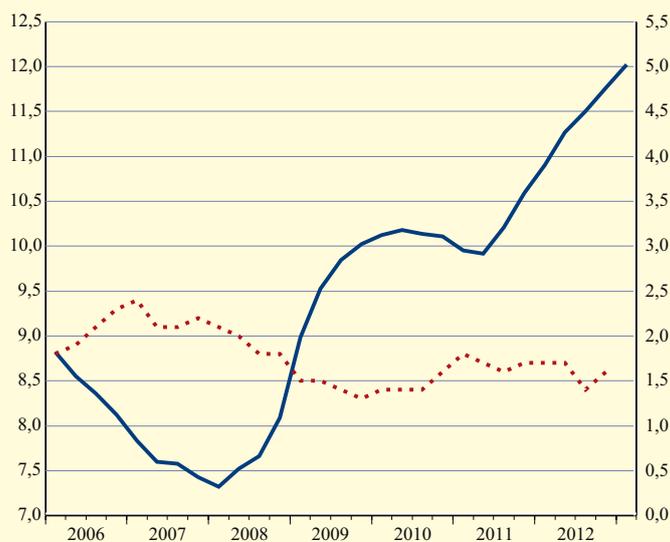
F28 Occupazione: occupati e ore lavorate

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



F29 Tasso di disoccupazione e tasso di posti vacanti²⁾

— 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 ¹⁾ (in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette					Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE		Contributi sociali		Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale	
		Famiglie	Imprese					Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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	44,9	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	44,6	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	44,8	44,5	11,5	8,9	2,5	12,9	0,3	15,7	8,2	4,5	2,6	0,3	0,3	40,4
2011	45,3	45,0	11,9	9,1	2,6	13,0	0,3	15,7	8,2	4,5	2,6	0,3	0,3	40,9
2012	46,2	46,0	12,4	9,6	2,7	13,3	0,3	15,9	8,3	4,6	2,6	0,2	0,3	41,8

2. Area dell'euro: spese

	Totale	Spese correnti								Spese in conto capitale			Per memoria: spese primarie ³⁾	
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali		Sussidi	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE		
								A carico delle istituzioni dell'UE						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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	47,3	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	11,1	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	10,9	5,7	2,8	27,2	24,1	1,8	0,4	4,4	2,6	1,8	0,0	48,1
2011	49,5	46,0	10,6	5,5	3,0	26,9	23,8	1,7	0,4	3,5	2,3	1,2	0,0	46,5
2012	49,9	46,2	10,5	5,5	3,1	27,1	24,2	1,6	0,4	3,7	2,1	1,6	0,1	46,8

3. Area dell'euro: disavanzo/avanzo, disavanzo/avanzo primario e consumi pubblici

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo primario (+)	Consumi pubblici ⁴⁾							
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)	Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
2004	-2,9	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,2	8,1	12,3
2005	-2,5	-2,3	-0,3	-0,2	0,2	0,5	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,3	8,0	12,5
2006	-1,4	-1,5	-0,1	-0,2	0,4	1,5	20,3	10,3	5,0	5,3	1,9	2,3	7,9	12,5
2007	-0,7	-1,2	0,0	0,0	0,6	2,3	20,1	10,1	5,0	5,2	1,9	2,3	7,7	12,3
2008	-2,1	-2,3	-0,2	-0,2	0,5	0,9	20,6	10,3	5,2	5,4	1,9	2,3	8,0	12,7
2009	-6,4	-5,2	-0,5	-0,3	-0,4	-3,5	22,4	11,1	5,7	5,9	2,1	2,5	8,6	13,7
2010	-6,2	-5,1	-0,7	-0,3	-0,1	-3,4	22,1	10,9	5,7	5,9	2,1	2,6	8,4	13,6
2011	-4,1	-3,3	-0,7	-0,2	0,0	-1,1	21,6	10,6	5,5	5,8	2,1	2,6	8,2	13,4
2012	-3,7	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6	21,6	10,5	5,5	5,9	2,1	2,6	8,2	13,4

4. Paesi dell'area dell'euro: disavanzo (-)/avanzo (+) ⁵⁾

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2009	-5,6	-3,1	-2,0	-13,9	-15,6	-11,2	-7,5	-5,5	-6,1	-0,8	-3,7	-5,6	-4,1	-10,2	-6,2	-8,0	-2,5
2010	-3,8	-4,1	0,2	-30,8	-10,7	-9,7	-7,1	-4,5	-5,3	-0,9	-3,6	-5,1	-4,5	-9,8	-5,9	-7,7	-2,5
2011	-3,7	-0,8	1,2	-13,4	-9,5	-9,4	-5,3	-3,8	-6,3	-0,2	-2,8	-4,5	-2,5	-4,4	-6,4	-5,1	-0,8
2012	-3,9	0,2	-0,3	-7,6	-10,0	-10,6	-4,8	-3,0	-6,3	-0,8	-3,3	-4,1	-2,5	-6,4	-4,0	-4,3	-1,9

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al disavanzo/avanzo dei singoli paesi.

- 1) 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 (P.3) delle amministrazioni pubbliche nel SEC 95.
- 5) Sono inclusi i regolamenti collegati agli accordi sui tassi *swap* e a termine.

6.2 Debito ¹⁾

(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				Altri creditori ³⁾
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ²⁾			Altri settori	
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	69,2	2,1	12,5	5,1	49,6	40,2	20,5	11,3	8,4	29,1
2004	69,7	2,2	12,2	4,8	50,5	38,7	19,7	11,2	7,9	30,9
2005	70,5	2,4	12,3	4,5	51,3	37,0	19,0	11,3	6,8	33,5
2006	68,7	2,5	11,9	4,0	50,3	34,9	19,1	9,3	6,5	33,7
2007	66,4	2,2	11,3	3,9	48,9	32,7	17,8	8,6	6,3	33,6
2008	70,2	2,3	11,6	6,5	49,8	33,2	18,4	7,9	6,9	37,0
2009	80,0	2,5	12,7	8,3	56,5	37,4	21,4	9,2	6,8	42,6
2010	85,4	2,4	15,4	7,3	60,2	40,5	24,3	10,6	5,6	44,9
2011	87,3	2,4	15,4	7,4	62,1	42,8	24,7	11,3	6,9	44,5
2012	90,6	2,6	17,4	6,8	63,9	46,6	26,5	12,4	7,7	44,0

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

	Totale	Emesso da ⁴⁾				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute
2003	69,2	56,7	6,5	5,1	1,0	7,9	61,4	5,0	14,9	26,1	28,3	68,4	0,9
2004	69,7	56,7	6,6	5,1	1,3	7,7	62,0	4,7	14,7	26,3	28,6	68,7	1,0
2005	70,5	57,2	6,7	5,2	1,4	7,8	62,8	4,5	14,8	25,8	29,9	69,4	1,1
2006	68,7	55,4	6,5	5,3	1,4	7,3	61,4	4,3	14,3	24,2	30,1	67,9	0,7
2007	66,4	53,5	6,3	5,3	1,4	7,1	59,2	4,2	14,5	23,6	28,2	65,8	0,5
2008	70,2	56,9	6,7	5,3	1,3	10,0	60,2	4,9	17,7	23,5	29,1	69,3	1,0
2009	80,0	64,8	7,7	5,8	1,7	12,0	68,0	5,0	19,5	27,3	33,2	78,8	1,2
2010	85,4	69,2	8,3	5,9	1,9	13,0	72,3	5,1	21,2	29,3	34,9	84,2	1,2
2011	87,3	70,7	8,5	5,9	2,2	12,6	74,7	6,0	20,8	30,4	36,1	85,6	1,7
2012	90,6	73,5	8,8	6,0	2,2	11,7	78,9	7,0	20,6	32,1	37,9	88,6	2,0

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
2009	95,7	74,5	7,2	64,8	129,7	53,9	79,2	116,4	58,5	15,3	66,4	60,8	69,2	83,7	35,0	35,6	43,5
2010	95,5	82,4	6,7	92,1	148,3	61,5	82,4	119,3	61,3	19,2	67,4	63,1	72,0	94,0	38,6	41,0	48,6
2011	97,8	80,4	6,2	106,4	170,3	69,3	85,8	120,8	71,1	18,3	70,3	65,5	72,5	108,3	46,9	43,3	49,0
2012	99,6	81,9	10,1	117,6	156,9	84,2	90,2	127,0	85,8	20,8	72,1	71,2	73,4	123,6	54,1	52,1	53,0

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al debito dei singoli paesi.

- 1) Debito lordo delle amministrazioni pubbliche in valore nominale consolidato tra sottosettori dell'amministrazione. Le quote detenute da amministrazioni pubbliche non residenti non sono consolidate. I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati. Dati parzialmente stimati.
- 2) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 3) Comprende i residenti di paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 4) Esclude il debito detenuto dalle amministrazioni pubbliche del paese il cui governo ha emesso il debito stesso.

6.3 Variazione del debito ¹⁾

(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Fonte della variazione			Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori ⁶⁾
		Fabbisogno ²⁾	Effetti di rivalutazione ³⁾	Altre variazioni in volume ⁴⁾	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ⁵⁾	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	3,2	3,3	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	2,9	0,2	0,0	0,3	3,0
2005	3,3	3,1	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,4	0,0	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	-0,4	-0,4	-0,3	1,6
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,1	0,5	2,7	2,0	1,3	1,0	-0,5	4,1
2009	7,3	7,5	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,9	3,0	2,3	1,0	4,3
2010	7,6	7,7	-0,1	0,0	0,0	3,0	-0,7	5,2	4,1	3,5	1,6	3,4
2011	4,2	4,0	0,1	0,0	0,0	0,4	0,2	3,5	3,4	1,0	1,0	0,8
2012	4,0	5,4	-1,4	0,0	0,2	2,1	-0,5	2,2	4,1	2,0	1,2	-0,2

2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

Variazione del debito	Disavanzo (-)/avanzo (+)	Raccordo disavanzo-debito ⁷⁾											Altro ⁸⁾	
		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 ⁹⁾	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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	-2,5	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	7,3	-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	7,6	-6,2	1,4	1,8	0,0	0,5	1,0	0,2	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,3
2011	4,2	-4,1	0,0	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2
2012	4,0	-3,7	0,2	1,4	0,3	0,6	-0,1	0,6	-0,1	0,3	-1,4	0,0	0,0	0,3

Fonte: BCE.

- 1) Dati 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.
- 2) Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
- 3) Include, oltre all'impatto delle variazioni dei tassi di cambio, gli effetti derivanti dalla misurazione al valore nominale (per esempio premi o sconti sui titoli emessi).
- 4) Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e alcune operazioni di assunzione di debito.
- 5) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 6) Include i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 7) Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- 8) Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
- 9) Esclusi gli strumenti finanziari derivati.

6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali ¹⁾
(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate trimestrali

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	Imposte in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2006 4° trim.	49,0	48,4	14,4	14,0	15,8	2,4	0,9	0,6	0,3	44,5
2007 1° trim.	42,3	41,9	10,4	12,9	14,8	2,2	0,9	0,4	0,3	38,3
2° trim.	45,8	45,4	13,0	13,0	15,0	2,2	1,4	0,4	0,3	41,2
3° trim.	43,6	43,1	12,3	12,4	14,7	2,2	0,7	0,5	0,3	39,6
4° trim.	49,3	48,7	14,8	13,8	15,7	2,5	1,0	0,6	0,3	44,6
2008 1° trim.	42,4	42,1	10,8	12,3	14,8	2,2	1,1	0,3	0,2	38,2
2° trim.	45,3	44,9	12,9	12,4	15,1	2,3	1,5	0,4	0,3	40,6
3° trim.	43,4	43,1	12,2	12,0	15,0	2,3	0,8	0,4	0,3	39,5
4° trim.	48,8	48,3	13,9	13,4	16,3	2,6	1,1	0,5	0,3	43,9
2009 1° trim.	42,4	42,3	10,4	12,0	15,6	2,4	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.	42,9	42,6	11,0	12,0	15,5	2,5	0,7	0,3	0,3	38,8
4° trim.	48,7	47,8	13,0	13,6	16,4	2,7	1,0	0,8	0,5	43,5
2010 1° trim.	42,2	42,0	10,1	12,2	15,5	2,4	0,9	0,2	0,3	38,0
2° trim.	45,1	44,6	11,8	12,6	15,4	2,6	1,3	0,5	0,3	40,2
3° trim.	43,0	42,7	10,9	12,5	15,3	2,5	0,7	0,3	0,3	39,0
4° trim.	48,6	47,8	13,2	13,4	16,4	2,8	1,0	0,7	0,3	43,3
2011 1° trim.	42,9	42,7	10,6	12,5	15,3	2,5	1,0	0,3	0,3	38,7
2° trim.	45,2	44,9	12,0	12,7	15,4	2,5	1,5	0,3	0,3	40,3
3° trim.	43,7	43,4	11,4	12,5	15,4	2,5	0,8	0,3	0,3	39,6
4° trim.	49,3	48,3	13,4	13,4	16,7	2,8	1,0	1,1	0,4	43,8
2012 1° trim.	43,4	43,2	10,9	12,6	15,4	2,5	1,0	0,2	0,2	39,1
2° trim.	46,1	45,8	12,6	12,8	15,6	2,6	1,4	0,3	0,3	41,2
3° trim.	44,7	44,3	12,0	12,6	15,5	2,6	0,8	0,4	0,3	40,4
4° trim.	50,6	49,9	14,2	13,9	16,9	2,9	1,0	0,7	0,3	45,3

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		Investimenti	Trasferimenti in conto capitale			
							Sussidi						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2006 4° trim.	49,5	44,6	10,8	5,9	2,8	25,0	21,3	1,3	4,9	2,7	2,2	-0,5	2,3
2007 1° trim.	44,9	41,4	9,9	4,5	2,9	24,1	20,7	1,1	3,5	2,3	1,2	-2,7	0,2
2° trim.	45,0	41,6	10,0	4,8	3,2	23,6	20,6	1,1	3,4	2,5	0,9	0,8	4,0
3° trim.	44,6	41,0	9,6	4,8	2,9	23,8	20,5	1,1	3,6	2,6	0,9	-1,0	1,9
4° trim.	49,3	44,7	10,8	5,9	2,9	25,1	21,2	1,5	4,5	2,8	1,7	0,0	2,9
2008 1° trim.	45,5	41,9	9,9	4,5	3,0	24,4	20,8	1,2	3,6	2,3	1,2	-3,1	0,0
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	-2,3	0,6
4° trim.	51,3	46,7	11,2	6,3	2,9	26,3	22,2	1,4	4,6	2,9	1,7	-2,5	0,4
2009 1° trim.	49,4	45,6	10,7	5,1	2,8	26,9	23,0	1,3	3,8	2,6	1,2	-6,9	-4,1
2° trim.	50,7	46,5	11,1	5,5	3,0	26,9	23,3	1,3	4,2	2,8	1,3	-5,4	-2,4
3° trim.	50,0	46,0	10,5	5,5	2,8	27,1	23,5	1,3	4,1	2,9	1,1	-7,1	-4,3
4° trim.	54,6	49,7	11,8	6,7	2,8	28,4	24,0	1,5	4,9	3,0	1,9	-6,0	-3,2
2010 1° trim.	50,4	46,5	10,8	5,1	2,7	27,9	23,6	1,4	3,9	2,4	1,5	-8,2	-5,5
2° trim.	49,6	46,1	11,0	5,5	3,0	26,7	23,2	1,3	3,5	2,5	1,1	-4,5	-1,5
3° trim.	50,4	45,2	10,2	5,4	2,7	26,8	23,1	1,3	5,2	2,6	2,6	-7,4	-4,7
4° trim.	53,4	48,7	11,5	6,6	2,9	27,7	23,6	1,5	4,7	2,7	2,0	-4,8	-1,9
2011 1° trim.	48,6	45,5	10,5	5,0	2,9	27,2	23,1	1,3	3,1	2,1	0,9	-5,6	-2,8
2° trim.	48,5	45,3	10,6	5,3	3,2	26,2	22,8	1,2	3,2	2,3	0,9	-3,3	-0,1
3° trim.	48,1	44,6	10,1	5,3	2,9	26,4	23,0	1,2	3,5	2,3	1,1	-4,3	-1,5
4° trim.	52,6	48,6	11,2	6,5	3,2	27,7	23,6	1,5	3,9	2,5	1,7	-3,3	-0,1
2012 1° trim.	48,2	45,5	10,3	4,9	3,0	27,3	23,3	1,2	2,7	1,9	0,8	-4,8	-1,8
2° trim.	49,2	45,8	10,5	5,3	3,3	26,6	23,2	1,1	3,3	2,1	1,2	-3,0	0,3
3° trim.	48,5	44,9	10,0	5,3	2,9	26,7	23,4	1,1	3,7	2,2	1,5	-3,9	-1,0
4° trim.	53,7	48,7	11,0	6,5	3,2	28,0	24,1	1,4	5,0	2,2	2,8	-3,1	0,1

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

- 1) 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.
- 2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

6.5 Debito e variazione del debito trimestrali ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario ²⁾

	Totale 1	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi 2	Prestiti 3	Titoli a breve termine 4	Titoli a lungo termine 5
2010 1° trim.	81,6	2,4	12,9	8,2	58,2
2° trim.	82,9	2,4	13,5	7,8	59,2
3° trim.	83,0	2,4	13,4	7,9	59,2
4° trim.	85,4	2,4	15,4	7,3	60,2
2011 1° trim.	86,3	2,4	15,2	7,4	61,2
2° trim.	87,2	2,4	15,0	7,5	62,3
3° trim.	86,8	2,4	15,2	7,8	61,4
4° trim.	87,3	2,4	15,4	7,4	62,1
2012 1° trim.	88,2	2,5	15,8	7,6	62,3
2° trim.	89,9	2,5	16,7	7,3	63,4
3° trim.	89,9	2,5	16,5	7,2	63,6
4° trim.	90,6	2,6	17,4	6,8	63,9

