BANCA CENTRALE EUROPEA

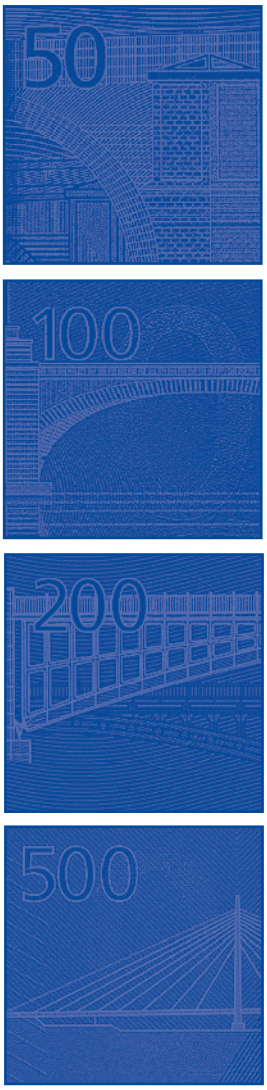
EUROSISTEMA

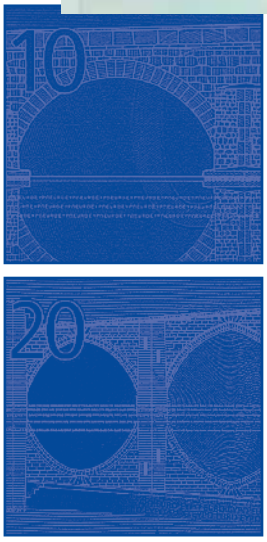
01 | 2013
02 | 2013
03 | 2013
04 | 2013
05 | 2013
06 | 2013
07 | 2013
08 | 2013
09 | 2013
10 | 2013
11 | 2013
12 | 2013

BOLLETTINO MENSILE
AGOSTO

BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA





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

BOLLETTINO MENSILE
AGOSTO 2013

© 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 31 luglio 2013.

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

Stampato nel mese di agosto 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'introduzione dell'euro in Lettonia il 1° gennaio 2014 15

2 Gli andamenti monetari e finanziari 17

Riquadro 2 L'indicatore del fabbisogno di finanziamento esterno percepito per le piccole e medie imprese nell'area dell'euro 21

Riquadro 3 Risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il secondo trimestre del 2013 27

Riquadro 4 Andamenti dei mercati azionari alla luce dell'attuale contesto di bassi rendimenti 49

Riquadro 5 I conti integrati dell'area dell'euro per il primo trimestre del 2013 54

3 Prezzi e costi 59

Riquadro 6 Risultati della *Survey of Professional Forecasters* della BCE per il terzo trimestre del 2013 64

4 La produzione, la domanda e il mercato del lavoro 69

Riquadro 7 Andamenti del mercato del lavoro nell'area dell'euro e negli Stati Uniti dall'inizio della crisi finanziaria mondiale 73

ARTICOLI

La trasmissione della politica monetaria ai tassi bancari al dettaglio nell'area dell'euro in un periodo di frammentazione finanziaria 79

Un quadro per gli esercizi di stress macroprudenziali ai fini dell'analisi di solvibilità delle banche 97

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO S1

ALLEGATI

Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema I

Pubblicazioni prodotte dalla Banca centrale europea V

Glossario VII

SIGLARIO

PAESI

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

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 1° agosto, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE. Le nuove informazioni avvalorano la valutazione effettuata in precedenza. Ci si attende che nell'area dell'euro le pressioni di fondo sui prezzi restino contenute nel medio periodo. Coerentemente con questo quadro, la dinamica monetaria e in particolare quella del credito permangono moderate. 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. Allo stesso tempo i recenti indicatori del clima di fiducia basati sui risultati delle indagini mostrano qualche ulteriore miglioramento, a partire da bassi livelli, dando cauta conferma all'aspettativa dello stabilizzarsi dell'attività economica. L'orientamento di politica monetaria continua a essere mirato a mantenere il grado di accomodamento monetario richiesto dalle prospettive per la stabilità dei prezzi e a favorire condizioni stabili nel mercato monetario. In tal modo esso sostiene una graduale ripresa dell'attività economica nel prosieguo dell'anno e nel 2014. In prospettiva, l'orientamento di politica monetaria resterà accomodante finché sarà necessario. Il Consiglio direttivo conferma di attendersi che i tassi di interesse di riferimento della BCE rimangano su livelli pari o inferiori a quelli attuali per un prolungato periodo di tempo. Tale aspettativa continua a fondarsi su prospettive invariate di inflazione nel complesso moderate estese al medio termine, tenuto conto della debolezza generalizzata dell'economia e della dinamica monetaria contenuta. Nel prossimo periodo il Consiglio direttivo seguirà tutte le nuove informazioni sugli andamenti economici e monetari e valuterà l'eventuale impatto sulle prospettive per la stabilità dei prezzi.

Per quanto concerne l'analisi economica, dopo sei trimestri di contrazione dell'attività nell'area dell'euro i recenti indicatori del clima di fiducia basati sui risultati delle indagini mostrano qualche ulteriore miglioramento, a partire da bassi livelli, dando cauta conferma all'aspettativa dello stabilizzarsi dell'attività economica su livelli contenuti. Nel contempo, le condizioni del mercato del lavoro permangono deboli. Nella restante parte di quest'anno e nel 2014 la crescita delle esportazioni dell'area dell'euro dovrebbe beneficiare di una progressiva ripresa della domanda mondiale, mentre la domanda interna sarebbe sostenuta dall'orientamento accomodante della politica monetaria e dai recenti aumenti del reddito reale ascrivibili, in generale, al calo dell'inflazione. Inoltre, i miglioramenti complessivi osservati nei mercati finanziari dall'estate scorsa sembrano trasmettersi gradualmente all'economia reale e lo stesso esito si dovrebbe riscontrare anche per i progressi nel risanamento dei conti pubblici. Detto ciò, gli aggiustamenti di bilancio ancora necessari nei settori pubblico e privato seguiteranno a gravare sull'attività economica. Nell'insieme, l'economia dell'area dell'euro dovrebbe stabilizzarsi e registrare una lenta ripresa.