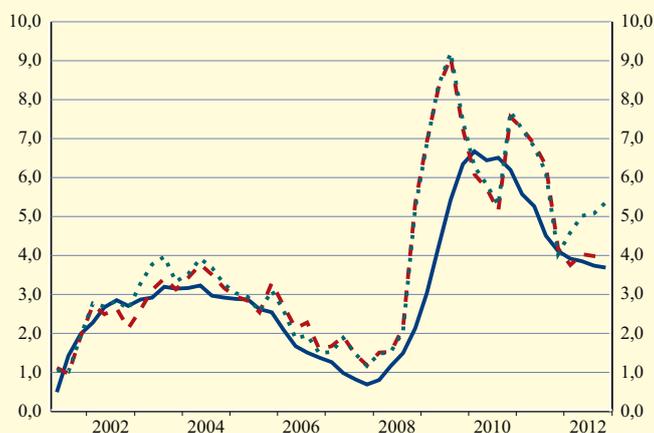
2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	Variazione del debito 1	Disavanzo (-) avanzo (+) 2	Raccordo disavanzo-debito							Per memoria: fabbisogno 11	
			Totale 3	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche				Effetti di rivalutazione e altre variazioni di volume 9	Altro 10		
				Totale 4	Banconote, monete e depositi 5	Prestiti 6	Titoli 7				Azioni e altri titoli di capitale 8
2010 1° trim.	8,1	-8,2	-0,1	0,8	0,9	-0,1	-0,3	0,3	-0,4	-0,5	8,5
2° trim.	7,7	-4,5	3,2	3,3	2,0	1,1	-0,2	0,4	-0,1	-0,1	7,7
3° trim.	2,7	-7,4	-4,6	-2,9	-2,3	-0,6	-0,1	0,1	0,0	-1,7	2,8
4° trim.	11,6	-4,8	6,8	5,6	-0,4	1,6	4,4	0,0	0,0	1,2	11,6
2011 1° trim.	6,9	-5,6	1,2	0,7	2,1	-0,8	-0,6	-0,1	0,2	0,4	6,7
2° trim.	6,0	-3,3	2,7	2,6	2,8	0,6	-0,3	-0,5	0,1	0,0	5,9
3° trim.	0,7	-4,3	-3,6	-3,7	-3,7	-0,4	0,2	0,2	0,5	-0,3	0,3
4° trim.	3,2	-3,3	-0,1	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	-0,1	0,6	3,3
2012 1° trim.	5,1	-4,8	0,3	3,8	4,2	0,0	-0,4	0,0	-3,8	0,3	9,0
2° trim.	7,1	-3,0	4,1	3,8	1,6	1,1	0,4	0,7	-0,5	0,8	7,6
3° trim.	0,6	-3,9	-3,3	-1,3	-1,7	0,6	-0,4	0,1	0,0	-2,0	0,6
4° trim.	3,0	-3,1	-0,1	-0,7	-2,9	0,5	0,1	1,6	-1,4	2,0	4,4

F30 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito

(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)

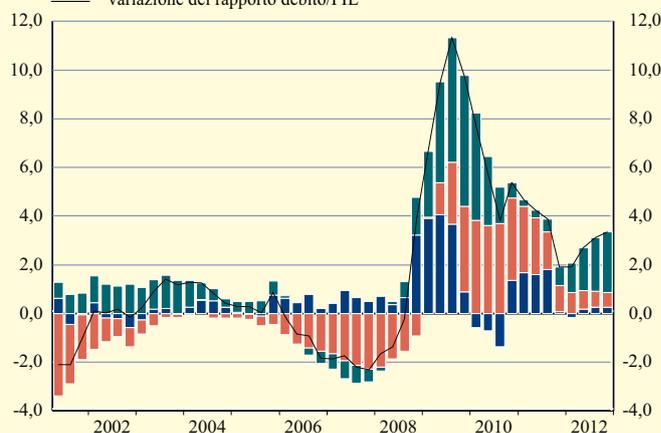
- disavanzo
- - - variazione del debito
- ... fabbisogno



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) I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati.



TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

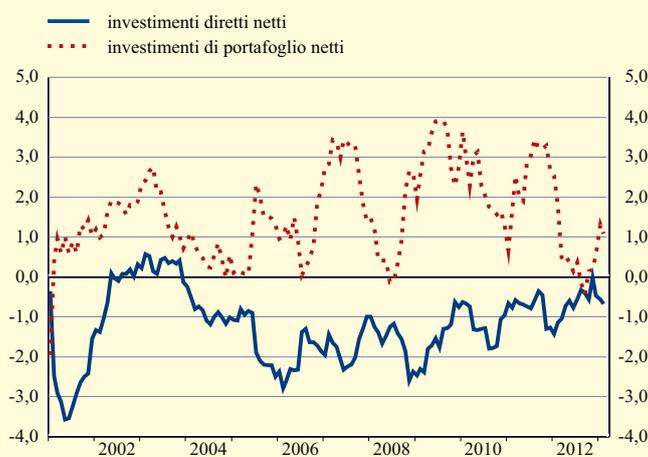
7.1 Bilancia dei pagamenti ¹⁾ (miliardi di euro; transazioni nette)

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario						Errori e omissioni
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2010	3,5	17,2	56,5	38,9	-109,2	5,7	9,2	9,1	-88,8	119,5	18,4	-29,5	-10,5	-18,3
2011	14,9	6,8	73,2	42,1	-107,2	11,2	26,0	-42,7	-118,7	252,5	-5,3	-161,0	-10,2	16,6
2012	116,0	100,6	90,9	32,2	-107,8	15,1	131,1	-133,2	-44,8	52,3	5,6	-132,1	-14,1	2,1
2011 4° trim.	35,9	14,5	20,9	20,9	-20,4	6,1	42,0	-42,2	-14,7	-46,1	-11,2	36,5	-6,7	0,3
2012 1° trim.	-2,8	6,8	16,6	12,5	-38,7	3,2	0,4	2,0	-3,6	-76,8	-5,3	89,8	-2,1	-2,4
2° trim.	18,3	25,7	26,3	-8,6	-25,1	1,4	19,8	-19,5	-15,2	96,7	-8,0	-84,0	-9,0	-0,3
3° trim.	40,8	30,3	27,0	13,0	-29,4	4,0	44,9	-41,6	-4,9	-14,8	2,8	-24,6	-0,1	-3,2
4° trim.	59,6	37,9	21,0	15,3	-14,6	6,5	66,1	-74,2	-21,2	47,2	16,1	-113,3	-3,0	8,1
2012 feb.	-2,6	3,2	5,5	6,0	-17,3	2,0	-0,6	9,3	8,2	12,5	4,5	-14,3	-1,6	-8,8
mar.	10,0	11,3	6,7	4,0	-12,0	0,7	10,7	-19,2	-12,6	-46,0	-4,2	43,0	0,7	8,4
apr.	2,9	4,4	7,6	0,1	-9,1	0,2	3,2	-2,4	-2,6	3,4	1,7	-2,0	-3,0	-0,7
mag.	-2,8	7,4	8,9	-10,8	-8,2	1,4	-1,4	-0,4	3,5	30,1	-7,5	-25,0	-1,5	1,7
giu.	18,2	13,9	9,9	2,1	-7,7	-0,2	18,0	-16,7	-16,1	63,2	-2,2	-57,0	-4,5	-1,3
lug.	21,8	14,5	9,9	5,2	-7,9	0,7	22,4	-17,5	2,5	4,8	-1,7	-23,6	0,5	-5,0
ago.	8,8	5,6	7,9	5,9	-10,6	1,6	10,5	-7,7	12,6	-19,1	6,2	-5,9	-1,6	-2,8
set.	10,2	10,2	9,1	1,9	-11,0	1,7	11,9	-16,4	-20,0	-0,5	-1,7	4,9	1,0	4,5
ott.	12,8	10,6	6,9	4,3	-9,0	2,4	15,2	-15,6	-15,1	44,4	6,3	-48,6	-2,6	0,4
nov.	20,3	15,1	5,2	5,3	-5,2	2,3	22,6	-28,9	21,4	23,3	7,6	-80,2	-1,0	6,3
dic.	26,5	12,2	9,0	5,8	-0,4	1,8	28,3	-29,7	-27,6	-20,5	2,2	15,5	0,7	1,4
2013 gen.	-5,6	-2,7	5,2	4,7	-12,8	0,7	-4,9	1,5	-8,3	29,0	6,7	-21,3	-4,7	3,4
feb.	12,1	12,0	5,9	8,4	-14,1	1,6	13,7	-18,1	-1,7	-8,9	5,9	-16,0	2,6	4,5
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2013 feb.	135,3	114,4	92,1	36,8	-108,0	14,9	150,2	-171,1	-63,8	103,1	19,3	-216,3	-13,5	20,9
<i>flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>														
2013 feb.	1,4	1,2	1,0	0,4	-1,1	0,2	1,6	-1,8	-0,7	1,1	0,2	-2,3	-0,1	0,2

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



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

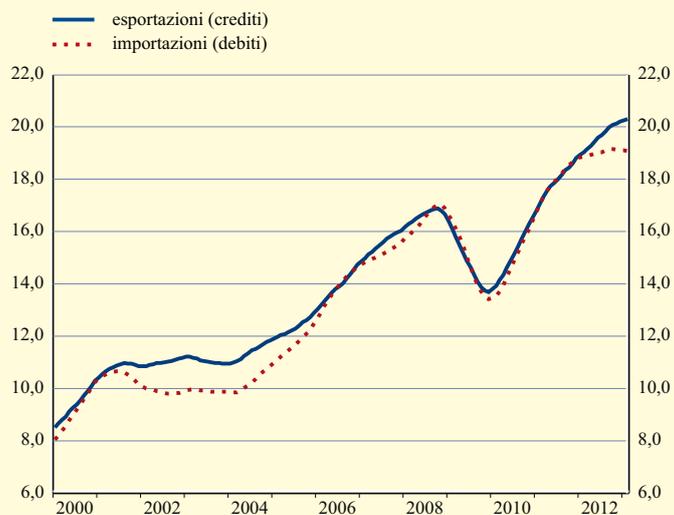
(miliardi di euro; transazioni)

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		
2010	2.710,8	2.707,3	3,5	1.576,9	1.559,6	543,9	487,5	502,8	463,9	87,1	6,3	196,3	27,1	20,3	14,7	
2011	2.985,1	2.970,2	14,9	1.787,9	1.781,1	581,5	508,4	521,2	479,1	94,5	6,6	201,7	27,8	25,4	14,2	
2012	3.142,2	3.026,2	116,0	1.916,9	1.816,2	624,6	533,7	503,2	471,0	97,5	6,8	205,3	26,2	29,0	13,8	
2011 4° trim.	785,2	749,3	35,9	465,8	451,4	153,2	132,3	134,0	113,1	32,2	1,6	52,6	7,0	11,4	5,3	
2012 1° trim.	756,4	759,3	-2,8	468,1	461,4	140,6	124,0	121,6	109,0	26,1	1,6	64,8	6,3	5,4	2,2	
2° trim.	791,5	773,1	18,3	480,5	454,8	156,8	130,4	133,0	141,6	21,2	1,6	46,3	6,6	5,8	4,3	
3° trim.	789,7	748,9	40,8	480,1	449,8	167,2	140,2	125,1	112,2	17,3	1,9	46,7	6,6	7,0	2,9	
4° trim.	804,5	744,9	59,6	488,1	450,2	160,1	139,1	123,5	108,2	32,9	1,7	47,5	6,7	10,8	4,3	
2012 dic.	267,6	241,1	26,5	147,7	135,5	56,2	47,2	46,9	41,1	16,8	-	17,2	-	3,7	1,9	
2013 gen.	247,4	253,0	-5,6	151,5	154,2	47,9	42,7	37,1	32,4	11,0	-	23,8	-	1,6	0,9	
feb.	247,4	235,3	12,1	152,5	140,5	46,0	40,1	37,1	28,7	11,8	-	25,9	-	2,3	0,7	
<i>Dati destagionalizzati</i>																
2012 2° trim.	790,6	760,8	29,8	481,8	456,4	156,9	133,2	127,3	119,2	24,6	-	51,9	-	-	-	
3° trim.	796,8	766,6	30,2	485,0	459,5	157,9	135,6	129,0	119,3	24,8	-	52,2	-	-	-	
4° trim.	781,9	743,8	38,1	479,8	447,1	156,9	135,4	120,7	113,8	24,5	-	47,5	-	-	-	
2012 dic.	262,1	249,1	13,0	161,6	148,8	53,0	45,5	39,3	38,6	8,2	-	16,3	-	-	-	
2013 gen.	263,2	249,4	13,8	161,1	149,2	51,7	43,5	40,3	34,2	10,1	-	22,6	-	-	-	
feb.	261,3	245,0	16,3	160,3	148,1	52,7	44,7	39,9	34,0	8,4	-	18,2	-	-	-	
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>																
2013 feb.	3.154,6	3.017,9	136,7	1.926,4	1.811,4	627,3	535,1	500,0	461,5	100,9	-	209,9	-	-	-	
<i>flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>																
2013 feb.	33,2	31,8	1,4	20,3	19,1	6,6	5,6	5,3	4,9	1,1	-	2,2	-	-	-	

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

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



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

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



Fonte: BCE.

7.2 Conto corrente e conto capitale

(miliardi di euro)

2. Conto dei redditi

(transazioni)

	Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale													
	Crediti	Debiti	Totale		Investimenti diretti						Investimenti di portafoglio				Altri investimenti	
			Crediti	Debiti	Su azioni e altre partecipazioni				Su debito		Dividendi		Interessi		Crediti	Debiti
					Crediti	Debiti	Utili reinvestiti	Utili reinvestiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2010	25,1	12,4	477,7	451,5	245,8	48,6	154,7	45,2	23,4	24,3	28,8	84,0	102,1	123,8	77,6	64,7
2011	27,1	13,0	494,1	466,1	248,9	25,6	154,0	53,2	24,7	23,0	35,3	97,6	103,3	127,0	81,9	64,6
2012	28,6	13,3	474,6	457,7	229,1	45,9	155,7	33,0	25,3	23,8	42,3	104,0	98,6	119,1	79,3	55,1
2011 4° trim.	7,0	3,4	127,0	109,7	66,1	1,7	35,5	-2,2	7,2	7,1	7,1	18,4	25,6	32,8	21,0	15,9
2012 1° trim.	6,9	2,5	114,7	106,5	55,4	23,1	36,8	17,5	5,7	5,4	8,9	16,8	24,2	32,3	20,6	15,3
2° trim.	7,2	3,5	125,8	138,1	59,1	-0,4	44,2	8,0	6,3	5,8	15,6	45,4	24,7	28,7	20,1	14,1
3° trim.	7,1	3,9	118,0	108,2	56,9	15,7	38,7	13,9	6,7	5,5	9,9	21,2	24,9	29,8	19,5	13,0
4° trim.	7,5	3,4	116,0	104,8	57,7	7,5	36,1	-6,4	6,7	7,1	8,0	20,6	24,7	28,2	19,0	12,7

3. Scomposizione per area geografica

(transazioni cumulate)

dal 1° trim. 2012 al 4° trim. 2012	Totale	Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro						Brasile	Canada	Cina	India	Giappone	Russia	Svizzera	Stati Uniti	Altri
	1	Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE	8	9	10	11	12	13	14	15	16
		2	3	4	5	6	7									
		Crediti														
Conto corrente	3.142,2	1.004,8	54,3	91,4	486,0	310,1	63,0	63,4	47,7	153,8	40,6	72,1	121,7	250,6	417,5	970,0
Beni	1.916,9	592,1	35,2	58,2	253,5	245,1	0,2	33,1	22,8	119,8	30,2	44,5	90,0	136,1	228,3	619,8
Servizi	624,6	188,1	12,3	17,1	117,6	34,3	6,8	10,4	10,8	22,4	7,5	15,8	20,8	62,3	94,6	192,0
Redditi	503,2	161,1	5,8	13,9	103,8	27,5	10,1	19,5	13,1	11,0	2,6	10,9	10,4	43,3	87,7	143,5
da capitale	474,6	153,3	5,0	13,8	102,1	26,7	5,7	19,5	13,0	10,9	2,6	10,9	10,3	28,3	86,1	139,7
Trasferimenti correnti	97,5	63,5	0,9	2,2	11,1	3,2	46,0	0,4	0,9	0,7	0,2	0,8	0,5	8,9	6,9	14,7
Conto capitale	29,0	24,9	0,0	0,0	2,9	0,6	21,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,9	0,4	2,5
		Debiti														
Conto corrente	3.026,2	949,8	49,5	89,1	422,9	280,3	108,0	39,1	31,3	-	34,6	98,3	154,4	213,3	406,9	-
Beni	1.816,2	509,3	29,9	50,7	202,5	226,2	0,0	29,8	14,2	203,8	26,0	47,9	136,4	108,3	152,1	588,5
Servizi	533,7	154,5	9,4	14,4	91,6	38,8	0,3	5,9	7,1	15,4	6,7	9,9	11,1	48,0	111,0	164,0
Redditi	471,0	163,1	9,1	22,2	116,8	10,0	4,9	2,1	7,9	-	1,0	39,8	6,0	47,2	137,4	-
da capitale	457,7	155,9	9,0	22,1	115,1	4,7	4,9	2,0	7,7	-	0,8	39,6	5,9	46,6	136,1	-
Trasferimenti correnti	205,3	122,9	1,1	1,8	12,1	5,2	102,8	1,3	2,0	4,4	1,0	0,6	0,8	9,8	6,5	55,8
Conto capitale	13,8	2,0	0,1	0,1	1,2	0,5	0,2	0,2	0,1	0,3	0,3	0,0	0,1	0,5	3,6	6,8
		Saldo														
Conto corrente	116,0	55,0	4,8	2,4	63,1	29,8	-45,0	24,3	16,4	-	6,0	-26,2	-32,7	37,3	10,5	-
Beni	100,6	82,8	5,3	7,5	51,0	18,8	0,2	3,3	8,7	-84,0	4,3	-3,4	-46,4	27,8	76,2	31,4
Servizi	90,9	33,6	3,0	2,7	26,0	-4,5	6,4	4,5	3,7	6,9	0,8	5,9	9,7	14,3	-16,4	28,0
Redditi	32,2	-2,0	-3,3	-8,3	-13,0	17,5	5,1	17,4	5,2	-	1,6	-28,9	4,4	-3,8	-49,6	-
da capitale	16,9	-2,6	-4,0	-8,3	-13,0	22,0	0,8	17,5	5,3	-	1,8	-28,8	4,5	-18,3	-50,1	-
Trasferimenti correnti	-107,8	-59,4	-0,1	0,4	-1,0	-2,0	-56,7	-0,9	-1,1	-3,7	-0,8	0,1	-0,3	-0,9	0,4	-41,1
Conto capitale	15,1	22,9	0,0	0,0	1,7	0,1	21,2	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	0,0	0,1	0,4	-3,2	-4,3

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

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

1. Conto finanziario: principali voci

	Totale ¹⁾			Totale in perc. del PIL			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze (posizioni patrimoniali sull'estero)														
2009	13.739,1	15.225,6	-1.486,4	154,0	170,6	-16,7	4.412,8	3.532,5	4.340,9	6.863,8	-1,3	4.527,2	4.829,3	459,6
2010	15.216,8	16.479,1	-1.262,3	165,8	179,6	-13,8	4.946,7	3.908,6	4.907,3	7.470,9	-32,6	4.807,6	5.099,5	587,8
2011	15.843,0	17.152,6	-1.309,6	168,2	182,1	-13,9	5.564,7	4.392,0	4.762,6	7.628,4	-24,3	4.876,7	5.132,3	663,4
2012 2° trim.	16.516,8	17.695,2	-1.178,3	174,5	186,9	-12,4	5.868,8	4.607,8	5.032,9	7.818,2	-27,5	4.941,2	5.269,1	701,5
3° trim.	16.469,2	17.596,5	-1.127,3	173,8	185,7	-11,9	5.645,1	4.254,9	5.187,8	8.122,4	-21,2	4.923,7	5.219,2	733,8
4° trim.	16.342,6	17.482,5	-1.139,9	172,3	184,3	-12,0	5.656,5	4.262,5	5.270,1	8.276,1	-16,7	4.721,5	4.943,9	711,3
Variazioni nelle consistenze														
2009	504,2	387,6	116,6	5,7	4,3	1,3	497,0	272,5	513,7	896,9	-0,9	-591,0	-781,8	85,4
2010	1.477,7	1.253,5	224,2	16,1	13,7	2,4	533,9	376,1	566,4	607,1	-31,2	280,4	270,2	128,2
2011	626,2	673,6	-47,3	6,6	7,2	-0,5	618,0	483,3	-144,7	157,5	8,3	69,1	32,8	75,6
2012	499,6	-100,3	600,0	5,3	-1,1	6,3	91,8	-129,5	507,5	647,7	7,5	-155,1	-618,6	47,9
2012 3° trim.	-47,6	-98,7	51,0	-2,0	-4,2	2,2	-223,7	-352,9	155,0	304,2	6,3	-17,5	-49,9	32,3
4° trim.	-126,6	-114,0	-12,6	-5,2	-4,7	-0,5	11,4	7,6	82,2	153,7	4,4	-202,2	-275,3	-22,5
Transazioni														
2009	-89,4	-74,4	-15,0	-1,0	-0,8	-0,2	352,9	285,9	96,0	342,8	-19,0	-514,7	-703,1	-4,6
2010	657,7	666,8	-9,1	7,2	7,3	-0,1	362,4	273,6	134,2	253,7	-18,4	169,0	139,5	10,5
2011	583,2	540,6	42,7	6,2	5,7	0,5	447,0	328,4	-55,9	196,6	5,3	176,6	15,6	10,2
2012	425,9	292,7	133,2	4,5	3,1	1,4	237,5	192,7	184,6	236,8	-5,6	-4,7	-136,8	14,1
2012 2° trim.	66,7	47,3	19,5	2,8	2,0	0,8	65,8	50,7	-60,1	36,6	8,0	44,0	-40,0	9,0
3° trim.	68,8	27,2	41,6	2,9	1,2	1,8	52,6	47,7	40,0	25,2	-2,8	-21,0	-45,7	0,1
4° trim.	-7,5	-81,6	74,2	-0,3	-3,4	3,1	39,2	18,0	80,1	127,3	-16,1	-113,7	-226,9	3,0
2012 ott.	46,4	30,8	15,6	-	-	-	11,0	-4,0	-1,0	43,4	-6,3	40,1	-8,5	2,6
nov.	36,3	7,4	28,9	-	-	-	2,7	24,1	37,4	60,7	-7,6	2,7	-77,5	1,0
dic.	-90,2	-119,9	29,7	-	-	-	25,4	-2,1	43,7	23,2	-2,2	-156,4	-141,0	-0,7
2013 gen.	89,6	91,1	-1,5	-	-	-	9,0	0,7	27,4	56,5	-6,7	55,2	33,9	4,7
feb.	62,2	44,1	18,1	-	-	-	14,8	13,2	39,0	30,1	-5,9	16,9	0,8	-2,6
Altre variazioni														
2008	-1.174,6	-972,6	-202,0	-12,7	-10,5	-2,2	-149,2	-81,4	-808,6	-816,1	-56,2	-184,3	-75,1	23,7
2009	593,6	462,0	131,6	6,7	5,2	1,5	144,1	-13,4	417,6	554,1	18,2	-76,3	-78,7	90,0
2010	819,9	586,7	233,3	8,9	6,4	2,5	171,5	102,5	432,2	353,5	-12,8	111,4	130,7	117,7
2011	43,0	133,0	-90,0	0,5	1,4	-1,0	170,9	154,9	-88,8	-39,2	3,0	-107,5	17,2	65,4
Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio														
2008	-49,7	28,1	-77,8	-0,5	0,3	-0,8	-25,0	-33,8	6,6	41,8	.	-40,6	20,1	9,3
2009	-49,3	-56,1	6,8	-0,6	-0,6	0,1	-5,3	5,6	-29,8	-34,5	.	-11,6	-27,2	-2,7
2010	537,3	325,5	211,8	5,9	3,5	2,3	165,6	50,1	199,0	115,1	.	159,8	160,3	12,9
2011	221,9	172,3	49,6	2,4	1,8	0,5	64,0	23,0	87,9	60,1	.	62,4	89,1	7,6
Altre variazioni dovute ad altre rettifiche														
2008	-1.003,0	-976,3	-26,7	-10,9	-10,6	-0,3	-159,3	-60,7	-809,5	-915,6	-56,2	.	.	22,0
2009	634,8	492,7	142,1	7,1	5,5	1,6	147,4	29,4	423,5	463,4	18,2	.	.	45,8
2010	300,8	153,8	147,0	3,3	1,7	1,6	47,0	2,1	165,1	151,8	-12,8	.	.	101,5
2011	-442,5	-250,9	-191,6	-4,7	-2,7	-2,0	-95,5	0,0	-409,2	-250,9	3,0	.	.	59,3
Altre variazioni dovute ad altre rettifiche														
2008	-120,1	-19,3	-100,8	-1,3	-0,2	-1,1	35,1	25,2	-5,7	50,8	.	-141,8	-95,3	-7,7
2009	8,4	25,5	-17,1	0,1	0,3	-0,2	2,0	-48,3	24,0	124,6	.	-64,4	-50,8	46,9
2010	-18,2	107,4	-125,6	-0,2	1,2	-1,4	-41,2	50,3	68,1	86,6	.	-48,4	-29,5	3,3
2011	263,6	211,6	52,0	2,8	2,2	0,6	202,4	131,9	232,5	151,5	.	-169,9	-71,9	-1,5
Tassi di crescita delle consistenze														
2008	3,0	3,6	-	.	.	.	9,2	3,7	-0,2	3,9	.	-0,2	3,3	1,0
2009	-0,7	-0,5	-	.	.	.	8,9	8,8	2,4	5,6	.	-10,1	-12,5	-1,3
2010	4,6	4,3	-	.	.	.	7,9	7,5	3,0	3,6	.	3,7	2,8	2,0
2011	3,9	3,3	-	.	.	.	9,1	8,5	-1,2	2,6	.	3,8	0,4	1,6
2012 2° trim.	3,0	2,4	-	.	.	.	7,1	7,3	-1,2	-0,6	.	2,4	3,0	2,1
3° trim.	2,5	1,7	-	.	.	.	6,4	7,3	1,2	0,2	.	-0,8	-0,6	2,7
4° trim.	2,7	1,7	-	.	.	.	4,2	4,4	3,8	3,0	.	-0,1	-2,7	2,1

Fonte: BCE.

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

7.3 Conto finanziario

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

2. Investimenti diretti

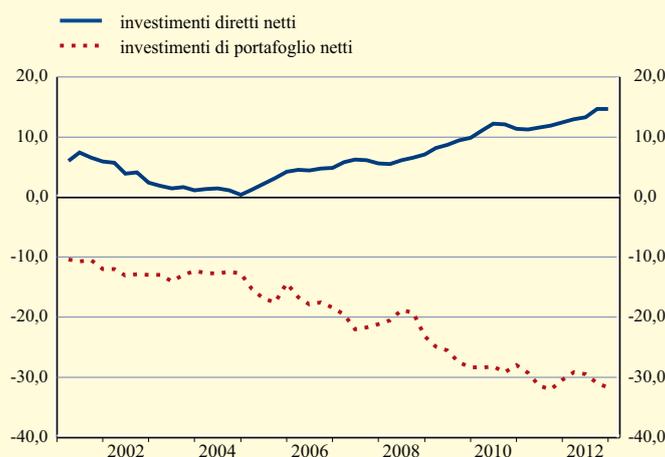
	All'estero da residenti						Nell'area dell'euro da non residenti							
	Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
2010	4.946,7	3.825,3	275,3	3.550,0	1.121,4	17,0	1.104,4	3.908,6	2.940,6	90,4	2.850,3	968,0	14,7	953,2
2011	5.564,7	4.230,1	287,6	3.942,5	1.334,6	13,5	1.321,0	4.392,0	3.337,2	92,6	3.244,6	1.054,7	11,2	1.043,5
2012 3° trim.	5.645,1	4.195,2	294,5	3.900,7	1.449,9	13,0	1.436,9	4.254,9	3.035,2	98,9	2.936,3	1.219,7	11,9	1.207,8
4° trim.	5.656,5	4.177,6	291,1	3.886,5	1.478,9	12,9	1.466,0	4.262,5	3.054,0	100,4	2.953,6	1.208,5	11,0	1.197,5
Transazioni														
2009	352,9	268,2	24,6	243,6	84,7	2,6	82,1	285,9	275,1	5,4	269,7	10,8	-0,6	11,4
2010	362,4	231,2	21,2	210,0	131,2	1,6	129,6	273,6	294,8	8,8	286,0	-21,2	-7,7	-13,5
2011	447,0	380,7	22,5	358,2	66,3	-3,5	69,8	328,4	332,5	5,1	327,4	-4,1	-0,9	-3,3
2012 2° trim.	65,8	52,8	-0,6	53,4	13,1	-1,0	14,1	50,7	46,5	1,3	45,2	4,2	0,1	4,0
3° trim.	52,6	30,7	1,5	29,1	21,9	0,1	21,8	47,7	38,0	2,0	36,0	9,7	1,7	8,0
4° trim.	39,2	34,8	0,4	34,4	4,4	0,1	4,3	18,0	21,4	1,0	20,4	-3,4	-0,6	-2,8
2012 ott.	11,0	13,0	1,1	11,9	-1,9	0,1	-2,0	-4,0	9,5	0,8	8,7	-13,5	-2,1	-11,4
nov.	2,7	3,0	-1,6	4,6	-0,3	0,1	-0,4	24,1	8,8	0,5	8,3	15,3	1,3	14,0
dic.	25,4	18,8	0,9	18,0	6,6	-0,2	6,8	-2,1	3,1	-0,3	3,4	-5,2	0,3	-5,5
2013 gen.	9,0	18,6	0,1	18,4	-9,6	0,8	-10,4	0,7	5,1	0,3	4,8	-4,4	1,8	-6,2
feb.	14,8	9,3	0,3	9,0	5,6	0,3	5,3	13,2	5,2	0,4	4,8	8,0	0,8	7,1
Tassi di crescita														
2010	7,9	6,4	8,9	6,2	13,2	10,6	13,3	7,5	11,0	11,1	11,0	-2,5	-37,9	-1,8
2011	9,1	10,1	8,4	10,2	6,0	-21,4	6,4	8,5	11,3	5,7	11,5	-0,6	-7,6	-0,5
2012 2° trim.	7,1	7,9	0,7	8,5	4,6	-7,6	4,8	7,3	9,8	6,9	9,9	-0,8	-5,9	-0,7
3° trim.	6,4	7,2	-0,5	7,8	3,7	4,6	3,7	7,3	8,8	7,3	8,9	2,3	16,0	2,2
4° trim.	4,2	4,4	-0,2	4,7	4,0	0,6	4,0	4,4	5,2	6,8	5,1	2,1	6,0	2,1

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

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


F37 Posizione patrimoniale dell'area dell'euro per investimenti diretti e di portafoglio

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



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)

3. Investimenti di portafoglio: attività

	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
	Totale	Azioni e altre partecipazioni					Strumenti di debito									
		Totale	IFM		non IFM		Obbligazioni e note					Strumenti di mercato monetario				
				Euro-sistema	Ammini-strazioni pubbliche		Totale	IFM	Euro-sistema	Ammini-strazioni pubbliche		Totale	IFM	Euro-sistema	Ammini-strazioni pubbliche	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2010	4.907,3	1.907,7	81,2	3,6	1.826,5	47,6	2.579,3	807,6	15,6	1.771,7	74,5	420,3	316,3	41,7	104,0	0,2
2011	4.762,6	1.703,4	62,5	3,1	1.640,8	39,6	2.592,9	725,7	16,0	1.867,2	94,2	466,3	300,6	57,5	165,7	0,5
2012 3° trim.	5.187,8	1.877,1	58,8	2,8	1.818,3	41,4	2.816,8	675,9	15,1	2.140,9	102,5	494,0	318,2	55,1	175,7	0,4
4° trim.	5.270,1	1.949,3	75,8	2,8	1.873,5	42,4	2.854,8	675,5	15,6	2.179,3	98,3	466,0	287,1	54,0	178,9	0,7
Transazioni																
2009	96,0	51,0	-0,8	0,0	51,8	2,5	38,4	-93,6	-3,8	132,0	17,5	6,7	12,3	-12,9	-5,6	0,9
2010	134,2	77,3	4,1	-0,2	73,2	1,7	103,0	-126,3	-0,8	229,3	51,5	-46,1	-64,9	-11,7	18,8	-1,9
2011	-55,9	-70,8	-15,7	-0,2	-55,1	-7,3	-15,7	-55,1	0,3	39,4	-3,0	30,6	24,3	10,5	6,4	0,2
2012 2° trim.	-60,1	-26,5	-7,5	0,0	-19,1	0,0	-8,0	-28,5	-0,3	20,6	-3,4	-25,6	-21,8	-1,8	-3,9	0,2
3° trim.	40,0	4,4	-1,7	0,0	6,0	0,8	34,4	-10,0	-0,4	44,4	0,0	1,1	-2,6	2,8	3,7	-0,2
4° trim.	80,1	60,0	10,6	0,0	49,3	0,9	39,0	7,1	0,5	32,0	-3,1	-18,9	-20,5	5,6	1,7	0,3
2012 ott.	-1,0	11,6	3,5	0,0	8,2	-	7,1	-2,6	0,1	9,7	-	-19,8	-22,1	-3,8	2,3	-
nov.	37,4	6,6	-1,7	0,0	8,3	-	20,2	4,1	0,2	16,1	-	10,6	5,6	8,1	5,0	-
dic.	43,7	41,8	8,9	0,0	32,9	-	11,7	5,5	0,2	6,1	-	-9,7	-4,0	1,3	-5,7	-
2013 gen.	27,4	19,5	2,0	0,0	17,5	-	6,0	-6,4	1,0	12,4	-	1,9	-2,8	2,9	4,7	-
feb.	39,0	16,8	1,6	0,0	15,2	-	11,9	-4,6	-0,3	16,4	-	10,3	2,7	1,2	7,6	-
Tassi di crescita																
2010	3,0	4,9	5,6	-5,1	4,8	4,8	4,1	-13,6	-4,9	14,7	124,1	-10,3	-17,9	-25,4	22,3	-91,7
2011	-1,2	-4,1	-20,3	-6,0	-3,4	-15,9	-0,6	-7,0	2,2	2,2	-3,1	7,5	8,0	26,6	6,1	120,7
2012 2° trim.	-1,2	-5,6	-28,7	-6,2	-4,5	-11,3	0,1	-9,9	-15,2	4,2	-6,1	9,0	6,9	-2,9	12,6	34,3
3° trim.	1,2	-2,3	-20,3	-5,9	-1,5	-4,7	2,1	-9,3	-17,0	6,6	-6,3	9,5	7,6	-5,0	11,5	-21,6
4° trim.	3,8	3,2	8,8	2,8	3,0	-0,2	4,7	-5,5	-5,5	8,5	-7,5	0,5	-5,5	3,4	12,1	37,9

4. Investimenti di portafoglio: passività

	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
	Totale	Azioni e altre partecipazioni					Strumenti di debito									
		Totale	IFM		non IFM		Obbligazioni e note					Strumenti di mercato monetario				
				Euro-sistema	Ammini-strazioni pubbliche		Totale	IFM	Euro-sistema	Ammini-strazioni pubbliche		Totale	IFM	Euro-sistema	Ammini-strazioni pubbliche	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2010	7.470,9	3.175,5	665,8	2.509,7	3.841,4	1.189,9	2.651,5	1.648,3	454,0	69,5	384,6	347,4				
2011	7.628,4	3.042,7	556,9	2.485,7	4.142,3	1.273,5	2.868,7	1.772,1	443,5	87,2	356,2	316,5				
2012 3° trim.	8.122,4	3.363,3	544,5	2.818,8	4.324,5	1.220,8	3.103,7	1.913,8	434,6	77,2	357,4	308,0				
4° trim.	8.276,1	3.447,0	536,6	2.910,4	4.375,7	1.208,1	3.167,7	1.959,7	453,4	85,0	368,5	299,6				
Transazioni																
2009	342,8	87,0	15,5	71,5	143,0	-10,0	153,0	109,4	112,8	-11,1	123,9	145,5				
2010	253,7	123,1	-13,1	136,2	175,1	55,8	119,3	186,8	-44,5	15,0	-59,5	-38,9				
2011	196,6	78,7	19,5	59,2	165,4	78,5	87,0	89,1	-47,5	2,2	-49,7	-37,5				
2012 2° trim.	36,6	-2,1	-11,7	9,6	32,0	-17,4	49,4	41,7	6,7	8,6	-1,8	-11,9				
3° trim.	25,2	21,8	-4,8	26,6	45,0	-8,4	53,3	60,0	-41,6	-16,8	-24,9	-12,6				
4° trim.	127,3	57,5	-10,9	68,4	49,4	1,1	48,2	24,3	20,4	6,8	13,6	-9,2				
2012 ott.	43,4	25,8	-0,1	25,9	7,0	3,6	3,4	-	10,6	11,0	-0,5	-				
nov.	60,7	17,6	0,2	17,3	39,5	2,9	36,6	-	3,7	-7,9	11,5	-				
dic.	23,2	14,1	-11,1	25,2	2,9	-5,4	8,3	-	6,2	3,7	2,5	-				
2013 gen.	56,5	28,9	-6,0	34,9	14,0	3,1	10,9	-	13,6	2,9	10,7	-				
feb.	30,1	8,8	7,0	1,9	-0,9	-3,8	2,9	-	22,2	11,3	10,9	-				
Tassi di crescita																
2010	3,6	4,3	-2,0	6,2	4,9	4,9	4,8	12,4	-8,8	18,5	-13,4	-9,8				
2011	2,6	2,5	3,1	2,2	4,4	6,9	3,3	5,5	-9,1	5,2	-12,1	-10,9				
2012 2° trim.	-0,6	0,9	2,1	0,3	0,2	-3,8	2,0	1,9	-14,9	-24,4	-12,9	-15,1				
3° trim.	0,2	1,9	3,1	1,3	1,1	-5,8	4,2	6,5	-17,2	-8,7	-19,3	-22,9				
4° trim.	3,0	3,6	-3,5	5,1	3,0	-3,7	6,0	8,3	-1,1	2,0	-2,0	-8,3				