I rischi per le prospettive economiche dell'area dell'euro continuano a essere orientati al ribasso. La recente evoluzione delle condizioni nei mercati monetari e finanziari mondiali e le incertezze connesse potrebbero incidere negativamente sulla situazione economica. Ulteriori rischi al ribasso riguardano la possibilità di una domanda interna e mondiale più debole delle attese e una lenta o insufficiente attuazione delle riforme strutturali nei paesi dell'area.

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat in luglio l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è collocata all'1,6 per cento nell'area dell'euro, invariata rispetto a giugno. In base alle aspettative correnti, il tasso di inflazione dovrebbe registrare un calo temporaneo nei prossimi mesi, soprattutto per effetti base derivanti dagli andamenti dei prezzi dei beni energetici dodici mesi prima. Nell'adeguata prospettiva di medio periodo ci si attende che le pressioni di fondo sui prezzi restino contenute, rispecchiando la debolezza generalizzata della domanda aggregata e il modesto ritmo della ripresa. Le aspettative di inflazione nel medio-lungo termine si mantengono saldamente ancorate in linea con la stabilità dei prezzi.

I rischi per le prospettive sull'andamento dei prezzi dovrebbero rimanere 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 derivano dalla maggiore debolezza dell'attività economica rispetto alle aspettative.

Passando all'analisi monetaria, in giugno resta contenuta l'espansione di fondo della moneta e, in particolare, del credito. Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) è sceso dal 2,9 al 2,3 per cento fra maggio e giugno, mentre quello di M1 è passato dall'8,4 al 7,5 per cento. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti al settore privato si è ulteriormente indebolito. Il tasso relativo alle famiglie (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) si è attestato allo 0,3 per cento in giugno, pressoché invariato dal volgere dell'anno, mentre quello per le società non finanziarie (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) è passato dal -2,1 al -2,3 per cento fra maggio e giugno. La debole dinamica dei prestiti continua a riflettere 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. L'indagine sul credito bancario per il secondo trimestre del 2013 conferma che le politiche di concessione del credito delle banche continuano a essere frenate soprattutto dal rischio dei prenditori e dall'incertezza macroeconomica. Allo stesso tempo, nel secondo trimestre dell'anno è rimasto invariato rispetto al primo l'inasprimento netto dei criteri di erogazione del credito alle società non finanziarie, mentre si è ridotto per i prestiti alle famiglie.

Dall'estate del 2012 si sono compiuti notevoli progressi nel miglioramento della situazione della provvista bancaria e in particolare nel rafforzamento della raccolta interna in alcuni dei paesi soggetti a tensioni. Per assicurare un'appropriata trasmissione della politica monetaria alle condizioni di finanziamento nei paesi dell'area dell'euro è essenziale ridurre ulteriormente la frammentazione dei mercati creditizi dell'area e consolidare la capacità di tenuta delle banche ove necessario. L'attuazione di ulteriori interventi decisivi per realizzare l'unione bancaria contribuirà al conseguimento di questo obiettivo.

In sintesi, 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, per ricondurre il rapporto debito/PIL su un percorso discendente, i paesi dell'area dell'euro non dovrebbero vanificare gli sforzi già compiuti allo scopo di ridurre i disavanzi pubblici. Al centro andrebbero poste strategie di bilancio favorevoli alla crescita e dotate di una prospettiva di medio termine che coniughino il miglioramento della qualità e dell'efficienza dei servizi pubblici con la riduzione al minimo degli effetti distorsivi dell'imposizione fiscale. Per potenziare l'impatto complessivo di tali strategie, gli Stati membri devono procedere a una più rapida attuazione delle necessarie riforme strutturali al fine di promuovere la competitività, la crescita e la creazione di posti di lavoro. La rimozione delle rigidità nel mercato del lavoro, la riduzione degli oneri amministrativi e il rafforzamento della concorrenza nei mercati dei beni e servizi saranno di particolare giovamento per le piccole e medie imprese. Queste misure di riforma strutturale sono essenziali per abbassare il livello attualmente elevato di disoccupazione, in particolare tra le fasce più giovani della popolazione dell'area dell'euro.

Questo numero del Bollettino contiene due articoli. Il primo prende in esame la trasmissione della politica monetaria ai tassi di interesse bancari nell'area dell'euro in presenza di una elevata frammentazione finanziaria e fornisce nuove evidenze empiriche sul fenomeno nel contesto delle quattro maggiori economie dell'area. Il secondo articolo illustra invece il quadro di riferimento della BCE

per le prove di stress di tipo macroprudenziale relative alla valutazione della solvibilità delle banche e ne esemplifica l'uso a fini di analisi delle politiche.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

L'economia mondiale continua a espandersi a un ritmo modesto. Le prospettive di crescita sembrano perdere slancio nei mercati emergenti, mentre esistono segnali di un loro miglioramento nei principali paesi avanzati. La natura incerta e fragile della ripresa globale è stata evidenziata dalla recente volatilità nei mercati finanziari. I prezzi al consumo sono tornati nuovamente a crescere in diverse economie sia avanzate sia emergenti a giugno, ma l'inflazione resta nell'insieme contenuta su scala internazionale come conseguenza dell'ampio margine di capacità inutilizzata.