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

	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2010	4.807,6	32,9	32,2	0,7	2.972,0	2.932,7	39,4	161,9	7,6	115,4	19,8	1.640,7	213,3	1.279,5	441,6
2011	4.876,7	35,7	35,4	0,3	3.067,6	3.006,6	61,0	162,8	6,7	116,4	30,2	1.610,6	228,4	1.214,6	506,9
2012 3° trim.	4.923,7	37,3	37,0	0,3	3.086,0	3.000,8	85,2	147,2	5,1	103,0	25,1	1.653,2	263,7	1.159,7	517,0
4° trim.	4.721,5	40,1	39,9	0,3	2.920,3	2.849,9	70,4	167,6	5,1	121,5	29,2	1.593,5	263,4	1.126,6	502,3
Transazioni															
2009	-514,7	-0,1	-0,1	0,0	-420,4	-399,9	-20,5	11,8	-0,4	10,4	0,2	-106,0	7,4	-108,2	-20,1
2010	169,0	-2,9	-2,8	0,0	10,1	1,3	8,9	41,5	-0,3	41,1	4,9	120,3	8,7	87,8	53,6
2011	176,6	-2,7	-2,8	0,1	50,4	20,6	29,9	4,4	-0,2	4,2	10,3	124,4	8,1	91,2	47,7
2012 2° trim.	44,0	-2,4	-2,4	0,0	-0,2	-15,0	14,8	6,2	0,0	6,3	5,4	40,5	1,7	42,1	14,3
3° trim.	-21,0	6,2	6,2	0,0	-40,5	-47,5	7,0	-9,0	-1,5	-7,7	-4,9	22,4	-7,0	15,0	11,2
4° trim.	-113,7	5,8	5,8	0,0	-117,1	-106,9	-10,2	18,7	0,1	17,8	4,1	-21,1	0,9	-8,2	-19,4
2012 ott.	40,1	4,8	-	-	11,7	-	-	9,2	-	-	-0,8	14,3	-	-	2,0
nov.	2,7	-2,1	-	-	-15,7	-	-	7,2	-	-	4,4	13,4	-	-	-5,1
dic.	-156,4	3,1	-	-	-113,0	-	-	2,3	-	-	0,6	-48,8	-	-	-16,3
2013 gen.	55,2	-1,4	-	-	61,3	-	-	-9,1	-	-	-6,3	4,4	-	-	4,2
feb.	16,9	1,5	-	-	-8,8	-	-	-0,8	-	-	2,8	25,0	-	-	12,2
Tassi di crescita															
2010	3,7	-12,7	-12,5	-9,9	0,4	0,1	23,6	33,9	-3,1	53,7	32,8	7,8	4,2	7,3	13,0
2011	3,8	-5,4	-5,5	40,4	1,8	0,8	76,6	3,0	-3,2	4,2	51,5	7,8	3,8	7,4	11,1
2012 2° trim.	2,4	-27,0	-27,3	40,1	-1,2	-2,0	48,2	7,3	-3,9	11,0	64,2	9,7	8,8	9,5	9,1
3° trim.	-0,8	-8,1	-8,2	-1,0	-5,0	-5,6	28,1	5,1	-24,4	9,4	47,0	7,1	4,7	7,8	7,6
4° trim.	-0,1	31,2	31,5	-0,7	-4,0	-4,3	11,3	3,2	-23,5	5,8	-3,4	6,5	5,0	6,6	6,9

6. Altri investimenti: passività

	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2010	5.099,5	269,1	266,1	3,0	3.491,0	3.445,0	46,0	148,0	0,0	141,8	6,2	1.191,5	202,7	842,1	146,7
2011	5.132,3	411,3	408,5	2,8	3.208,3	3.140,6	67,6	223,9	0,1	217,1	6,8	1.288,8	224,0	871,7	193,2
2012 3° trim.	5.219,2	432,0	430,8	1,3	3.206,5	3.125,1	81,4	231,5	0,1	224,7	6,7	1.349,2	230,4	880,8	237,9
4° trim.	4.943,9	428,9	428,0	0,9	2.966,2	2.882,7	83,5	228,5	0,1	221,3	7,2	1.320,3	229,4	862,2	228,7
Transazioni															
2009	-703,1	-232,3	-232,5	0,2	-352,8	-341,6	-11,2	17,2	0,0	17,2	0,0	-135,2	0,3	-118,9	-16,6
2010	139,5	9,4	6,8	2,6	-8,7	-14,6	5,9	65,1	0,0	64,6	0,5	73,7	15,9	31,6	26,2
2011	15,6	135,1	135,3	-0,2	-289,1	-327,7	38,7	74,1	0,0	74,1	0,0	95,4	10,4	65,2	19,9
2012 2° trim.	-40,0	73,4	74,7	-1,3	-121,1	-135,3	14,2	7,3	0,0	6,9	0,5	0,4	-0,2	7,0	-6,4
3° trim.	-45,7	21,0	21,3	-0,3	-89,5	-93,2	3,7	-4,5	0,0	-4,7	0,2	27,4	-3,5	15,6	15,2
4° trim.	-226,9	-0,2	0,2	-0,3	-204,5	-207,2	2,7	-5,4	0,0	-5,5	0,1	-16,9	0,8	-33,1	15,4
2012 ott.	-8,5	-12,3	-	-	-6,7	-	-	3,0	-	-	-	7,5	-	-	-
nov.	-77,5	1,9	-	-	-71,4	-	-	3,6	-	-	-	-11,6	-	-	-
dic.	-141,0	10,2	-	-	-126,5	-	-	-12,0	-	-	-	-12,7	-	-	-
2013 gen.	33,9	-22,1	-	-	37,0	-	-	2,0	-	-	-	17,0	-	-	-
feb.	0,8	-10,3	-	-	5,1	-	-	-1,9	-	-	-	7,9	-	-	-
Tassi di crescita															
2010	2,8	3,6	2,6	-	-0,2	-0,3	15,5	78,8	-	83,7	5,8	6,4	8,8	3,7	17,8
2011	0,4	50,4	51,0	-	-8,3	-9,6	89,7	50,5	-	52,6	0,2	8,2	5,1	7,9	13,7
2012 2° trim.	3,0	43,0	43,8	-	-4,2	-5,4	74,7	25,2	-	25,5	15,9	10,2	6,4	10,9	10,4
3° trim.	-0,6	36,6	37,4	-	-7,4	-8,2	37,1	9,1	-	8,9	19,0	7,2	1,7	8,2	5,8
4° trim.	-2,7	4,8	5,2	-	-7,0	-7,7	25,7	2,0	-	1,8	11,5	5,2	2,0	1,4	25,0

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

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

7. Riserve ufficiali¹⁾

	Riserve ufficiali													Per memoria				
	Totale	Oro monetario		DSP	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera							Altre attività	Altre attività in valuta estera	Deflussi previsti netti a breve termine di valuta estera	Assegnazione di DSP		
		in miliardi di euro	in milioni di once			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli								Strumenti finanziari derivati	
		1	2				3	4	5	6	7	8						9	10	11	12
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)																	
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	16,0	131,3	0,5	111,2	19,5	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5	
2011	667,1	422,1	346,846	54,0	30,2	160,9	5,3	7,8	148,1	0,8	134,1	13,3	-0,4	0,0	97,4	-86,0	55,9	
2012 2° trim.	701,5	440,3	346,825	54,3	33,4	173,0	5,1	8,6	159,7	0,6	137,4	21,7	-0,4	0,4	51,5	-41,9	56,9	
3° trim.	733,8	476,4	346,827	53,8	34,2	168,9	5,4	8,2	155,2	0,2	136,1	18,9	0,2	0,5	39,9	-39,5	56,2	
4° trim.	705,5	453,4	346,693	52,8	31,9	166,8	6,1	8,8	151,3	0,2	130,9	20,2	0,6	0,6	32,8	-35,0	55,0	
2013 feb.	671,8	419,5	346,696	51,9	31,7	168,2	4,3	10,8	152,8	0,2	129,6	23,0	0,3	0,6	30,4	-37,1	54,4	
mar.	687,9	432,7	346,696	52,5	32,4	169,6	5,3	10,0	154,4	0,2	132,6	21,6	-0,1	0,6	31,2	-35,8	55,1	
	Transazioni																	
2009	-4,6	-2,0	-	0,5	3,4	-6,5	3,1	-1,2	-9,6	0,0	-14,2	4,6	1,2	0,0	-	-	-	
2010	10,5	0,0	-	-0,1	4,9	5,6	-5,4	6,6	4,3	0,0	10,6	-6,3	0,0	0,0	-	-	-	
2011	10,2	0,1	-	-1,6	12,9	-1,2	-2,3	-8,3	9,3	0,1	15,9	-6,8	0,1	0,0	-	-	-	
2012 2° trim.	9,0	0,0	-	-0,3	1,3	7,8	0,8	0,7	6,3	-0,1	-0,3	6,7	0,0	0,2	-	-	-	
3° trim.	0,1	0,0	-	0,0	2,4	-2,4	-0,5	-0,2	-1,7	-0,3	1,2	-2,6	0,0	0,1	-	-	-	
4° trim.	3,0	0,0	-	0,3	-1,5	4,2	0,6	1,0	2,4	0,0	-0,5	2,9	0,1	0,1	-	-	-	
	Tassi di crescita																	
2009	-1,3	-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	46,7	3,7	-43,3	75,9	3,6	-5,2	10,3	-24,5	-	-	-	-	-	
2011	1,6	0,0	-	-3,0	82,3	-1,2	-30,0	-52,7	6,9	27,4	14,3	-45,2	-	-	-	-	-	
2012 2° trim.	2,1	0,0	-	-1,4	34,2	3,7	10,9	-40,6	7,6	-20,6	8,8	-7,9	-	-	-	-	-	
3° trim.	2,7	0,0	-	-1,7	30,0	6,8	-6,1	-25,4	9,7	-53,5	6,9	41,2	-	-	-	-	-	
4° trim.	2,1	0,0	-	-0,5	11,1	6,6	15,1	15,2	5,6	-53,5	-0,6	82,8	-	-	-	-	-	

8. Debito estero lordo

	Totale	Per strumento					Per settore (esclusi gli investimenti diretti)				
		Prestiti, banconote, monete e depositi	Strumenti di mercato monetario	Obbligazioni e note	Crediti commerciali	Altre passività	Investimenti diretti: prestiti intersocietari	Amministrazioni pubbliche	Eurosistema	IFM (escluso l'Eurosistema)	Altri settori
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)										
2009	10.341,7	4.469,0	525,7	3.523,2	176,9	184,9	1.462,1	1.966,1	253,4	4.579,8	2.080,3
2010	10.919,2	4.696,9	454,0	3.841,4	202,7	201,9	1.522,3	2.143,7	271,0	4.750,4	2.231,8
2011	11.421,3	4.637,9	443,5	4.142,3	224,0	270,4	1.703,3	2.312,6	411,3	4.569,0	2.425,2
2012 2° trim.	11.768,7	4.733,0	471,1	4.141,1	238,6	297,6	1.887,4	2.384,2	413,4	4.632,7	2.451,0
3° trim.	11.939,1	4.661,4	434,6	4.324,5	230,5	327,3	1.960,8	2.453,3	432,0	4.504,5	2.588,4
4° trim.	11.745,6	4.394,2	453,4	4.375,7	229,4	320,3	1.972,5	2.487,9	428,9	4.259,2	2.597,0
	Consistenze (in percentuale del PIL)										
2009	115,9	50,1	5,9	39,5	2,0	2,1	16,4	22,0	2,8	51,3	23,3
2010	119,1	51,2	5,0	41,9	2,2	2,2	16,6	23,4	3,0	51,8	24,3
2011	121,3	49,3	4,7	44,0	2,4	2,9	18,1	24,6	4,4	48,5	25,8
2012 2° trim.	124,4	50,0	5,0	43,8	2,5	3,1	19,9	25,2	4,4	49,0	25,9
3° trim.	126,0	49,2	4,6	45,6	2,4	3,5	20,7	25,9	4,6	47,5	27,3
4° trim.	123,8	46,3	4,8	46,1	2,4	3,4	20,8	26,2	4,5	44,9	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
2011	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
Investimenti diretti	1.172,7	260,7	-10,6	-13,0	11,4	274,1	-1,3	84,4	73,2	-22,1	125,2	40,0	-146,5	-0,3	758,2
All'estero	5.564,7	1.541,1	28,7	142,2	1.049,2	321,1	0,0	183,8	85,1	74,5	526,0	1.082,9	487,1	0,0	1.584,3
Azioni/utili reinvestiti	4.230,1	1.128,4	23,9	78,5	776,0	249,9	0,0	146,2	68,4	53,7	394,6	743,1	402,2	0,0	1.293,5
Debito	1.334,6	412,8	4,7	63,7	273,2	71,1	0,0	37,5	16,6	20,8	131,4	339,8	84,9	0,0	290,7
Nell'area dell'euro	4.392,0	1.280,4	39,2	155,2	1.037,8	47,0	1,3	99,4	11,9	96,6	400,8	1.042,9	633,5	0,4	826,0
Azioni/utili reinvestiti	3.337,2	1.052,4	26,1	142,6	855,5	27,0	1,2	83,4	6,3	76,9	236,0	789,1	370,2	0,1	722,7
Debito	1.054,7	228,0	13,2	12,6	182,2	20,0	0,0	16,0	5,6	19,7	164,8	253,8	263,3	0,3	103,3
Investimenti di portafoglio: attività	4.762,6	1.536,9	84,5	199,5	1.005,5	99,4	148,0	100,7	52,5	208,0	124,3	1.557,1	384,9	35,2	763,0
Azioni	1.703,4	341,8	10,9	41,6	275,9	13,2	0,1	39,1	48,7	90,4	102,0	553,1	215,8	1,4	311,0
Strumenti di debito	3.059,2	1.195,1	73,6	157,9	729,6	86,2	147,9	61,6	3,9	117,6	22,2	1.004,0	169,1	33,8	452,0
Obbligazioni e note	2.592,9	1.050,8	68,5	124,8	629,5	83,8	144,2	56,8	2,7	46,3	15,4	828,0	155,1	32,7	405,1
Strumenti di mercato monetario	466,3	144,3	5,1	33,0	100,1	2,4	3,7	4,8	1,2	71,3	6,9	175,9	13,9	1,0	46,9
Altri investimenti	-255,6	-287,7	45,5	-30,0	-154,0	71,4	-220,6	-10,1	-13,5	10,9	-75,1	63,8	82,5	-71,6	45,2
Attività	4.876,7	2.159,9	92,3	91,0	1.777,6	182,7	16,3	26,8	46,1	99,5	257,4	763,5	588,8	36,7	898,0
Amministrazioni pubbliche	162,8	63,9	1,5	4,1	44,3	1,3	12,7	1,8	3,2	2,3	1,0	8,5	2,4	30,4	49,3
IFM	3.103,3	1.497,4	71,9	49,7	1.225,7	147,2	2,9	14,7	20,9	80,2	130,1	473,3	439,6	5,7	441,4
Altri settori	1.610,6	598,7	19,0	37,2	507,7	34,2	0,7	10,2	22,0	17,0	126,3	281,6	146,8	0,6	407,4
Passività	5.132,3	2.447,6	46,8	121,0	1.931,6	111,3	236,9	36,8	59,6	88,6	332,5	699,7	506,3	108,3	852,8
Amministrazioni pubbliche	223,9	118,2	0,1	0,4	53,5	0,1	64,1	0,1	0,1	0,1	1,2	33,2	1,4	66,6	3,1
IFM	3.619,5	1.758,6	36,4	84,8	1.436,3	86,2	115,0	24,8	30,8	61,4	256,7	416,0	414,0	38,8	618,3
Altri settori	1.288,8	570,8	10,3	35,8	441,8	25,0	57,8	11,9	28,8	27,0	74,6	250,4	91,0	3,0	231,4
dal 1° trim. 2012 al 4° trim. 2012	Transazioni cumulate														
Investimenti diretti	44,8	71,6	0,6	6,7	50,6	13,7	0,0	-6,3	6,7	-3,2	2,7	-82,9	-6,6	0,0	62,8
All'estero	237,5	125,0	5,6	4,8	98,5	16,0	0,0	11,1	8,5	1,6	-6,9	12,4	-5,4	0,0	91,3
Azioni/utili reinvestiti	183,9	126,8	2,4	5,8	106,9	11,7	0,0	4,7	6,1	-1,2	-13,7	15,1	-17,7	0,0	63,8
Debito	53,6	-1,9	3,2	-1,0	-8,4	4,3	0,0	6,3	2,3	2,8	6,8	-2,7	12,3	0,0	27,5
Nell'area dell'euro	192,7	53,3	5,0	-1,9	48,0	2,3	0,0	17,4	1,8	4,8	-9,6	95,3	1,2	0,0	28,5
Azioni/utili reinvestiti	169,8	22,6	9,2	-3,7	11,8	5,2	0,0	15,5	1,5	5,1	4,0	86,6	11,5	0,0	23,0
Debito	22,8	30,7	-4,2	1,7	36,2	-2,9	0,0	1,9	0,2	-0,3	-13,6	8,7	-10,3	0,0	5,5
Investimenti di portafoglio: attività	184,6	34,4	10,2	18,5	-20,9	4,3	22,3	5,4	2,5	9,5	-1,3	26,9	-20,2	-2,6	130,0
Azioni	58,6	22,3	2,9	4,1	15,3	0,0	0,0	4,4	2,6	7,9	2,0	4,1	-12,1	0,0	27,4
Strumenti di debito	126,0	12,1	7,3	14,5	-36,2	4,2	22,3	1,0	-0,1	1,6	-3,3	22,8	-8,0	-2,6	102,6
Obbligazioni e note	123,9	6,2	6,0	18,0	-48,8	5,9	25,0	0,7	-0,2	-7,0	0,9	31,8	-5,7	-2,7	99,9
Strumenti di mercato monetario	2,1	5,9	1,3	-3,6	12,6	-1,7	-2,7	0,2	0,1	8,6	-4,2	-9,0	-2,3	0,0	2,7
Altri investimenti	132,1	166,1	-33,9	-2,5	225,5	-20,8	-2,2	12,5	-2,9	-5,1	-13,4	24,4	-10,0	-11,7	-27,7
Attività	-4,7	57,1	-12,7	-0,7	84,5	-14,0	0,0	6,0	1,2	-7,5	8,3	-40,2	-40,6	0,2	10,8
Amministrazioni pubbliche	5,0	0,4	-0,5	0,3	-0,5	0,4	0,7	0,0	-0,1	-1,2	0,4	3,2	0,8	0,0	1,4
IFM	-113,1	19,6	-12,8	0,6	51,1	-18,6	-0,7	1,2	3,8	-6,1	10,9	-70,3	-44,4	-0,1	-27,7
Altri settori	103,4	37,0	0,5	-1,6	33,9	4,3	0,0	4,9	-2,5	-0,2	-3,0	26,8	3,1	0,2	37,2
Passività	-136,8	-109,0	21,1	1,9	-141,0	6,8	2,2	-6,5	4,1	-2,5	21,7	-64,6	-30,6	11,9	38,6
Amministrazioni pubbliche	4,6	-15,6	0,2	0,3	-27,5	0,0	11,4	0,1	0,0	0,0	-0,3	-2,4	-0,1	21,8	1,2
IFM	-207,8	-112,9	20,1	1,0	-127,3	6,4	-13,1	-8,6	3,9	-6,2	-20,1	-67,8	-35,7	-9,9	49,5
Altri settori	66,4	19,5	0,8	0,6	13,7	0,4	4,0	2,0	0,2	3,8	42,1	5,6	5,2	0,1	-12,1

Fonte: BCE.

7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti ¹⁾

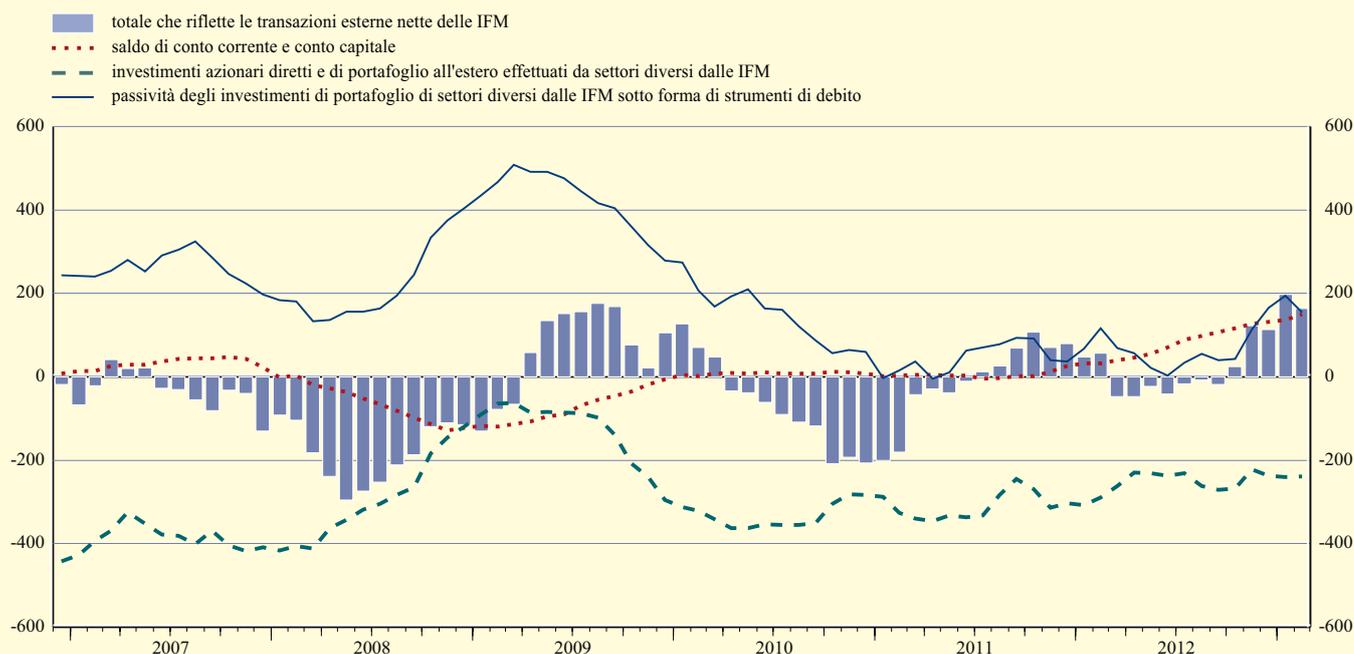
(miliardi di euro; transazioni)

Voci di bilancia dei pagamenti che riflettono le transazioni nette delle IFM

	Totale	Saldo di conto corrente e conto capitale	Transazioni di istituzioni diverse dalle IFM								Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni		
			Investimenti diretti				Investimenti di portafoglio						Altri investimenti	
			All'estero da residenti	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività		Passività		Attività	Passività				
					Azioni	Strumenti di debito	Azioni	Strumenti di debito						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2010	-207,0	7,8	-339,3	272,2	-73,0	-248,0	136,2	59,8	-160,9	138,6	18,3	-18,8		
2011	80,0	26,0	-428,0	324,1	55,1	-45,8	59,2	37,3	-128,8	169,6	-5,3	16,6		
2012	113,0	131,1	-237,8	185,8	-53,2	-183,3	135,1	164,9	-108,3	71,0	5,6	2,1		
2011 4° trim.	-34,9	42,0	-144,8	128,1	28,0	4,9	-27,7	-63,7	-7,6	16,8	-11,2	0,3		
2012 1° trim.	-45,2	0,4	-80,7	74,9	-16,8	-84,8	30,5	27,1	-50,7	62,7	-5,3	-2,4		
2° trim.	13,7	19,8	-67,5	49,2	19,1	-16,7	9,6	47,6	-46,7	7,7	-8,0	-0,3		
3° trim.	48,0	44,9	-50,9	44,0	-6,0	-48,2	26,6	28,5	-13,3	22,8	2,8	-3,2		
4° trim.	96,4	66,1	-38,7	17,6	-49,3	-33,6	68,4	61,8	2,4	-22,3	16,1	8,1		
2012 feb.	12,7	-0,6	-19,4	23,0	-5,3	-35,0	-3,0	53,9	-16,2	19,5	4,5	-8,8		
mar.	-15,2	10,7	-28,5	15,9	-9,5	-25,4	32,6	-19,3	-16,5	20,6	-4,2	8,4		
apr.	-24,8	3,2	-26,8	23,2	-1,8	-9,7	-6,2	-8,3	5,0	-4,3	1,7	-0,7		
mag.	24,1	-1,4	-18,4	21,0	8,3	-7,3	0,0	36,8	-29,4	20,3	-7,5	1,7		
giu.	14,3	18,0	-22,3	5,1	12,5	0,2	15,7	19,1	-22,3	-8,2	-2,2	-1,3		
lug.	12,8	22,4	-15,8	20,0	3,5	-19,2	-0,2	10,8	-28,4	26,2	-1,7	-5,0		
ago.	25,5	10,5	-24,4	38,2	-0,2	-15,6	3,2	3,4	10,3	-3,3	6,2	-2,8		
set.	9,7	11,9	-10,7	-14,1	-9,4	-13,4	23,7	14,2	4,8	-0,1	-1,7	4,5		
ott.	4,8	15,2	-9,8	-2,7	-8,2	-12,1	25,9	2,9	-23,6	10,5	6,3	0,4		
nov.	62,2	22,6	-4,1	22,4	-8,3	-21,1	17,3	48,2	-20,6	-8,1	7,6	6,3		
dic.	29,5	28,3	-24,8	-2,1	-32,9	-0,5	25,2	10,7	46,5	-24,7	2,2	1,4		
2013 gen.	41,3	-4,9	-8,1	-1,4	-17,5	-17,1	34,9	21,6	4,7	19,0	6,7	3,4		
feb.	-20,0	13,7	-14,3	12,0	-15,2	-24,0	1,9	13,8	-24,2	6,1	5,9	4,5		
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>														
2013 feb.	164,3	150,2	-208,0	137,3	-78,5	-165,1	174,0	153,8	-93,7	53,9	19,3	20,9		

F38 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM ¹⁾

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

7.5 Commercio di beni

1. Esportazioni e importazioni in valore e in volume, per categoria merceologica¹⁾ (dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale				Per memoria: Settore manifatturiero	Totale				Per memoria:	
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Settore mani- fatturiero	Petrolio	
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)													
2011	13,3	13,3	1.745,9	880,4	353,1	474,3	1.426,5	1.762,7	1.129,2	241,2	367,6	1.104,7	324,2
2012	7,4	1,7	1.870,2	927,3	384,0	515,8	1.524,5	1.790,1	1.146,5	244,6	367,3	1.091,4	361,5
2012 1° trim.	8,5	4,1	463,5	233,4	94,9	126,1	376,5	453,7	293,4	61,6	92,1	274,0	90,2
2° trim.	8,1	1,3	467,0	230,6	96,7	128,6	383,0	448,4	287,0	62,5	91,1	276,2	89,2
3° trim.	7,4	0,5	473,6	232,8	96,5	131,8	386,7	448,6	285,3	61,9	92,7	273,8	90,6
4° trim.	5,6	0,8	466,1	230,5	95,9	129,2	378,3	439,4	280,8	58,7	91,4	267,4	91,5
2012 set.	1,1	-4,0	158,0	77,3	32,4	43,8	127,2	147,9	94,3	19,8	30,7	89,4	29,5
ott.	14,5	7,4	155,4	77,5	31,5	43,1	126,5	148,8	95,5	20,1	31,1	90,2	31,5
nov.	5,5	0,0	156,9	77,5	32,7	43,3	126,9	146,8	93,4	19,3	30,3	88,9	30,4
dic.	-3,1	-5,3	153,8	75,5	31,8	42,8	124,8	143,8	91,8	19,2	30,0	88,4	29,6
2013 gen.	5,1	1,8	156,7	77,8	31,0	44,2	126,6	148,0	93,3	20,3	30,5	90,7	30,6
feb.	-1,1	-7,2	156,9	77,8	30,9	45,1	122,6	144,9	93,0	19,4	30,4	84,9	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2011	7,7	4,1	148,6	143,5	153,4	155,5	145,2	126,4	119,5	136,2	144,6	133,5	102,6
2012	3,3	-3,0	153,0	145,9	160,4	161,0	150,1	122,2	115,9	129,9	137,6	127,2	103,9
2012 1° trim.	4,3	-1,2	152,9	147,6	160,8	159,3	149,6	124,4	118,3	132,3	139,8	129,0	101,2
2° trim.	3,6	-3,2	153,2	145,4	162,0	161,3	151,2	123,1	116,3	132,8	138,4	129,7	102,7
3° trim.	2,9	-5,3	153,9	146,1	158,9	163,2	151,3	121,3	114,7	129,1	136,3	125,9	105,2
4° trim.	2,4	-2,3	151,9	144,7	160,0	160,3	148,5	120,2	114,1	125,3	135,8	124,2	106,4
2012 ago.	5,1	-4,3	155,5	148,2	160,1	164,1	153,1	121,7	116,5	131,6	135,0	126,5	107,9
set.	-2,8	-10,1	154,2	145,5	160,3	163,4	149,9	119,0	112,1	123,8	136,3	123,7	97,8
ott.	11,0	3,1	152,1	146,1	158,0	161,0	149,5	121,8	115,1	130,2	140,2	126,6	108,1
nov.	2,1	-3,3	153,7	146,0	164,0	161,7	149,6	120,7	114,5	123,3	134,2	123,3	106,5
dic.	-5,9	-7,1	150,0	142,1	158,0	158,3	146,4	118,3	112,6	122,5	133,0	122,6	104,5
2013 gen.	3,5	1,7	153,8	146,9	155,2	165,7	149,5	122,8	115,6	129,0	136,7	127,0	108,5

2. Prezzi²⁾ (variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (f.o.b.) ³⁾							Prezzi all'importazione dei prodotti industriali (c.i.f.)						
	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Settore mani- fatturiero	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Settore mani- fatturiero		
		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			
in perc. del totale	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	104,3	4,2	5,7	1,3	1,5	23,0	3,9	108,4	8,4	5,3	-0,8	3,5	25,7	3,9
2012	107,2	2,8	1,3	1,8	2,2	9,8	2,7	111,7	3,1	0,9	1,3	2,8	7,5	1,9
2012 2° trim.	107,1	2,9	1,5	2,1	2,4	8,3	2,7	111,7	3,1	1,4	1,9	3,1	6,2	2,0
3° trim.	107,8	3,1	0,7	2,1	2,5	11,0	3,0	112,4	3,5	1,0	2,4	3,7	7,5	2,5
4° trim.	107,2	1,9	0,8	1,2	2,0	3,7	1,9	110,8	1,2	0,7	0,5	2,2	2,3	1,3
2012 set.	107,8	2,8	0,8	1,7	2,4	11,0	2,7	112,2	2,8	0,3	1,7	2,7	6,7	2,0
ott.	107,5	2,5	0,9	1,4	2,3	7,7	2,5	111,3	2,0	1,0	0,9	2,4	4,5	1,8
nov.	107,4	2,1	0,9	1,3	2,1	3,4	2,0	111,0	1,3	0,8	0,7	2,4	2,0	1,4
dic.	106,7	1,2	0,7	0,9	1,7	0,1	1,2	110,2	0,3	0,4	-0,2	1,7	0,5	0,6
2013 gen.	106,8	0,3	-0,2	0,2	1,5	-1,9	0,2	110,5	-0,6	-0,4	-1,0	0,8	-2,0	-0,5
feb.	107,0	0,2	-0,5	0,3	1,3	-2,2	0,2	110,8	-1,0	-1,2	-0,8	0,9	-3,1	-0,5

Fonte: Eurostat.

- I raggruppamenti dei prodotti seguono la classificazione per destinazione economica (*Broad Economic Categories* - BEC). A differenza dei raggruppamenti della tavola 2, i beni intermedi e i beni di consumo comprendono i prodotti agricoli ed energetici.
- I raggruppamenti di prodotti seguono la classificazione dei "Raggruppamenti principali di industrie". A differenza dei raggruppamenti della tavola 1, i beni intermedi e di consumo non includono i prodotti agricoli ed energetici. Il settore manifatturiero ha una composizione diversa rispetto ai dati indicati nelle colonne 7 e 12 della tavola 1. I dati riportati sono indici dei prezzi che indicano variazioni pure dei prezzi per un paniere di prodotti e non sono semplici rapporti dei valori e dei volumi indicati nella tavola 1, i quali risentono delle variazioni della composizione e della qualità dei beni scambiati. Questi indici differiscono dai deflatori del PIL per le importazioni e le esportazioni (cfr. tavola 3 della sezione 5.1), poiché questi ultimi comprendono tutti i beni e i servizi nonché anche il commercio transfrontaliero all'interno dell'area dell'euro.
- I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono agli scambi diretti tra produttori interni e clienti non nazionali. A differenza dei dati riportati nella tavola 1 per i valori e i volumi, non sono incluse le esportazioni da parte di grossisti e le reimportazioni.

7.5 Commercio di beni

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

3. Scomposizione per area geografica

	Totale	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia		Africa	America Latina	Altri paesi	
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<i>Esportazioni (f.o.b.)</i>															
2011	1.745,9	32,9	60,5	213,5	241,5	79,9	109,2	56,8	200,6	405,5	115,6	39,4	112,3	84,6	148,8
2012	1.870,2	34,0	59,2	229,8	245,0	90,1	116,5	59,4	223,7	439,2	120,7	44,7	126,1	97,3	149,9
2011 3° trim.	435,3	8,4	15,7	53,7	61,1	20,6	28,8	13,8	49,1	101,7	28,8	10,1	28,0	21,5	33,0
4° trim.	447,6	8,3	14,3	54,2	60,5	20,7	28,3	13,6	52,2	106,1	30,6	10,5	28,7	22,3	38,5
2012 1° trim.	463,5	8,4	15,0	56,5	61,3	22,2	29,4	14,6	55,4	108,6	31,4	10,6	31,1	23,7	37,3
2° trim.	467,0	8,6	14,9	57,2	61,1	22,7	29,2	14,6	56,2	109,1	30,4	11,4	31,4	24,4	37,6
3° trim.	473,6	8,5	14,9	57,9	61,6	22,7	29,2	15,0	58,3	110,4	29,8	11,5	31,2	24,5	39,4
4° trim.	466,1	8,6	14,4	58,2	60,9	22,5	28,7	15,2	53,8	111,1	29,1	11,2	32,5	24,6	35,6
2012 set.	158,0	2,8	4,7	18,9	20,2	7,2	9,6	4,9	19,2	36,8	9,8	3,7	10,5	8,0	15,1
ott.	155,4	2,8	4,9	19,6	20,8	7,7	9,6	5,1	18,1	36,1	9,8	3,8	10,7	8,2	11,8
nov.	156,9	2,9	4,9	19,2	20,4	7,7	10,0	5,3	18,1	37,6	9,9	3,8	10,7	8,1	12,0
dic.	153,8	2,9	4,6	19,4	19,8	7,0	9,1	4,9	17,6	37,4	9,5	3,6	11,0	8,3	11,8
2013 gen.	156,7	2,9	5,1	19,5	20,9	8,1	9,8	5,4	18,2	36,9	10,1	3,7	11,5	8,1	10,3
feb.	156,9	.	.	.	.	7,7	8,8	5,1	17,5	35,0	9,3	3,5	11,7	7,8	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2012	100,0	1,8	3,2	12,3	13,1	4,8	6,2	3,2	12,0	23,5	6,5	2,4	6,7	5,2	8,0
<i>Importazioni (c.i.f.)</i>															
2011	1.762,7	29,9	53,2	166,9	226,8	138,8	81,7	35,0	140,8	553,5	218,5	52,6	129,2	91,2	115,8
2012	1.790,1	29,0	52,6	168,1	229,7	143,1	81,0	33,8	150,3	538,4	213,7	48,5	156,9	92,5	114,8
2011 3° trim.	443,1	7,4	13,6	42,4	57,2	33,4	22,1	8,6	34,8	141,1	55,1	13,3	30,9	23,5	28,0
4° trim.	440,3	7,6	12,8	42,3	57,5	35,5	20,3	8,5	35,7	135,8	52,6	12,9	31,2	23,6	29,5
2012 1° trim.	453,7	7,2	13,2	42,5	57,3	37,6	20,0	8,4	37,8	137,6	53,3	12,6	39,8	23,9	28,5
2° trim.	448,4	7,3	13,1	41,1	56,8	35,0	19,8	8,4	37,7	137,7	55,9	12,6	38,4	22,9	30,3
3° trim.	448,6	7,3	13,6	42,7	57,9	33,7	21,3	8,4	39,1	133,2	53,6	12,1	39,3	23,2	28,9
4° trim.	439,4	7,1	12,7	41,8	57,7	36,8	19,9	8,6	35,7	130,0	50,9	11,2	39,5	22,4	27,1
2012 set.	147,9	2,5	4,4	14,1	19,3	11,7	6,6	2,8	12,7	43,4	17,0	4,0	12,6	7,4	10,4
ott.	148,8	2,4	4,5	13,8	19,6	12,6	6,8	2,9	12,4	44,0	16,8	3,8	13,3	7,5	9,1
nov.	146,8	2,5	4,2	14,0	19,1	12,0	6,9	2,9	11,8	42,9	16,7	3,8	13,5	7,5	9,6
dic.	143,8	2,2	4,1	14,0	19,0	12,2	6,2	2,9	11,5	43,1	17,3	3,6	12,8	7,5	8,3
2013 gen.	148,0	2,5	4,3	14,2	19,6	13,2	7,0	3,0	11,9	43,9	17,5	3,6	13,4	7,2	7,8
feb.	144,9	.	.	.	.	12,7	6,3	3,0	11,6	40,9	16,4	3,4	13,0	6,8	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2012	100,0	1,6	2,9	9,4	12,8	8,0	4,5	1,9	8,4	30,1	11,9	2,7	8,8	5,2	6,4
<i>Saldo</i>															
2011	-16,9	3,0	7,2	46,6	14,7	-58,9	27,5	21,7	59,8	-148,0	-102,9	-13,2	-16,9	-6,6	32,9
2012	80,1	5,1	6,5	61,7	15,3	-53,0	35,5	25,6	73,4	-99,2	-93,0	-3,7	-30,8	4,8	35,2
2011 3° trim.	-7,8	1,0	2,1	11,3	3,9	-12,8	6,7	5,1	14,3	-39,4	-26,2	-3,2	-2,9	-2,0	5,0
4° trim.	7,3	0,7	1,5	11,9	3,0	-14,7	7,9	5,1	16,5	-29,7	-21,9	-2,4	-2,5	-1,3	9,0
2012 1° trim.	9,8	1,1	1,8	14,0	4,0	-15,5	9,4	6,2	17,6	-28,9	-22,0	-2,0	-8,7	-0,1	8,8
2° trim.	18,6	1,3	1,8	16,1	4,3	-12,2	9,4	6,2	18,4	-28,5	-25,5	-1,2	-7,0	1,5	7,3
3° trim.	25,0	1,2	1,2	15,2	3,8	-11,0	7,9	6,6	19,2	-22,8	-23,7	-0,6	-8,1	1,3	10,5
4° trim.	26,7	1,4	1,6	16,4	3,2	-14,3	8,8	6,6	18,1	-18,9	-21,8	0,0	-7,1	2,2	8,5
2012 set.	10,2	0,3	0,3	4,8	0,9	-4,5	3,0	2,1	6,6	-6,6	-7,3	-0,2	-2,2	0,7	4,7
ott.	6,6	0,4	0,4	5,8	1,2	-4,8	2,9	2,2	5,7	-7,9	-7,1	0,1	-2,6	0,7	2,6
nov.	10,1	0,4	0,7	5,3	1,2	-4,3	3,1	2,4	6,3	-5,3	-6,9	0,0	-2,7	0,6	2,3
dic.	10,0	0,7	0,5	5,4	0,8	-5,2	2,8	2,0	6,1	-5,8	-7,8	0,0	-1,7	0,9	3,5
2013 gen.	8,7	0,4	0,8	5,2	1,3	-5,2	2,8	2,4	6,3	-7,0	-7,4	0,1	-1,9	1,0	2,5
feb.	12,0	.	.	.	.	-5,0	2,5	2,1	5,9	-5,9	-7,1	0,1	-1,3	1,0	.