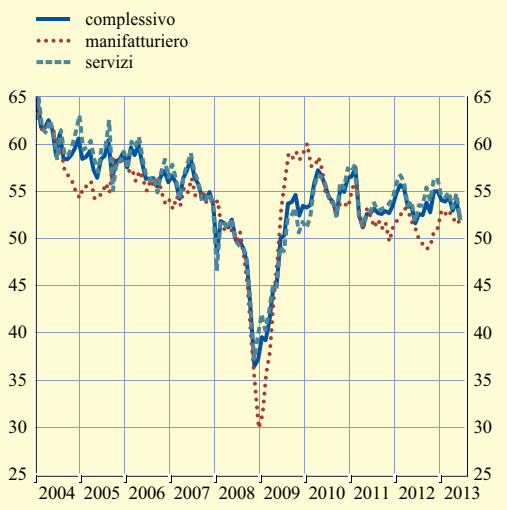
I.1 ATTIVITÀ ECONOMICA E COMMERCIO MONDIALE

L'attività economica globale continua a espandersi a ritmi modesti. Gli indicatori del clima di fiducia mostrano un lieve indebolimento a giugno, mentre le statistiche pubblicate sono piuttosto contrastanti. In giugno l'indice mondiale complessivo dei responsabili degli acquisti (PMI) è sceso a 51,4 (da 52,9 nel mese precedente), principalmente a causa della decelerazione nel settore dei servizi, e quello calcolato escludendo l'area dell'euro si è portato a 52,0 (cfr. figura 1), il livello più basso dell'ultimo anno. L'attività ha iniziato a rafforzarsi in alcune economie avanzate, ma il ritmo della ripresa dovrebbe restare moderato per l'azione di freno esercitata dal processo di aggiustamento dei bilanci, dall'inasprimento fiscale e dalle condizioni creditizie tuttora restrittive in taluni paesi. I mercati emergenti hanno evidenziato un deterioramento delle prospettive di crescita nel periodo recente come conseguenza dell'andamento più fiacco della domanda interna, dell'inasprimento delle condizioni finanziarie in alcune economie e della debolezza del contesto esterno. Essi continuano tuttavia a espandersi a ritmi notevolmente più sostenuti dei paesi avanzati e forniscono pertanto un contributo significativo all'attività economica globale.

Gli indicatori mondiali anticipatori del ciclo sono stati lievemente contrastanti negli ultimi mesi, ma continuano a segnalare una crescita modesta nella seconda metà del 2013. La componente del PMI complessivo mondiale (esclusa l'area dell'euro) riguardante i nuovi ordinativi è scesa a 51,8 in giugno. L'indicatore mondiale (esclusa l'area dell'euro) concernente i nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero ha altresì registrato un calo considerevole in giugno (a 48,4), scendendo per la prima volta in quattro mesi al di sotto del valore neutro di 50 che costituisce la soglia fra espansione e contrazione dell'economia, a mostrare la perdurante debolezza dell'interscambio mondiale. A maggio 2013 l'indicatore anticipatore composito dell'OCSE, concepito per anticipare i punti di svolta dell'attività economica rispetto al trend, è migliorato per il nono mese consecutivo e continua a suggerire un lieve rafforzamento della crescita nell'insieme dell'area (cfr. figura 2). Gli indicatori relativi ai singoli paesi evidenziano ancora profili divergenti tra le principali economie, con un consolidamento negli Stati Uniti e in Giappone e una stabilizzazione o una perdita di slancio nei più grandi mercati emergenti.

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

(dati mensili destagionalizzati)

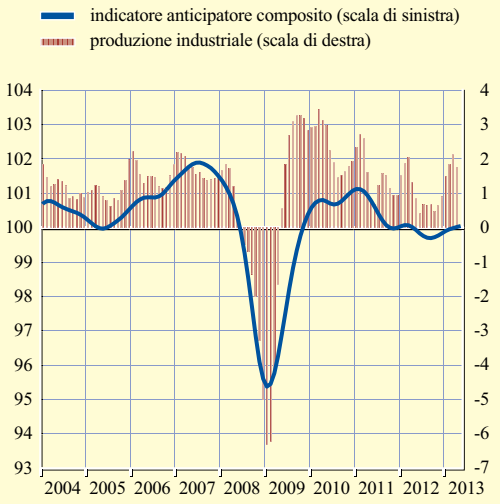


Fonte: Markit.

Le prospettive per l'economia mondiale restano caratterizzate da un notevole grado di incertezza e i rischi per l'attività globale sono tuttora orientati verso il basso. Sulle condizioni economiche potrebbero influire in senso negativo gli andamenti recenti delle condizioni monetarie e dei mercati finanziari su scala internazionale, assieme alle connesse incertezze. Altri rischi al ribasso 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 incidere sugli andamenti mondiali dei mercati finanziari e delle materie prime.

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 ed 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.

1.2 ANDAMENTI DEI PREZZI A LIVELLO INTERNAZIONALE

A giugno l'inflazione è aumentata ulteriormente in gran parte delle economie avanzate. Nell'area dell'OCSE l'inflazione generale al consumo sui dodici mesi è salita all'1,8 per cento (dall'1,5 di maggio), per il rincaro dei beni energetici e alimentari. Tale aumento è stato osservato nella maggioranza dei paesi appartenenti all'organizzazione e in misura particolarmente marcata negli Stati Uniti, in Giappone e in Canada. Il tasso calcolato al netto dei beni alimentari ed energetici è sceso leggermente all'1,4 per cento. Al tempo stesso l'inflazione al consumo sui dodici mesi è cresciuta nella maggior parte delle grandi economie emergenti e specificamente in Cina (cfr. tavola 1).