Fonte: Eurostat.

TASSI DI CAMBIO

8.1 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

	TCE-20						TCE-40	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM reale	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2010	103,6	101,6	98,2	96,9	109,2	98,4	111,4	98,1
2011	103,4	100,7	97,8	95,1	107,7	96,2	112,1	97,6
2012	97,8	95,5	93,6	89,8	103,1	90,8	107,0	92,9
2012 1° trim.	99,5	96,9	94,7	91,4	104,7	92,3	108,3	94,1
2° trim.	98,2	95,9	93,6	90,3	103,7	91,2	107,4	93,2
3° trim.	95,9	93,7	92,0	88,0	100,9	88,9	105,1	91,3
4° trim.	97,8	95,5	94,0	89,6	103,3	90,7	107,4	92,9
2013 1° trim.	100,7	98,2	96,5	.	.	.	110,1	94,9
2012 apr.	99,5	97,2	94,8	-	-	-	108,4	94,2
mag.	98,0	95,7	93,5	-	-	-	107,2	93,1
giu.	97,2	94,8	92,6	-	-	-	106,6	92,4
lug.	95,3	93,2	91,2	-	-	-	104,4	90,7
ago.	95,2	93,1	91,4	-	-	-	104,3	90,7
set.	97,2	95,0	93,4	-	-	-	106,6	92,5
ott.	97,8	95,5	93,9	-	-	-	107,2	92,8
nov.	97,2	94,9	93,3	-	-	-	106,7	92,3
dic.	98,7	96,3	94,8	-	-	-	108,2	93,5
2013 gen.	100,4	98,0	96,4	-	-	-	109,8	94,9
feb.	101,6	99,1	97,4	-	-	-	111,1	95,8
mar.	100,2	97,6	96,0	-	-	-	109,4	94,2
apr.	100,4	98,0	96,5	-	-	-	109,7	94,4
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2013 apr.	0,2	0,2	0,3	-	-	-	0,2	0,2
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2013 apr.	1,0	0,8	1,9	-	-	-	1,2	0,2

F39 Tassi di cambio effettivi

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)

- TCE-20 nominale
- TCE-20 deflazionato sulla base dell'IPC reale



F40 Tassi di cambio bilaterali

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)

- USD/EUR
- JPY/EUR
- - - GBP/EUR



Fonte: BCE.

1) Per la definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali.

8.2 Tassi di cambio bilaterali

(medie nel periodo indicato; unità di valuta nazionale per euro)

	Lev bulgaro 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
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
2012	1,9558	25,149	7,4437	0,6973	3,4528	289,25	4,1847	4,4593	8,7041	0,81087	7,5217	2,3135
2012 3° trim.	1,9558	25,082	7,4457	0,6963	3,4528	283,05	4,1366	4,5255	8,4354	0,79153	7,4732	2,2560
4° trim.	1,9558	25,167	7,4590	0,6963	3,4528	283,25	4,1123	4,5288	8,6230	0,80740	7,5290	2,3272
2013 1° trim.	1,9558	25,565	7,4589	0,6996	3,4528	296,50	4,1558	4,3865	8,4965	0,85111	7,5838	2,3577
2012 ott.	1,9558	24,939	7,4582	0,6962	3,4528	282,09	4,1071	4,5624	8,6145	0,80665	7,5140	2,3384
nov.	1,9558	25,365	7,4587	0,6962	3,4528	282,26	4,1321	4,5273	8,6076	0,80389	7,5410	2,3010
dic.	1,9558	25,214	7,4604	0,6965	3,4528	285,79	4,0956	4,4899	8,6512	0,81237	7,5334	2,3439
2013 gen.	1,9558	25,563	7,4614	0,6978	3,4528	294,01	4,1424	4,3835	8,6217	0,83271	7,5746	2,3543
feb.	1,9558	25,475	7,4598	0,6999	3,4528	292,73	4,1700	4,3839	8,5083	0,86250	7,5868	2,3738
mar.	1,9558	25,659	7,4553	0,7013	3,4528	303,01	4,1565	4,3923	8,3470	0,85996	7,5909	2,3453
apr.	1,9558	25,841	7,4553	0,7006	3,4528	298,67	4,1359	4,3780	8,4449	0,85076	7,6076	2,3406
variazione percentuale sul mese precedente												
2013 apr.	0,0	0,7	0,0	-0,1	0,0	-1,4	-0,5	-0,3	1,2	-1,1	0,2	-0,2
variazione percentuale sull'anno precedente												
2013 apr.	0,0	4,2	0,2	0,2	0,0	1,3	-1,0	0,0	-4,7	3,5	1,4	-0,5
	Dollaro australiano 13	Real brasiliano 14	Dollaro canadese 15	Yuan renminbi cinese 16	Dollaro di Hong Kong 17	Rupia indiana ¹⁾ 18	Rupia indonesiana 19	Shekel israeliano 20	Yen giapponese 21	Ringgit malese 22		
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		
2012	1,2407	2,5084	1,2842	8,1052	9,9663	68,5973	12,045,73	4,9536	102,49	3,9672		
2012 3° trim.	1,2035	2,5359	1,2447	7,9410	9,6962	68,9706	11,876,24	4,9818	98,30	3,9029		
4° trim.	1,2484	2,6671	1,2850	8,1036	10,0506	70,2047	12,473,53	4,9853	105,12	3,9632		
2013 1° trim.	1,2714	2,6368	1,3313	8,2209	10,2428	71,5390	12,789,08	4,8969	121,80	4,0699		
2012 ott.	1,2596	2,6333	1,2801	8,1390	10,0574	68,8589	12,457,30	4,9976	102,47	3,9649		
nov.	1,2331	2,6512	1,2787	7,9998	9,9423	70,3250	12,343,83	4,9970	103,94	3,9230		
dic.	1,2527	2,7264	1,2984	8,1809	10,1679	71,6946	12,643,37	4,9570	109,71	4,0075		
2013 gen.	1,2658	2,6993	1,3189	8,2698	10,3027	72,0716	12,837,99	4,9706	118,34	4,0413		
feb.	1,2951	2,6354	1,3477	8,3282	10,3608	71,9342	12,933,75	4,9359	124,40	4,1403		
mar.	1,2537	2,5694	1,3285	8,0599	10,0588	70,5579	12,590,61	4,7769	122,99	4,0309		
apr.	1,2539	2,6060	1,3268	8,0564	10,1110	70,7738	12,664,51	4,7164	127,54	3,9686		
variazione percentuale sul mese precedente												
2013 apr.	0,0	1,4	-0,1	0,0	0,5	0,3	0,6	-1,3	3,7	-1,5		
variazione percentuale sull'anno precedente												
2013 apr.	-1,4	6,8	1,5	-2,8	-1,0	3,8	4,9	-4,5	19,2	-1,5		
	Peso messicano 23	Dollaro neozelandese 24	Corona norvegese 25	Peso filippino 26	Rublo russo 27	Dollaro di Singapore 28	Rand sudafricano 29	Won sudcoreano 30	Franco svizzero 31	Baht thailandese 32	Dollaro statunitense 33	
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	
2012	16,9029	1,5867	7,4751	54,246	39,9262	1,6055	10,5511	1,447,69	1,2053	39,928	1,2848	
2012 3° trim.	16,4690	1,5462	7,3910	52,377	39,9755	1,5594	10,3385	1,416,52	1,2035	39,207	1,2502	
4° trim.	16,7805	1,5751	7,3664	53,387	40,3064	1,5855	11,2766	1,414,42	1,2080	39,778	1,2967	
2013 1° trim.	16,7042	1,5823	7,4290	53,769	40,1518	1,6345	11,8264	1,433,09	1,2284	39,361	1,3206	
2012 ott.	16,7207	1,5817	7,4076	53,691	40,3558	1,5879	11,2215	1,435,37	1,2098	39,811	1,2974	
nov.	16,7689	1,5660	7,3371	52,716	40,2505	1,5695	11,2986	1,395,13	1,2052	39,391	1,2828	
dic.	16,8664	1,5777	7,3503	53,796	40,3114	1,6009	11,3179	1,411,41	1,2091	40,187	1,3119	
2013 gen.	16,8760	1,5877	7,3821	54,105	40,1847	1,6326	11,6957	1,417,69	1,2288	39,924	1,3288	
feb.	16,9872	1,5929	7,4232	54,355	40,3342	1,6546	11,8796	1,452,82	1,2298	39,839	1,3359	
mar.	16,2322	1,5657	7,4863	52,813	39,9332	1,6164	11,9169	1,430,31	1,2266	38,264	1,2964	
apr.	15,8895	1,5348	7,5444	53,649	40,7995	1,6120	11,8592	1,460,89	1,2199	37,857	1,3026	
variazione percentuale sul mese precedente												
2013 apr.	-2,1	-2,0	0,8	1,6	2,2	-0,3	-0,5	2,1	-0,5	-1,1	0,5	
variazione percentuale sull'anno precedente												
2013 apr.	-7,6	-4,6	-0,3	-4,4	5,1	-2,1	15,1	-2,3	1,5	-6,8	-1,0	

Fonte: BCE.

1) Per questa valuta la BCE calcola e pubblica tassi di cambio di riferimento per l'euro dal 1° gennaio 2009. I dati precedenti vanno intesi come indicativi.

INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO



9.1 Indicatori economici e finanziari negli altri Stati membri dell'UE (variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Bulgaria	Repubblica Ceca	Danimarca	Lettonia	Lituania	Ungheria	Polonia	Romania	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
IACP										
2011	3,4	2,1	2,7	4,2	4,1	3,9	3,9	5,8	1,4	4,5
2012	2,4	3,5	2,4	2,3	3,2	5,7	3,7	3,4	0,9	2,8
2012 4° trim.	2,8	2,9	2,1	1,6	3,0	5,5	2,8	4,7	1,0	2,7
2013 1° trim.	2,1	1,7	0,9	0,4	2,2	2,7	1,3	4,8	0,6	.
2013 gen.	2,6	1,8	1,0	0,6	2,7	2,8	1,6	5,1	0,7	2,7
feb.	2,2	1,8	1,0	0,3	2,3	2,9	1,2	4,8	0,5	2,8
mar.	1,6	1,5	0,7	0,3	1,6	2,3	1,0	4,4	0,5	.
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL										
2010	-3,1	-4,8	-2,5	-8,1	-7,2	-4,3	-7,9	-6,8	0,3	-10,2
2011	-2,0	-3,3	-1,8	-3,6	-5,5	4,3	-5,0	-5,6	0,2	-7,8
2012	-0,8	-4,4	-4,0	-1,2	-3,2	-1,9	-3,9	-2,9	-0,5	-6,3
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL										
2010	16,2	37,8	42,7	44,4	37,9	81,8	54,8	30,5	39,4	79,4
2011	16,3	40,8	46,4	41,9	38,5	81,4	56,2	34,7	38,4	85,5
2012	18,5	45,8	45,8	40,7	40,7	79,2	55,6	37,8	38,2	90,0
Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno; media nel periodo										
2012 ott.	3,39	2,24	1,29	3,52	4,32	6,94	4,57	6,85	1,54	1,54
nov.	3,22	1,92	1,11	3,32	4,11	6,87	4,18	6,84	1,46	1,55
dic.	3,44	1,92	1,07	3,24	4,00	6,44	3,88	6,65	1,51	1,60
2013 gen.	3,27	1,96	1,61	3,21	3,97	6,23	3,91	5,90	1,80	1,82
feb.	3,25	2,01	1,73	3,22	4,06	6,29	3,99	5,72	2,00	1,92
mar.	3,54	1,98	1,59	3,17	4,15	6,38	3,93	5,86	1,92	1,65
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno; media nel periodo										
2012 ott.	1,56	0,71	0,33	0,52	0,76	6,84	4,82	5,46	1,51	0,54
nov.	1,45	0,54	0,30	0,54	0,73	-	4,62	5,64	1,46	0,52
dic.	1,39	0,50	0,28	0,53	0,70	-	4,26	5,79	1,37	0,52
2013 gen.	1,27	0,50	0,30	0,50	0,53	5,80	4,03	5,71	1,21	0,51
feb.	1,23	0,50	0,33	0,49	0,47	-	3,80	5,60	1,19	0,51
mar.	1,23	0,49	0,27	0,47	0,47	-	3,48	5,10	1,25	0,51
PIL a prezzi costanti										
2011	1,8	1,9	1,1	5,5	5,9	1,6	4,5	2,2	3,7	1,0
2012	0,8	-1,3	-0,5	5,6	3,6	-1,7	1,9	0,7	0,8	0,3
2012 3° trim.	0,6	-1,5	0,0	5,4	3,4	-1,8	1,7	0,1	0,6	0,4
4° trim.	0,5	-1,7	-0,7	5,8	3,0	-2,8	0,7	0,7	1,5	0,2
2013 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,6
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL										
2010	-0,7	-3,0	5,9	4,9	2,7	2,9	-3,3	-4,2	6,7	-3,1
2011	1,4	-2,3	5,9	0,0	-1,3	3,1	-2,9	-4,0	6,9	-1,1
2012 2° trim.	-3,5	-2,7	7,0	-1,1	7,8	4,4	0,1	-4,6	6,6	-3,9
3° trim.	9,8	-4,4	7,7	4,8	2,7	5,6	-0,8	-3,9	7,3	-4,3
4° trim.	-1,7	0,8	6,1	3,5	4,9	5,1	-1,0	-0,9	6,5	-2,7
Debito estero lordo in percentuale del PIL										
2010	102,7	56,2	190,5	164,8	83,2	144,8	66,4	75,7	190,5	413,1
2011	94,1	59,4	183,2	145,0	77,8	147,7	71,7	77,2	195,3	425,4
2012 2° trim.	96,0	61,0	191,7	144,0	78,0	134,4	71,7	77,9	200,4	416,2
3° trim.	96,5	59,8	187,4	139,2	79,0	128,3	70,8	78,0	199,6	416,5
4° trim.	94,8	60,3	.	136,2	75,6	127,7	70,8	74,6	189,2	415,0
Costo del lavoro per unità di prodotto										
2011	3,0	1,1	0,1	2,1	-0,1	1,8	0,5	0,8	-0,6	1,4
2012	0,2	3,6	1,2	2,8	1,9	6,5	.	6,4	2,6	.
2012 2° trim.	-1,2	3,5	2,1	2,5	4,2	7,5	0,8	5,1	2,7	4,1
3° trim.	1,0	2,4	0,3	3,2	1,6	6,8	1,4	8,5	3,0	2,9
4° trim.	1,2	3,9	1,4	1,0	-0,1	6,2	.	6,7	3,5	.
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)										
2011	11,3	6,7	7,6	16,4	15,3	11,0	9,6	7,4	7,8	8,0
2012	12,3	7,0	7,5	14,8	13,3	10,9	10,1	7,0	8,0	7,9
2012 4° trim.	12,5	7,2	7,4	14,3	13,2	11,0	10,4	6,7	8,1	7,7
2013 1° trim.	12,6	7,2	7,3	.	13,1	.	10,6	6,7	8,2	.
2013 gen.	12,6	7,1	7,4	.	13,1	11,2	10,6	6,6	8,0	7,8
feb.	12,6	7,2	7,4	.	13,2	11,2	10,6	6,7	8,2	.
mar.	12,6	7,3	7,2	.	13,1	.	10,7	6,7	8,4	.

Fonti: BCE, Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali, Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

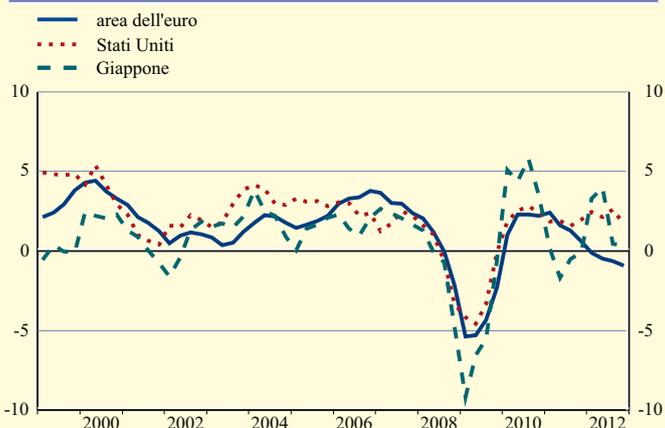
9.2 Indicatori economici e finanziari negli Stati Uniti e in Giappone

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione, in percentuale della forza lavoro ²⁾ (dest.)	Aggregato monetario ampio ³⁾	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi ⁴⁾	Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero; ⁵⁾ dati di fine periodo	Tasso di cambio ⁵⁾ (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) pubblico in percentuale del PIL	Debito pubblico ⁶⁾ in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
2009	-0,4	-1,4	-3,1	-13,6	9,3	8,0	0,69	4,17	1,3948	-11,9	73,3
2010	1,6	-1,1	2,4	6,6	9,6	2,5	0,34	3,57	1,3257	-11,4	82,1
2011	3,2	1,9	1,8	3,6	8,9	7,3	0,34	2,10	1,3920	-10,2	86,0
2012	2,1	0,7	2,2	4,2	8,1	8,5	0,43	1,88	1,2848	-	-
2012 1° trim.	2,8	0,2	2,4	4,6	8,3	10,1	0,51	2,38	1,3108	-8,7	87,7
2° trim.	1,9	0,5	2,1	5,2	8,2	9,6	0,47	1,83	1,2814	-8,8	88,2
3° trim.	1,7	0,1	2,6	3,9	8,0	7,0	0,43	1,77	1,2502	-8,6	88,7
4° trim.	1,9	2,2	1,7	3,3	7,8	7,5	0,32	1,88	1,2967	-	-
2013 1° trim.	1,7	-	-	2,6	-	7,1	0,29	2,09	1,3206	-	-
2012 dic.	1,7	-	-	3,6	7,8	7,9	0,31	1,88	1,3119	-	-
2013 gen.	1,6	-	-	2,2	7,9	7,5	0,30	2,14	1,3288	-	-
feb.	2,0	-	-	2,5	7,7	6,8	0,29	2,05	1,3359	-	-
mar.	1,5	-	-	3,0	-	6,8	0,28	2,09	1,2964	-	-
apr.	-	-	-	-	-	-	0,28	1,92	1,3026	-	-
Giappone											
2009	-1,3	0,3	-5,5	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	-8,8	180,1
2010	-0,7	-4,8	4,7	16,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-8,3	188,3
2011	-0,3	0,8	-0,5	-2,5	4,6	2,7	0,19	1,00	110,96	-8,9	204,4
2012	0,0	-	2,0	-0,3	4,4	2,5	0,19	0,84	102,49	-	-
2012 1° trim.	0,3	-	3,3	4,7	4,5	3,0	0,20	1,05	103,99	-	-
2° trim.	0,1	-	4,0	5,3	4,4	2,4	0,20	0,84	102,59	-	-
3° trim.	-0,4	-	0,4	-4,6	4,3	2,4	0,19	0,78	98,30	-	-
4° trim.	-0,2	-	0,4	-5,9	4,2	2,3	0,19	0,84	105,12	-	-
2013 1° trim.	-	-	-	-	-	2,9	0,16	0,70	121,80	-	-
2012 dic.	-0,1	-	-	-7,9	4,3	2,6	0,18	0,84	109,71	-	-
2013 gen.	-0,3	-	-	-5,8	4,2	2,7	0,17	0,80	118,34	-	-
feb.	-0,7	-	-	-11,0	4,3	2,9	0,16	0,74	124,40	-	-
mar.	-0,9	-	-	-	-	3,0	0,16	0,70	122,99	-	-
apr.	-	-	-	-	-	-	0,16	0,76	127,54	-	-

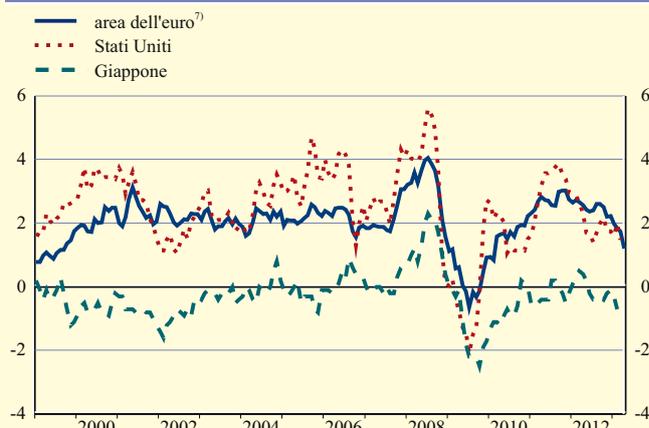
F41 PIL a prezzi costanti

(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 includono le tre prefetture che più hanno risentito del terremoto che ha colpito il paese. Il rilevamento dei dati è stato ristabilito 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) Il debito pubblico, costituito da depositi, titoli non azionari e prestiti in essere al valore nominale, è consolidato nel settore delle amministrazioni pubbliche (fine periodo).
- 7) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.



LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S14
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche	S16
F8	Prestiti a non residenti nell'area dell'euro	S16
F9	Depositi totali per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F10	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F11	Depositi totali per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F12	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F13	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F14	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F15	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S35
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati stagionalizzati e non stagionalizzati	S37
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S38
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S39
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S41
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	S43
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S43
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S44
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S44
F25	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	S45
F26	<i>Spread</i> e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro	S45
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S46
F28	Occupazione: occupati e ore lavorate	S55
F29	Tasso di disoccupazione e tasso di posti vacanti	S55
F30	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	S60
F31	Debito (definizione di Maastricht)	S60
F32	B.d.p. dell'area dell'euro: conto corrente	S61
F33	B.d.p. dell'area dell'euro: investimenti diretti e di portafoglio	S61
F34	B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei beni	S62
F35	B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei servizi	S62
F36	Posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro	S65
F37	Posizione patrimoniale dell'area dell'euro per investimenti diretti e di portafoglio	S65
F38	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM	S70
F39	Tassi di cambio effettivi	S73
F40	Tassi di cambio bilaterali	S73
F41	PIL a prezzi costanti	S76
F42	Indici dei prezzi al consumo	S76



NOTE TECNICHE

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

$$(a) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze corrette al mese t (vedi parte seguente). Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(b) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

SEZIONE 1.3

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:

$$(c) \quad R_{ORLT} = \frac{D_1 R_{1,ORP} + D_2 R_{2,ORP} + \dots + D_i R_{i,ORP}}{D}$$

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:

$$(d) \quad F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Analogamente, le transazioni trimestrali F_t^Q per il trimestre che termina nel mese t sono definite come:

$$(e) \quad F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

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:

$$(f) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Attualmente, l'indice (per le serie non destagionalizzate) è calcolato con base dicembre 2010 = 100. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione "Monetary and financial statistics" della sezione "Statistics".

Il tasso di crescita sui dodici mesi a_t – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese t – può essere calcolato utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(g) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(h) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (h) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2001.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della formula (h). Ad esempio, il tasso di crescita sul mese precedente a_t^M può essere calcolato come:

$$(i) \quad a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ dove a_t è definito come nelle precedenti formule (g) oppure (h).

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

Definendo F_t^Q e L_{t-3} come in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese t è definito come:

$$(j) \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese t (cioè a_t), può essere calcolato utilizzando la formula (h).

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO¹⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA²⁾. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette³⁾. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

SEZIONI DA 3.1 A 3.5

UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella sezione 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per le transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle 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).

- 1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione "Monetary and financial statistics".
- 2) Per ulteriori dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual e*, Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia *model-based* di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall Programs *TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.
- 3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ovvero dicembre 2010) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

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:

$$(l) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(m) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza intende indicare che il metodo utilizzato per ottenere le “emissioni nette” nelle statistiche sulle emissioni di titoli differisce da quello impiegato per calcolare le equivalenti “transazioni” nel caso degli aggregati monetari.

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

$$(n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze nozionali al mese t . Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(o) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono riclassificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione per le emissioni totali di titoli è effettuata in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti per settore e per scadenza.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze nozionali. Le stime ottenute dei fattori stagionali vengono poi applicate alle consistenze, dalle quali si derivano le emissioni nette destagionalizzate. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

4) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione “Statistics” del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione “Monetary and financial statistics”.

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 essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(p) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(q) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

TAVOLA 1 DELLA SEZIONE 5.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni industriali non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici viene aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

TAVOLA 2 DELLA SEZIONE 7.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA oppure TRAMO-SEATS a seconda della voce. I dati grezzi sui beni, sui servizi, sui redditi e sui trasferimenti correnti vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle giornate lavorative. La correzione per il numero di giornate lavorative nel conto corrente dei beni e in quello dei servizi tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. La destagionalizzazione di queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del conto corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagionalizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti dell'area dell'euro. I fattori stagionali (e quelli relativi alle giornate lavorative) vengono rivisti con frequenza semestrale o qualora ritenuto necessario.

SEZIONE 7.3

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI E ANNUALI

Il tasso di crescita sui dodici mesi per il trimestre t si calcola sulla base delle posizioni (L_t) e delle transazioni trimestrali (F_t), utilizzando la seguente formula:

$$(r) \quad a_t = \left(\prod_{i=t-3}^t \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Il tasso di crescita per le serie annuali equivale al tasso di crescita dell'ultimo trimestre dell'anno.



NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie storiche più dettagliate e più estese, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu). È possibile consultare i dati nello *Statistical Data Warehouse* della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), predisposto con strumenti di ricerca e di *download*. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di *file* compressi in formato *Comma Separated Value* (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica statistics@ecb.europa.eu.

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 30 aprile 2013.

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. Con l'adesione dell'Estonia nel 2011, il numero dei paesi dell'area dell'euro è salito a 17. Da ottobre 2012 le statistiche dell'area dell'euro includono il Meccanismo europeo di stabilità, un'istituzione finanziaria internazionale residente nell'area dell'euro a fini statistici.

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 successivi alla composizione più ampia. Le variazioni percentuali sono calcolate sulla base di indici concatenati, tenendo conto della composizione evolutiva dell'area. Le variazioni assolute relative agli aggregati monetari e alle contropartite (transazioni) si riferiscono alla composizione dell'area dell'euro esistente al periodo di riferimento delle statistiche.

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – originariamente espressi nelle monete nazionali dei paesi partecipanti e convertiti in ECU utilizzando i tassi di cambio correnti – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche monetarie, i dati anteriori al 1999¹⁾ sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio fissi irrevocabili con l'euro adottati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano su dati espressi in termini di moneta nazionale.

Laddove necessario, sono stati utilizzati metodi di aggregazione e/o consolidamento (compreso il consolidamento tra paesi).

I dati più recenti sono in molti casi provvisori e potranno essere rivisti in futuro. Eventuali discrepanze tra i totali e la somma delle loro componenti possono derivare da arrotondamenti.

Il gruppo “Altri Stati membri dell'UE” è costituito da: Bulgaria, Repubblica Ceca, Danimarca, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, Svezia e Regno Unito.

Nella maggioranza dei casi, la terminologia impiegata nelle tavole è coerente con gli standard definiti a livello internazionale, come quelli del Sistema europeo dei conti (SEC 95) e il Manuale di bilancia dei pagamenti dell'FMI. Le transazioni fanno riferimento a scambi volontari (misurati direttamente o derivati), mentre i flussi includono anche variazioni delle consistenze dovuti a cambiamenti di prezzo o tasso di cambio, cancellazioni e altre variazioni.

Nelle tavole, la locuzione “fino a n anni” equivale a “non superiore a n anni”.

PRINCIPALI INDICATORI

L'andamento dei principali indicatori economici per l'area dell'euro è sintetizzato in una tavola riassuntiva.

STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

La sezione 1.4 riporta le statistiche riguardanti riserva obbligatoria e fattori di liquidità. I periodi di mantenimento della riserva iniziano il giorno di regolamento della prima operazione di rifinan-

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>).

ziamento 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'ultima 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

crediti 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 concessi da IFM diverse dall'Eurosistema (ovvero il sistema bancario) residenti nell'area dell'euro. La sezione 2.5 presenta un'analisi settoriale e per tipo di strumento dei depositi detenuti presso il sistema bancario dell'area dell'euro. La sezione 2.6 riporta i titoli detenuti dal sistema bancario dell'area dell'euro per tipo di emittente.

La sezione 2.7 presenta una scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM.

Le sezioni da 2.2 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle transazioni.

Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche sono state raccolte e compilate sulla base di vari regolamenti della BCE relativi al bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie. Dal mese di luglio 2010 raccolta e compilazione vengono effettuate sulla base del Regolamento BCE/2008/32²⁾. Definizioni dettagliate sul settore sono contenute nella terza edizione della pubblicazione *Monetary Financial institutions and market statistics sector manual - Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, marzo 2007).

La sezione 2.8 riporta le consistenze in essere e le transazioni relative al bilancio dei fondi di investimento dell'area dell'euro (esclusi i fondi comuni monetari, che sono ricompresi nelle statistiche sui bilanci delle IFM). I fondi di investimento sono organismi che investono il capitale raccolto tra il pubblico in attività finanziarie e/o non finanziarie. Una lista completa dei fondi di investimento dell'area dell'euro è disponibile sul sito Internet della BCE. Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le attività le quote/partecipazioni emesse da altri fondi di investimento. Le quote/partecipazioni emesse dai fondi di investimento sono anche disaggregate per strategia d'investimento (fondi obbligazionari, fondi azionari, fondi misti, fondi immobiliari, *hedge fund* e altri fondi) e per tipo (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.9 fornisce ulteriori dettagli

2) G.U. L. 15 del 20.1.2009, pag. 14.

sui principali tipi di attività detenute dai fondi comuni di investimento dell'area dell'euro. La sezione riporta una scomposizione geografica degli emittenti dei titoli di debito detenuti dai fondi d'investimento, nonché una disaggregazione per settore economico degli emittenti residenti nell'area dell'euro.

Da dicembre 2008 l'informazione statistica armonizzata è raccolta e compilata sulle base del Regolamento BCE/2007/8³⁾ relativo alle statistiche sulle attività e passività dei fondi di investimento. Ulteriori informazioni sulle statistiche relative ai fondi di investimento sono disponibili nel *Manual on investment fund statistics* (BCE, maggio 2009).

La sezione 2.10 presenta il bilancio aggregato delle società veicolo finanziarie (SVF) residenti nell'area dell'euro. Le SVF sono società costituite per effettuare operazioni di cartolarizzazione. La cartolarizzazione consiste tipicamente nel trasferimento di una attività o di un insieme di attività ad una SVF che iscrive tali attività nel proprio bilancio come prestiti cartolarizzati, titoli non azionari, altre attività cartolarizzate. Il rischio di credito collegato a una attività o a un insieme di attività può venir trasferito a una SVF anche mediante l'uso di *credit default swaps*, garanzie o altri meccanismi simili. Il collaterale detenuto dalle SVF a fronte di tali esposizioni è costituito da depositi presso le IFM oppure da titoli diversi dalle azioni. Le SVF di norma cartolarizzano prestiti originati dal settore delle IFM. Le SVF devono segnalare tali prestiti nel bilancio o, indipendentemente dalla facoltà prevista per le IFM dalle regole contabili di cancellare il prestito dal proprio bilancio. Trovano separata indicazione i dati relativi ai prestiti cartolarizzati dalle SVF che rimangono iscritti nei bilanci delle IFM (e sono quindi segnalati nelle statistiche di quest'ultime). Da dicembre 2009 la raccolta dei dati trimestrali viene effettuata sulla base del Regolamento BCE/2008/30⁴⁾.

La sezione 2.11 riporta il bilancio aggregato delle società di assicurazione e dei fondi pensione residenti nell'area dell'euro. Le società di 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

3) G.U. L. 211 dell'11.8.2007, pag.8.

4) G.U. L. 15 del 20.1.2009, pag.1.

a causa dei trasferimenti correnti; 4) l'utilizzo del conto dei redditi, che dà conto di come il reddito disponibile viene speso per consumi o risparmiato; 5) il conto capitale, che presenta come i risparmi e i trasferimenti netti di capitale vengano spesi nell'acquisizione di attività non finanziarie (il saldo del conto capitale è l'accreditamento netto/indebitamento netto); 6) il conto finanziario che registra le acquisizioni nette di attività finanziarie e la variazione netta delle passività. Dal momento che ciascuna transazione non finanziaria si riflette in una transazione finanziaria, il saldo del conto finanziario concettualmente è anch'esso pari all'accreditamento netto/indebitamento netto che risulta dal conto capitale.

Inoltre, vengono presentati i bilanci di apertura e di chiusura che forniscono una istantanea della ricchezza finanziaria di ogni singolo settore in un preciso momento. Infine, vengono riportate anche le altre variazioni nelle attività e passività finanziarie (ad esempio, quelle risultanti dall'effetto delle variazioni dei prezzi delle attività).

La copertura per settore del conto finanziario e del bilancio finanziario è più dettagliata per le società finanziarie, per le quali è presente una scomposizione fra IFM, altri intermediari finanziari (che include gli ausiliari finanziari) e società di assicurazione e fondi pensione.

La sezione 3.2 riporta i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i conti non finanziari dell'area dell'euro (ovvero, i conti precedentemente identificati con i numeri da 1 a 5) sempre in base alla sequenza di conti semplificata.

La sezione 3.3 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) per i redditi delle famiglie, per i conti della spesa e dell'accumulazione e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario e non finanziario, presentati in uno schema più analitico. Le transazioni specifiche del settore e i saldi sono disposti in maniera tale da fornire una visione più chiaramente interpretabile delle decisioni di finanziamento e di investimento delle famiglie, pur rispettando le identità contabili riportate nelle sezioni 3.1 e 3.2.

La sezione 3.4 riporta flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i redditi e i conti dell'accumulazione delle società non finanziarie, e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in maggiore analisi.

La sezione 3.5 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) e consistenze in essere per i bilanci finanziari di società di assicurazione e fondi pensione.

MERCATI FINANZIARI

Le serie statistiche sui mercati finanziari per l'area dell'euro coprono gli stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono (composizione evolutiva); fanno eccezione le statistiche sulle emissioni di titoli (sezioni da 4.1 a 4.4) per le quali i dati si riferiscono agli Euro 16 per l'intera serie (composizione fissa).

Le statistiche sui titoli non azionari e sulle azioni quotate (sezioni da 4.1 a 4.4) sono realizzate dalla BCE mediante dati provenienti dal SEBC e dalla BRI. La sezione 4.5 riporta i tassi di interesse applicati dalle IFM sui depositi e i prestiti denominati in euro a soggetti residenti nell'area. Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario, sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario (sezioni da 4.6 a 4.8) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica.

Le statistiche sulle emissioni di titoli includono: a) i titoli non azionari ad esclusione dei derivati finanziari; b) le azioni quotate. I primi sono riportati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3, mentre le seconde sono riportate nella sezione 4.4. I titoli di debito sono suddivisi in titoli a breve e a lungo termine. I titoli "a breve termine" comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali). Sono classificati come "a lungo termine": i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali, la più lontana delle quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita. Le emissioni di titoli di debito a lungo termine sono ulteriormente suddivise fra tasso fisso e tasso variabile. Quelle a tasso fisso si riferiscono a titoli per i quali il tasso della cedola non varia per tutta la vita degli stessi. Quelle a tasso variabile includono tutti i titoli per i quali il valore della cedola viene periodicamente rideterminato in base a un indice o a un tasso di interesse di riferimento indipendente. Si stima che le statistiche coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali da parte di residenti nell'area dell'euro. I titoli denominati in euro indicati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3 includono anche voci espresse nelle denominazioni nazionali dell'euro.