Nei mercati delle materie prime i prezzi dei prodotti energetici sono aumentati in luglio, mentre quelli dei beni non energetici si sono mantenuti sostanzialmente stabili. Fra il 1° e il 31 luglio

Tavola 1 Andamenti dei prezzi in alcune economie

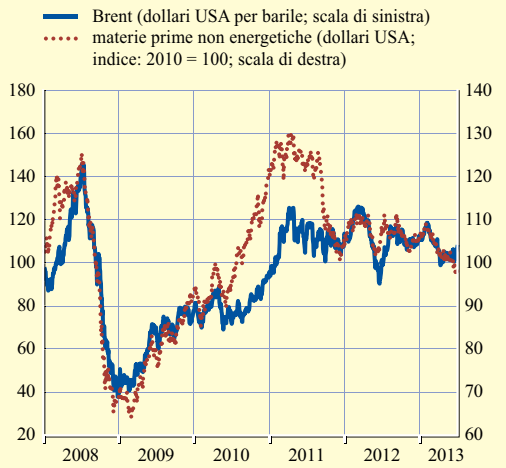
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	2011	2012	2013					
			gen.	feb.	mar	apr.	mag.	giu.
OCSE	2,9	2,3	1,7	1,8	1,6	1,3	1,5	1,8
Stati Uniti	3,2	2,1	1,6	2,0	1,5	1,1	1,4	1,8
Giappone	-0,3	0,0	-0,3	-0,6	-0,9	-0,7	-0,3	0,2
Regno Unito	4,5	2,8	2,7	2,8	2,8	2,4	2,7	2,9
Cina	5,4	2,6	2,0	3,2	2,1	2,4	2,1	2,7
Per memoria:								
Inflazione di fondo dell'OCSE [1]	1,7	1,8	1,5	1,6	1,6	1,4	1,5	1,4

Fonti: OCSE, dati nazionali, BRI, Eurostat ed elaborazioni della BCE.
1) Al netto della componente alimentare ed energetica.

2013 le quotazioni del greggio di qualità Brent sono salite del 4,3 per cento, a circa 107 dollari per barile (cfr. figura 3), per l'effetto congiunto della minore offerta dell'OPEC e delle attese di una maggiore domanda da parte delle raffinerie. L'offerta mondiale è diminuita in giugno poiché la minore produzione in Libia, Nigeria e Iraq non è stata interamente controbilanciata dalle maggiori forniture dell'Arabia Saudita e dei paesi non appartenenti all'OPEC. L'instabilità politica in Egitto ha esercitato ulteriori pressioni al rialzo sui corsi petroliferi data l'importanza del paese per il trasporto di greggio, anche se non vi sono state interruzioni della produzione. Dal lato della domanda, le aspettative di una maggiore richiesta di petrolio da parte delle raffinerie dopo il completamento dei rispettivi cicli di manutenzione hanno fatto salire le quotazioni. Gli operatori si attendono prezzi più bassi nel medio periodo, viste le quotazioni dei contratti *future* con scadenza a dicembre 2014 che si collocano a 100 dollari al barile.

Figura 3 Principali andamenti dei prezzi delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWI.

Dopo essere scesi in aggregato nei mesi scorsi, nel mese di luglio 2013 i prezzi delle materie prime non energetiche sono rimasti sostanzialmente stabili, in presenza di una lieve volatilità (cfr. figura 3). Alla fine di luglio l'indice aggregato dei prezzi in dollari delle materie prime non energetiche era inferiore di circa il 9 per cento rispetto a un anno prima.

1.3 ANDAMENTI IN ALCUNE ECONOMIE

STATI UNITI

Negli Stati Uniti la crescita del PIL in termini reali si è rafforzata nel secondo trimestre del 2013. La stima preliminare del Bureau of Economic Analysis segnala che il tasso di incremento del PIL in termini reali (sul periodo precedente, in ragione d'anno) è salito all'1,7 per cento, dall'1,1 per cento rivisto al ribasso dei tre mesi precedenti. Tale risultato va ricondotto alla spesa per consumi personali, che ha tuttavia subito una lieve decelerazione rispetto al primo trimestre, e al vigore degli investimenti fissi sia nel settore dell'edilizia residenziale sia negli altri settori. Le scorte hanno contribuito per 0,4 punti percentuali alla crescita. I consumi collettivi hanno invece agito da freno per il terzo trimestre consecutivo, ma la loro riduzione è stata relativamente contenuta (0,4 per cento in ragione d'anno) in quanto si erano già considerevolmente ridimensionati nei due trimestri precedenti. Le esportazioni nette hanno esercitato un impatto negativo pari a 0,8 punti percentuali, poiché il vigore delle importazioni è stato solo in parte controbilanciato dall'aumento delle esportazioni. Al tempo stesso questa informativa include revisioni di ampia portata delle statistiche relative al PIL a partire dal 1929, riconducibili a variazioni metodologiche che includono la spesa per ricerca e sviluppo negli investimenti in settori diversi dall'edilizia residenziale e a modifiche nella contabilizzazione delle pensioni che influiscono sul tasso di risparmio personale. I nuovi dati mostrano una crescita media annua del PIL più accentuata, superiore di circa 0,2 punti percentuali negli ultimi dieci anni e in particolare una notevole revisione al rialzo del tasso relativo al 2012, dal 2,2 al 2,8 per cento, come conseguenza del maggior vigore nella prima metà dell'anno.

Tavola 2 Crescita del PIL in termini reali in alcune economie

(variazioni percentuali)

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

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

Gli indicatori recenti basati sulle indagini suggeriscono che l'economia continuerà a espandersi a un ritmo moderato, grazie al perdurante miglioramento dei mercati delle abitazioni e del lavoro e alla graduale riduzione del contributo negativo fornito dall'azione di risanamento dei bilanci e dalle misure di restrizione fiscale. L'edizione di luglio del *Beige Book* del Federal Reserve System mostra che l'attività ha continuato a rafforzarsi nei vari distretti e le indagini regionali riguardanti il settore manifatturiero confermano la previsione di una ripresa di quest'ultimo nel terzo trimestre. Il mercato degli immobili residenziali dovrebbe continuare a crescere a ritmi sostenuti, come attesta il favorevole clima di fiducia delle imprese di costruzione in luglio. Nello stesso mese l'indicatore del clima di fiducia dei consumatori si è collocato su livelli storicamente elevati, suggerendo pertanto una tenuta dei consumi privati.