La sezione 4.1 riporta i titoli non azionari distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione. Essa contiene i dati sulle consistenze, sulle emissioni lorde e nette di titoli non azionari suddivisi in: a) titoli denominati in euro e in tutte le altre valute; b) titoli emessi da residenti nell'area dell'euro e totale dei titoli; c) scadenze di lungo termine e totale delle scadenze. Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti. Questa sezione presenta anche statistiche destagionalizzate, fra cui i tassi di crescita sui sei mesi annualizzati per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine. Questi ultimi sono calcolati sull'indice destagionalizzato delle consistenze nozionali che è stato depurato dagli effetti della stagionalità. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere, emissioni lorde ed emissioni nette di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95. La BCE è inclusa nell'Eurosistema.

I totali sulle consistenze in essere per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine nella colonna 1 della tavola 1 della sezione 4.2 corrispondono ai dati per le emissioni di titoli totali e a lungo termine da parte di residenti nell'area dell'euro riportati nella colonna 7 della sezione 4.1. Le consistenze per i titoli di debito emessi da IFM (colonna 2 nella tavola 1 della sezione 4.2) sono in linea di massima confrontabili con i dati relativi ai titoli di debito emessi dalle IFM che compaiono fra le passività nel bilancio consolidato delle IFM (tavola 2 della sezione 2.1, colonna 8). Il totale delle emissioni nette relativo al totale dei titoli di debito, riportato nella colonna 1 della tavola 2 della sezione 4.2, corrisponde al totale delle emissioni nette da parte di residenti nell'area dell'euro nella colonna 9 nella sezione 4.1. La differenza residua fra i titoli di debito a lungo termine e il totale dei titoli di debito a tasso fisso e variabile nella tavola 1 della sezione 4.2 è attribuibile alle obbligazioni a *zero coupon* e ad effetti di rivalutazione.

La sezione 4.3 riporta i tassi di crescita sui dodici mesi, corretti e non corretti per la stagionalità, per i titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro (suddivisi per scadenza, tipo di strumento, settore emittente e valuta di denominazione). Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto istituzionale contrae o redime una passività. I tassi di crescita sui dodici mesi, dunque, non includono riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni. I tassi di crescita corretti sono stati annualizzati a scopo di presentazione. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.4 riporta, alle colonne 1, 4, 6 e 8, le consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. I dati mensili per le azioni quotate emesse

da società non finanziarie corrispondono alle serie trimestrali riportate nella sezione 3.4 (bilancio finanziario e azioni quotate).

Alle colonne 3, 5, 7 e 9 della tavola 1 della sezione 4.4 sono riportati i tassi di crescita sui dodici mesi delle consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto emittente emette o rimborsa azioni per cassa, ad esclusione degli investimenti in azioni proprie. Il calcolo dei tassi di crescita sui dodici mesi non tiene conto di riclassificazioni, rivalutazioni, e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

La sezione 4.5 presenta statistiche su tutti i tassi di interesse che le IFM residenti nell'area dell'euro applicano sui depositi e sui prestiti denominati in euro alle famiglie e alle società non finanziarie residenti nell'area. I tassi di interesse delle IFM dell'area dell'euro sono calcolati come media ponderata (in base al relativo volume di attività) dei tassi di interesse dei paesi dell'area dell'euro per ciascuna categoria.

Le statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono distinte per tipo di operazioni, per settore, per categoria e scadenza dello strumento, per periodo di preavviso o per periodo di determinazione iniziale del tasso di interesse. Le nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM sostituiscono le dieci serie statistiche transitorie sui tassi di interesse al dettaglio nell'area dell'euro pubblicate nel Bollettino mensile dal gennaio 1999.

La sezione 4.6 riporta i tassi di interesse del mercato monetario per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Per l'area dell'euro è coperta un'ampia gamma di tassi di interesse del mercato monetario, da quelli sui depositi a vista a quelli sui depositi a dodici mesi. Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Ad eccezione del tasso *overnight* precedente a gennaio 1999, i dati mensili, trimestrali e annuali sono medie nel periodo indicato. I tassi sui depositi a vista sono rappresentati dai tassi di interesse di fine periodo del mercato interbancario fino a dicembre 1998 incluso e successivamente da medie di periodo dell'Eonia (*euro overnight index average*). I tassi sui depositi a uno, tre, sei e dodici mesi sono rappresentati dai tassi interbancari lettera (Euribor) dal gennaio 1999; fino al dicembre 1998, dai tassi interbancari lettera sul mercato di Londra (Libor), laddove disponibili. Per gli Stati Uniti e il Giappone i tassi di interesse sui depositi a tre mesi sono rappresentati dal Libor.

La sezione 4.7 presenta i tassi di fine periodo stimati sulla base della curva dei rendimenti nominali a breve dei titoli di debito denominati in euro con *rating* AAA emessi dalle amministrazioni centrali dell'area dell'euro. Le curve dei rendimenti sono stimate sulla base del modello di Svensson⁵⁾. Sono disponibili anche gli *spread* tra i tassi a dieci anni e i tassi a tre mesi e a due anni. Ulteriori curve dei rendimenti (pubblicate giornalmente e corredate di figure e tavole) sono 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.

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.

I PREZZI, LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sugli indicatori di costo del lavoro, sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio, sulle immatricolazioni di nuove autovetture e sull'occupazione in termini di ore lavorate sono corrette per tenere conto del numero delle giornate lavorative.

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (tavola 1 della sezione 5.1) è disponibile a partire dal 1995. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. La scomposizione per categorie di beni e servizi è derivata dalla classificazione dei consumi individuali per finalità (Coicop/IAPC). Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La sezione comprende anche dati relativi allo IAPC destagionalizzato e stime provvisorie dei prezzi amministrati basate sullo IAPC, entrambi compilati dalla BCE.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio (sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n. 1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine⁶⁾. A partire da gennaio 2009, per la produzione di statistiche di breve termine è stata utilizzata la classificazione delle attività economiche (NACE Rev. 2) prevista dal Regolamento (CE) n. 1893/2006 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 dicembre 2006, che definisce la classificazione statistica delle attività economiche NACE Revisione 2 e modifica il Regolamento (CEE) n. 3037/90 del Consiglio nonché alcuni regolamenti (CE) relativi a settori statistici specifici⁷⁾. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE Rev. 2 sezioni da B a E) dei "Raggruppamenti principali di industrie", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 656/2007 del 14 giugno 2007⁸⁾. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex fabrica* e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I due indici dei prezzi delle materie prime non energetiche presentati nella tavola 3, sezione 5.1 sono redatti utilizzando lo stesso insieme di materie prime, ma avvalendosi di due diversi schemi di ponderazione: uno basato sulle rispettive importazioni di materie prime dell'area dell'euro (colonne 2-4) e l'altro (colonne 5-7) basato su una stima della domanda interna dell'area dell'euro, o "utilizzo", tenendo conto delle informazioni sulle importazioni, esportazioni e della produzione interna di ciascuna materia prima (ignorando, per semplificare, le scorte ritenute relativamente stabili nel periodo osservato). L'indice dei prezzi delle materie prime ponderato in base alle importazioni è adeguato all'analisi degli sviluppi esterni, mentre quello ponderato in base all'utilizzo è adatto allo scopo specifico dell'analisi delle pressioni internazionali dei prezzi delle materie prime sull'inflazione dell'area dell'euro. Gli indici delle materie prime ponderati in base all'utilizzo rappresentano dati sperimentali. Per maggiori dettagli sulla compilazione degli indici dei prezzi delle materie prime della BCE, cfr. il riquadro 1 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

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.

Gli indicatori di costo del lavoro (tavola 5 della sezione 5.1) misurano le variazioni dei costi del lavoro per ora lavorata nell'industria (incluse le costruzioni) e nei servizi di mercato. La relativa metodologia è descritta nel Regolamento (CE) n. 450/2003 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 febbraio 2003 concernente l'indice del costo del lavoro⁹⁾ e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003¹⁰⁾. Una scomposizione degli indicatori di costo del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. la colonna "per memoria" della tavola 5 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 (tavola 1 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95¹¹⁾. Il SEC 95 è stato modificato dal Regolamento (UE) della Commissione del 10 agosto 2010¹²⁾ 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) e includono il 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

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.

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 annuali sui disavanzi e sul debito per gli aggregati dell'area dell'euro possono pertanto differire da quelli pubblicati dalla Commissione europea. Gli aggregati trimestrali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni 6.4 e 6.5, sono compilati dalla BCE sulla base di dati forniti dall'Eurostat e di dati nazionali.

Nella sezione 6.1 vengono presentati i dati annuali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, in base alle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000¹³⁾, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordoconsolidato 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 non stagionalizzati 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 pubbliche¹⁴⁾. 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 (5ª edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)¹⁵⁾, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)¹⁶⁾. 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) 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.

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.

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 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 e delle organizzazioni internazionali (le quali, a parte la BCE e il Meccanismo europeo di stabilità vengono trattate statisticamente come poste al di fuori dell'area dell'euro a prescindere dalla loro collocazione fisica), nonché dei centri *offshore*. Le transazioni e le posizioni relative alle passività negli investimenti di portafoglio, ai derivati finanziari o alle riserve ufficiali non sono incluse nella scomposizione. Non sono inoltre riportati dati separati per i redditi da capitale che fanno capo al Brasile, alla Cina continentale, all'India o alla Russia. Un'introduzione alla scomposizione geografica viene riportata nell'articolo *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti* nel numero di febbraio 2005 di questo Bollettino.

Le statistiche relative alla b.d.p e alla p.p.e. dell'area dell'euro nella sezione 7.3 sono redatte sulla base delle transazioni e delle posizioni nei confronti dei non residenti dell'area dell'euro, considerando l'area dell'euro come una singola entità economica (cfr., in questo Bollettino, il riquadro 9 del numero di dicembre 2002, il riquadro 5 del gennaio 2007 e il riquadro 6 del gennaio 2008). La p.p.e. è valutata ai prezzi di mercato correnti, con l'eccezione delle consistenze degli investimenti diretti,

17) G.U. L. 65 del 3.3.2012, pag. 1.

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, Tailandia, 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. 134 (*Revisiting the effective exchange rates of the euro* di Martin Schmitz, Maarten De Clercq, Michael Fidora, Bernadette Lauro e Cristina Pinheiro, giugno 2012), 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. Il tasso di cambio più recente relativo alla corona islandese è pari a 290,0 per euro e si riferisce al 3 dicembre 2008.

EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

Le statistiche sugli altri Stati membri dell'UE (cfr. sezione 9.1) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. Pertanto i dati sul conto corrente e sul conto capitale e sul debito estero lordo includono le società veicolo (*special-purpose vehicles*). I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. sezione 9.2) sono ottenuti da fonti nazionali.

ALLEGATI

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA ¹⁾



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.

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.

4 AGOSTO 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,50, al 2,25 e allo 0,75 per cento. Decide inoltre di adottare diverse misure per far fronte alle nuove tensioni in alcuni mercati finanziari. In particolare, decide che l'Eurosistema condurrà un'operazione di rifinanziamento supplementare a più lungo termine finalizzata a immettere liquidità con una scadenza di circa sei mesi con procedura d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 17 gennaio 2012, in particolare di continuare le procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo.

8 SETTEMBRE 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,50, al 2,25 e allo 0,75 per cento.

6 OTTOBRE 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,50, al 2,25 e allo 0,75 per cento. Stabilisce inoltre i dettagli da applicare alle operazioni di rifinanziamento da ottobre 2011 a luglio 2012, in particolare di effettuare due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ad ottobre 2011 con scadenza di circa 12 mesi e a dicembre 2011 con scadenza di circa 13 mesi) e di continuare ad applicare le procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo per tutte le operazioni di rifinanziamento. Inoltre il Consiglio direttivo decide di avviare a novembre 2011 un nuovo Programma di acquisto di obbligazioni garantite.

3 NOVEMBRE 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base all'1,25 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento 9 novembre 2011. Decide inoltre di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 2,00 e allo 0,50 per cento, entrambi con effetto dal 9 novembre 2011.

8 DICEMBRE 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base all'1,00 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento 14 dicembre 2011. Decide inoltre di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 1,75 e allo 0,25 per cento, entrambi con effetto dal 14 dicembre 2011. Decide inoltre di adottare ulteriori misure non convenzionali, in particolare (a) di effettuare due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza di circa tre anni; (b) di accrescere la disponibilità del collaterale; (c) di ridurre l'obbligo di riserva all'1 per cento e infine (d) di sospendere per il momento le operazioni di *fine-tuning* condotte nell'ultimo giorno di ciascun periodo di mantenimento.

14 GENNAIO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente.

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.

6 GIUGNO 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. Ha inoltre deciso, per quanto riguarda le procedure d'asta e le modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 15 gennaio 2013, di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

5 LUGLIO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base allo 0,75 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento 11 luglio 2012. 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 all'1,50 e allo 0,00 per cento, entrambi con effetto dall'11 luglio 2012.

2 AGOSTO 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 allo 0,75, all'1,50 e allo 0,00 per cento.

6 SETTEMBRE 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 allo 0,75, all'1,50 e allo 0,00 per cento. Decide inoltre sulle



modalità per intraprendere operazioni definitive monetarie (ODM) sui mercati secondari delle obbligazioni sovrane nell'area dell'euro.

4 OTTOBRE E 8 NOVEMBRE 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 allo 0,75, all'1,50 e allo 0,00 per cento.

6 DICEMBRE 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 allo 0,75, all'1,50 e allo 0,00 per cento. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 9 luglio 2013, decidendo in particolare di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

10 GENNAIO, 7 FEBBRAIO, 7 MARZO E 4 APRILE 2013

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 allo 0,75, all'1,50 e allo 0,00 per cento.

2 MAGGIO 2013

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base allo 0,50 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento 8 maggio 2013. Decide inoltre di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 50 punti base all'1,00 per cento con effetto dall'8 maggio 2013 e di lasciare invariato il tasso sui depositi presso la banca centrale allo 0,00 per cento. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino all'8 luglio 2014, decidendo in particolare di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.



PUBBLICAZIONI PRODOTTE DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA

La BCE produce numerose pubblicazioni che forniscono informazioni sulle sue competenze principali: la politica monetaria, le statistiche, i sistemi di pagamento e di regolamento, la stabilità finanziaria e la vigilanza, la cooperazione europea e internazionale, e le questioni giuridiche.

PUBBLICAZIONI STATUTARIE

- Rapporto annuale
- Rapporto sulla convergenza
- Bollettino mensile

LAVORI DI RICERCA

- *Legal Working Paper Series*
- *Occasional Paper Series*
- *Research Bulletin*
- *Working Paper Series*

ALTRE PUBBLICAZIONI

- *Enhancing monetary analysis*
- *Financial integration in Europe*
- *Financial Stability Review*
- *Statistics Pocket Book*
- *La Banca centrale europea: storia, ruolo e funzioni*
- *The international role of the euro*
- *L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro ("General Documentation")*
- *La politica monetaria della BCE*
- *The payment system*

La BCE pubblica anche *brochure* e materiale informativo su un'ampia varietà di tematiche, ad esempio le banconote e le monete in euro, nonché atti di seminari e conferenze.

Per una lista completa dei documenti (in formato PDF) pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, predecessore della BCE dal 1994 al 1998, si prega di visitare il sito Internet della BCE all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. I codici della lingua indicano in quali versioni ciascuna pubblicazione è disponibile.

Salvo diversa indicazione, le copie a stampa possono essere ottenute a titolo gratuito singolarmente o in abbonamento, fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo e-mail info@ecb.europa.eu.



GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Altri investimenti [*other investment*]: voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti, altri conti attivi e passivi.

Amministrazioni pubbliche [*general government*]: in base alla definizione del SEC 95, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato, fruibili dal singolo individuo e dalla collettività, e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

Area dell'euro [*euro area*]: l'area costituita dagli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato sul funzionamento dell'Unione europea

Asta a tasso fisso [*fixed rate tender*]: procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

Asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo [*fixed rate full allotment tender procedure*]: procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito dalla banca centrale (tasso fisso) e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi a quel tasso, sapendo in anticipo che tutte le richieste saranno soddisfatte (piena aggiudicazione dell'importo).

Asta a tasso variabile [*variable rate tender*]: procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

Attività nette sull'estero delle IFM [*MFI net external assets*]: le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

Azioni [*equities*]: titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria, come ad esempio le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [*balance of payments (b.o.p.)*]: prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo.

Bilancio consolidato del settore delle IFM [*consolidated balance sheet of the MFI sector*]: bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri

soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

Cancellazione [*write-off*]: rimozione del valore di un prestito dal bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto interamente irrecuperabile.

Cartolarizzazione [*securitisation*]: operazione o insieme di operazioni mediante le quali una attività o un *pool* di attività che producono flussi di cassa, prevalentemente crediti (mutui ipotecari, prestiti al consumo, ecc.), vengono trasferiti da un *originator* (di norma un ente creditizio) a una società veicolo finanziaria (SVF). La SVF di fatto converte queste attività in titoli negoziabili, emettendo strumenti di debito nei quali il servizio del capitale e degli interessi viene effettuato mediante i flussi di cassa prodotti dal *pool* di attività sottostanti.

Commercio con l'estero in beni [*external trade in goods*]: esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

Conti capitale [*capital accounts*]: parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che riporta le variazioni nette della ricchezza, del risparmio, dei trasferimenti in conto capitale e delle acquisizioni nette di attività non finanziarie.

Conto capitale [*capital account*]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutti i trasferimenti di capitale e le acquisizioni/dismissioni di attività non prodotte e non finanziarie fra residenti e non residenti.

Conto corrente [*current account*]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a beni e servizi, redditi e trasferimenti correnti fra residenti e non residenti.

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 [Eurosistem]: il sistema di banche centrali costituito dalla BCE e dalle BCN degli Stati membri dell'UE la cui moneta è l'euro.

Fabbisogno (riferito alle amministrazioni pubbliche) [borrowing requirement (general government)]: assunzione netta di debito da parte delle amministrazioni pubbliche.

Fattori autonomi di liquidità [autonomous liquidity factors]: fattori di liquidità quali, ad esempio, le banconote in circolazione, i depositi delle amministrazioni pubbliche presso la banca centrale e le attività nette sull'estero della banca centrale, che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria.

Fondi di investimento (esclusi i fondi comuni monetari) [investment funds (except money market funds)]: istituzioni finanziarie che gestiscono collettivamente portafogli di capitale raccolto tra il pubblico, investendolo in attività finanziarie e non finanziarie. Cfr. anche **IFM**.

Forze di lavoro [labour force]: il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

Garanzie [collateral]: attività costituite in pegno o trasferite in altra forma a garanzia del rimborso di un finanziamento, nonché attività cedute nell'ambito di operazioni pronti contro termine. I titoli conferiti in garanzia nell'ambito delle operazioni temporanee dell'Eurosistema devono soddisfare alcuni requisiti di idoneità.

IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [MFIs (monetary financial institutions)]: istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'area dell'euro. Esse includono: (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 (prestitore) 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.