A giugno l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è salita di 0,4 punti percentuali, all'1,8 per cento, dall'1,4 di maggio. Tale risultato va ricondotto in larga misura ai prezzi dei beni energetici, che sono tornati a crescere dopo tre mesi consecutivi di calo, mentre il tasso di incremento dei prezzi degli alimentari è rimasto pari all'1,4 per cento. L'inflazione di fondo è scesa lievemente (all'1,6 per cento, dall'1,7 di maggio), per la dinamica moderata dei prezzi delle prestazioni sanitarie e dei servizi di trasporto. Nell'insieme del secondo trimestre del 2013 l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è stata mediamente pari all'1,4 per cento, in calo rispetto all'1,7 del primo trimestre, e in prospettiva si prevede che resti contenuta per il margine ancora ampio di capacità inutilizzata nell'economia.

Il 31 luglio 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. Come annunciato in precedenza, il FOMC proseguirà con gli acquisti di mutui cartolarizzati (*mortgage-backed securities*) delle agenzie al ritmo di 40 miliardi di dollari al mese e titoli del Tesoro a più lungo termine per 45 miliardi di dollari al mese. Si prevede che, se l'economia continuerà a migliorare come previsto, il FOMC rallenti il ritmo di tali acquisti più avanti nell'anno e che concluda il relativo programma alla metà del 2014.

GIAPPONE

L'economia giapponese ha continuato a espandersi a un ritmo robusto, grazie al contributo positivo della domanda sia interna sia estera, e gli indicatori del clima di fiducia suggeriscono tassi di crescita ancora elevati nel resto dell'anno. Dal lato interno, la produzione industriale è aumentata dell'1,4 per cento su base trimestrale nonostante il calo del 3,3 per cento sul mese precedente in giugno.

Nello stesso mese i consumi privati hanno decelerato, sebbene in misura inferiore rispetto a maggio, mentre le esportazioni e le importazioni di beni in termini reali sono aumentate rispettivamente del 2,0 e 3,1 per cento sul mese precedente. Gli indicatori recenti del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese hanno evidenziato una certa debolezza: l'indice di diffusione complessivo dei responsabili degli acquisti nel settore manifatturiero è sceso da 54,2 a 52,3, a indicare una leggera flessione del ritmo della crescita a luglio, sebbene l'indice rimanga in territorio di espansione per il quinto mese consecutivo.

L'inflazione al consumo segue un andamento ascendente dagli inizi del 2013 e in giugno l'indice generale è passato in territorio positivo, salendo allo 0,2 per cento sui dodici mesi (da -0,3 in maggio), grazie soprattutto all'aumento dei prezzi dei beni energetici. L'inflazione di fondo (calcolata al netto degli alimentari freschi, delle bevande e dei prodotti energetici) ha di conseguenza evidenziato un incremento inferiore, portandosi a -0,2 per cento sui dodici mesi, da -0,4 in maggio.

Nella sua ultima riunione di politica monetaria, tenutasi il 10 e 11 luglio 2013, la Banca del Giappone ha deciso di mantenere invariato l'obiettivo per la base monetaria. Dopo l'esito delle elezioni per la Camera Alta il 21 luglio 2013, si prevedono progressi nell'attuazione delle riforme strutturali i cui obiettivi erano stati delineati nelle *Basic Policies for Economic and Fiscal Management and Reform*.

REGNO UNITO

Nel Regno Unito la crescita economica ha acquisito slancio nella prima metà del 2013. Stando alla stima preliminare, nel secondo trimestre il PIL reale è aumentato dello 0,6 per cento sul periodo precedente. Tale aumento va ricondotto in larga parte ai servizi, sebbene anche il settore industriale e quello delle costruzioni abbiano fornito un contributo positivo. Nonostante la dinamica relativamente robusta del primo semestre dell'anno, la ripresa dovrebbe restare graduale. Il processo di aggiustamento dei bilanci del settore privato e pubblico ha compiuto progressi nel periodo recente, ma è probabile che continui ancora per qualche tempo a frenare la domanda interna, e le prospettive per la crescita delle esportazioni rimangono modeste. Un'ulteriore azione di freno sarà verosimilmente esercitata dalla debole crescita del reddito reale delle famiglie, anche se il mercato del lavoro ha continuato a evidenziare una relativa tenuta, con un tasso di disoccupazione appena inferiore all'8 per cento. Il mercato delle abitazioni ha mostrato alcuni segnali di ripresa, sorretto dai recenti provvedimenti sul piano delle politiche, ma la dinamica del credito è rimasta fiacca. In prospettiva, il costante miglioramento dei principali indicatori delle indagini congiunturali negli ultimi mesi suggerisce una prosecuzione della ripresa nel breve termine.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è rimasta relativamente elevata, in presenza di una lieve volatilità nel periodo recente, principalmente dovuta a fattori *una tantum*. A giugno 2013 l'inflazione generale è aumentata di 0,2 punti percentuali, al 2,9 per cento, mentre il tasso calcolato al netto dei beni energetici e dei prodotti alimentari non trasformati è rimasto stabile al 2,5 per cento. In prospettiva si prevede che l'esistenza di margini di capacità produttiva inutilizzata per lavoro e capitale moderi le spinte inflazionistiche nel medio termine, anche se l'aumento dei prezzi amministrati e regolamentati e il deprezzamento della sterlina nella parte precedente dell'anno potrebbero esercitare pressioni al rialzo sull'inflazione. Nella riunione del 4 luglio 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.

CINA

I dati pubblicati continuano a segnalare un indebolimento della crescita del PIL reale in Cina, al 7,5 per cento nel secondo trimestre del 2013, dal 7,7 dei primi tre mesi dell'anno. Un contributo positivo

è provenuto dal vigore degli investimenti e – in misura minore - dai consumi, mentre il ristagno del contesto esterno ha agito da freno principale. L'economia cinese ha una struttura orientata verso le esportazioni e l'effetto congiunto della debole domanda estera e del rafforzamento del renminbi nella prima metà dell'anno ha pertanto pesato sulle esportazioni, che in giugno sono scese rispetto a un anno prima. Il settore manifatturiero ha di conseguenza decelerato, come attesta l'ulteriore rallentamento della produzione industriale a giugno. Anche le importazioni sono diminuite, riflettendo in parte la forte integrazione della Cina all'interno delle catene produttive mondiali. Altri settori dell'economia hanno tuttavia continuato a evidenziare andamenti più robusti, come confermano l'aumento delle vendite al dettaglio e il perdurante vigore del mercato delle abitazioni, con incrementi delle quotazioni degli alloggi in tutto il paese. La stima rapida del PMI relativo al settore manifatturiero fornita da Markit ha continuato a indebolirsi in luglio, a indicare una perdita di slancio di tale settore, e alla fine del mese il governo ha pertanto adottato misure di stabilizzazione della crescita quali: un'esenzione temporanea dall'IVA e dall'imposta sulle imprese per le PMI, una semplificazione delle procedure doganali e un'accelerazione dell'attività di costruzione nel settore ferroviario.

In giugno l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è stata pari al 2,7 per cento, ben inferiore all'obiettivo del 3,5 per cento fissato per il 2013, e quella calcolata sull'indice dei prezzi alla produzione (IPP) si mantiene in territorio negativo da marzo 2012. La crescita del credito e dei prestiti si è indebolita ulteriormente in giugno, pur restando ben al di sopra di quella del PIL nominale.

1.4 TASSI DI CAMBIO

In luglio l'euro si è apprezzato nei confronti delle valute di gran parte dei suoi partner commerciali. Il 31 luglio 2013 il tasso di cambio effettivo nominale della moneta unica – misurato rispetto alle divise delle 21 più importanti controparti commerciali dell'area – si collocava su un livello superiore dello 0,9 per cento a quello dei primi del mese e del 7,9 per cento rispetto a un anno prima (cfr. figura 4 e tavola 3).

In termini bilaterali, in luglio l'euro si è apprezzato su gran parte delle monete principali, compresi il dollaro statunitense e la sterlina britannica (rispettivamente dell'1,8 e 2,0 per cento), mentre è rimasto invariato sullo yen giapponese. Nel periodo l'euro ha registrato un generale apprezzamento anche nei confronti delle divise dei principali paesi emergenti e si è invece per lo più deprezzato su quelle degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, tra cui lo zloty polacco, la corona ceca e il leu romeno (rispettivamente del 2,2, 0,5 e 1,0 per cento).

Le valute all'interno degli AEC II si sono mantenute sostanzialmente stabili rispetto all'euro, su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali. Il 9 luglio 2013 il Consiglio UE ha adottato una decisione che consente alla Lettonia di adottare l'euro come valuta dal 1° gennaio 2014 (cfr. anche il riquadro 1).

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 21 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-21	variazione dei tassi di cambio dell'euro al 31 luglio 2013 rispetto a:	
		1° luglio 2013	31 luglio 2012
Tasso di cambio effettivo dell'euro (TCE-21)		0,9	7,9
Renminbi cinese	18,6	1,8	4,1
Dollaro statunitense	16,8	1,8	8,1
Sterlina britannica	14,8	2,0	11,4
Yen giapponese	7,1	0,0	35,4
Franco svizzero	6,4	-0,2	2,5
Zloty polacco	6,1	-2,2	3,2
Corona ceca	5,0	-0,5	2,4
Corona svedese	4,7	0,2	4,2
Won sudcoreano	3,9	0,7	7,4
Fiorino ungherese	3,2	1,9	7,4
Corona danese	2,6	-0,1	0,2
Nuovo Lev romeno	2,0	-1,0	-3,8
Kuna croata	0,6	0,8	-0,1

Fonte: BCE.
Nota: il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro è calcolato rispetto alle divise dei 21 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro.

Riquadro 1

L'INTRODUZIONE DELL'EURO IN LETTONIA IL 1° GENNAIO 2014

Dando seguito a una richiesta avanzata dalla Lettonia il 5 marzo del 2013, la BCE e la Commissione europea hanno predisposto i rispettivi Rapporti sulla convergenza ai sensi del requisito sancito all'articolo 140 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, che richiede di riferire al Consiglio UE sui progressi compiuti dagli Stati membri dell'UE nell'adempimento degli obblighi relativi alla realizzazione dell'Unione economica e monetaria. Tali rapporti sono stati pubblicati il 5 giugno 2013. Sulla base dell'esame condotto, la Commissione europea è giunta alla conclusione che la Lettonia soddisfa i requisiti previsti per l'adozione della moneta unica. Il 9 luglio 2013 il Consiglio UE ha adottato una decisione che consente alla Lettonia di introdurre l'euro come valuta dal 1° gennaio 2014. A partire da tale data, l'area dell'euro sarà composta da 18 paesi.

Il Consiglio UE ha inoltre adottato un regolamento che fissa il tasso irrevocabile di conversione fra il lat lettone e l'euro a 0,702804 lat per euro, un livello corrispondente alla parità centrale convenuta quando la divisa lettone è entrata nei nuovi accordi europei di cambio (AEC II). Dall'ingresso negli AEC II a maggio 2005, la parità centrale del lat rispetto all'euro non è variata e il tasso di cambio è stato mantenuto dalla Latvijas Banka entro una banda di oscillazione del ±1 per cento attorno alla stessa con un impegno unilaterale, che non ha pertanto imposto alcun obbligo aggiuntivo alla BCE. Quest'ultima ha condiviso la scelta di adottare l'attuale parità centrale come tasso di conversione per il lat. A seguito della fissazione di tale tasso, la BCE e la Latvijas Banka seguiranno attentamente l'andamento del tasso di cambio di mercato tra la moneta lettone e l'euro nell'ambito degli AEC II sino alla fine del 2013.

La Lettonia persegue da tempo l'obiettivo dell'adozione dell'euro, che fornirà al paese un'ancora per il conseguimento di una stabilità macroeconomica durevole e di una maggiore convergenza economica.

Al tempo stesso, l'ingresso in un'unione valutaria comporta la decisione irrevocabile di rinunciare agli strumenti offerti dalle politiche monetarie e di cambio nazionali e implica pertanto un maggior ricorso alle politiche interne per mantenere l'economia su un sentiero di crescita equilibrata e sostenibile. Per poter cogliere appieno i vantaggi offerti dall'euro, è importante che la Lettonia continui ad impegnarsi nell'azione di risanamento complessiva dei conti pubblici in linea sia con i requisiti del Patto di stabilità e crescita sia con il quadro generale per la *governance* delle finanze pubbliche nell'UE e che preservi i guadagni di competitività conseguiti negli ultimi anni evitando una nuova accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto. Inoltre, pur avendo dato prova di una notevole capacità di aggiustamento dell'economia, la Lettonia deve compiere ulteriori progressi nel miglioramento della qualità delle sue istituzioni e della sua *governance*.

Nel settore finanziario, il ricorso di una parte significativa del sistema bancario ai depositi dei non residenti quale fonte di provvista non costituisce un fenomeno recente. Esso pone tuttavia rischi rilevanti per la stabilità finanziaria, che è essenziale preservare non solo adottando adeguate politiche microprudenziali ma anche avvalendosi di uno strumentario completo comprendente: 1) misure macroprudenziali, analisi dei bilanci nazionali e *stress test*; 2) opportuni meccanismi di finanziamento del regime di assicurazione dei depositi; 3) strumenti efficaci di risoluzione e risanamento; 4) monitoraggio più rigoroso dell'eventuale accumulo di squilibri macroeconomici che potrebbero minacciare la stabilità finanziaria, con la disponibilità ad adottare ulteriori misure ove giustificato; 5) osservanza dei migliori standard possibili nell'attuazione delle regole internazionali in materia di lotta al riciclaggio di denaro di provenienza illecita. La Lettonia ha già compiuto progressi considerevoli in questo senso. Si ritiene infine che la stabilità finanziaria possa anche beneficiare della partecipazione del paese al meccanismo di vigilanza unico, la cui entrata in vigore è prevista nella seconda metà del 2014.

Nel complesso, è importante che la Lettonia non abbassi il livello di guardia dopo l'adozione dell'euro in modo da sfruttare le opportunità offerte dalla moneta unica. Le autorità lettoni hanno annunciato importanti impegni sul piano delle politiche volti ad assicurare la sostenibilità della convergenza dell'economia nazionale una volta che il paese sarà entrato nell'area dell'euro. Tali politiche dovrebbero essere perseguite con forza al fine di agevolare l'ordinata partecipazione della Lettonia all'Unione monetaria nel lungo periodo.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

In giugno la crescita sui dodici mesi di M3 si è indebolita, a conferma della contenuta dinamica monetaria di fondo. L'espansione di M1 si è ridotta, rimanendo però vigorosa per effetto della perdurante preferenza per la liquidità, ed è stata l'unica componente che ha contribuito all'incremento di M3. Dal lato delle contropartite, l'incremento dell'aggregato monetario ampio è stato sostenuto soprattutto dal protrarsi di afflussi netti di capitale verso l'area dell'euro e dalla riduzione delle passività finanziarie a più lungo termine. Per contro, i prestiti delle IFM al settore privato non finanziario dell'area dell'euro hanno registrato un'ulteriore contrazione, imputabile principalmente ai livelli contenuti della domanda, benché in alcuni paesi sussistano ancora vincoli dal lato dell'offerta.

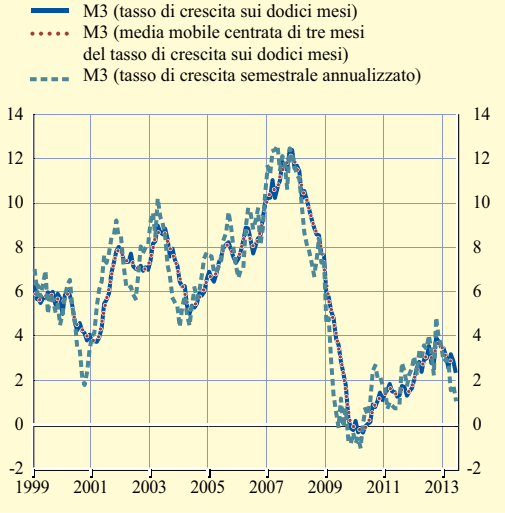
L'AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è sceso al 2,3 per cento in giugno, dal 2,9 di maggio, per effetto di un deflusso mensile significativo in parte riconducibile al riassorbimento dei fattori straordinari osservati in aprile (cfr. figura 5). Tra le componenti, l'unica che abbia concorso all'espansione di M3 in giugno è stata la crescita dell'aggregato M1 che, seppure in calo, è ancora sospinto da una forte preferenza per la liquidità probabilmente connessa ai bassi costi opportunità dei depositi *overnight* in un contesto di tassi di interesse a breve termine estremamente contenuti. I contributi all'espansione di M3 delle altre componenti sono rimasti sostanzialmente stabili in giugno, con un livello pressoché pari a zero per i depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* (M2 meno M1) e in territorio negativo per gli strumenti negoziabili (M3 meno M2). Questi andamenti indicano altresì la ricerca di rendimenti più elevati in un contesto di bassa remunerazione delle attività monetarie.

Dal lato delle contropartite, l'incremento sui dodici mesi di M3 nell'area dell'euro è stato nuovamente favorito in giugno da un aumento della posizione netta sull'estero delle IFM, dovuto ai perduranti afflussi netti di capitale verso l'area. Un'altra fonte di creazione di moneta è consistita negli ulteriori acquisti di titoli di Stato da parte delle IFM, soprattutto in alcuni paesi dell'area, e nei deflussi dalle passività finanziarie a più lungo termine, soprattutto per i rimborsi netti di titoli di debito delle IFM a più lungo termine. Per contro, la dinamica di M3 è stata frenata, come nei due mesi precedenti, dai consistenti rimborsi netti di prestiti al settore privato.

Figura 5 Crescita di M3

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



Fonte: BCE.

Il volume delle principali attività delle IFM dell'area dell'euro si è contratto ulteriormente in giugno, in linea con la riduzione dell'indebitamento osservata fin dalla primavera 2012. In giugno, il calo sul mese precedente è ascrivibile soprattutto ai rimborsi netti dei prestiti al settore privato e fra IFM. Le attività sull'estero e i titoli di Stato detenuti dalle IFM hanno invece continuato ad aumentare. Nel mese in esame si è osservato anche un incremento del ricorso da parte delle IFM dell'area dell'euro alla liquidità offerta dall'Eurosistema, andamento che, secondo i dati preliminari per luglio, costituirebbe una

temporanea interruzione della tendenza osservata a partire da agosto 2012. Il rafforzamento della base di depositi in alcuni paesi soggetti a tensioni rimane coerente con un'ulteriore diminuzione della frammentazione finanziaria.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Per quanto concerne le componenti di M3, il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è diminuito in giugno al 7,5 per cento dall'8,4 di maggio. Questa moderazione ha rispecchiato un consistente deflusso mensile dai depositi *overnight*, specie da quelli detenuti da intermediari finanziari non monetari diversi dalle società di assicurazione e dai fondi pensioni (AIF). Questi deflussi sono in parte dovuti al riassorbimento dei fattori straordinari che hanno interessato tale comparto in aprile. Per contro, il settore delle famiglie ha registrato in giugno un contenuto afflusso verso i depositi *overnight*. L'espansione dei depositi *overnight* è rimasta vigorosa, rispecchiando la perdurante preferenza per la liquidità da parte del settore detentore di moneta dato il costo opportunità relativamente basso degli strumenti compresi nell'aggregato monetario ristretto.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* è diminuito al -0,1 per cento in giugno dallo 0,0 di maggio. 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 del tasso di espansione dei depositi a risparmio a breve termine (depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi). A seguito di tali andamenti, M1 è stata l'unica componente principale in giugno a contribuire positivamente alla crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio.

Il tasso di variazione sui dodici mesi degli strumenti negoziabili ha segnato un'ulteriore flessione, portandosi al -16,4 per cento in giugno dal -15,8 di maggio. Il calo è imputabile principalmente ai deflussi mensili dalle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e, in misura minore, ai deflussi dai contratti pronti contro termine, mentre i titoli di debito delle IFM a breve termine (titoli di debito con scadenza fino a due anni) hanno evidenziato un moderato afflusso. L'ulteriore deflusso dalle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari è in linea con il profilo delle rilevazioni mensili negative osservate per gran parte degli ultimi dodici mesi e potrebbe essere connesso al basso rendimento attuale di questa categoria di attività nonché al calo dell'avversione al rischio del settore detentore di moneta, che induce una ricerca di rendimenti più elevati.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi di M3, che includono i contratti pronti contro termine e rappresentano la componente di M3 più ampia per cui è disponibile una tempestiva scomposizione per settore, è sceso al 4,1 per cento in giugno, dal 4,7 di maggio. L'andamento va ricondotto ai minori contributi dei depositi detenuti sia dalle famiglie sia dalle società non finanziarie. Questi hanno registrato un graduale incremento tra la metà del 2012 e maggio 2013, sulla scia della maggiore preferenza per la liquidità. A livello dei singoli paesi, i tassi di incremento sui dodici mesi dei depositi di M3 sono stati eterogenei in giugno, ma si è osservato un rafforzamento della base di depositi in vari paesi sottoposti a tensioni, in particolare Spagna e Irlanda, contribuendo a un'ulteriore riduzione della frammentazione finanziaria.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Il credito delle IFM ai residenti dell'area dell'euro si è contratto a un tasso sui dodici mesi del -0,3 per cento, in calo dal -0,2 di maggio (cfr. tavola 4). Il tasso di incremento del credito alle amministrazioni pubbliche è sceso nello stesso periodo dal 3,2 al 2,7 per cento. Il flusso mensile del credito alle amministrazioni pubbliche è stato moderatamente positivo, poiché i rimborsi netti dei prestiti sono stati più che compensati da ingenti acquisti di titoli di Stato nazionali da parte delle IFM in vari paesi dell'area dell'euro.

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 3° trim.	2012 4° trim.	2013 1° trim.	2013 2° trim.	2013 mag.	2013 giu.
M1	**53,5**	**4,6**	**6,2**	**6,8**	**8,1**	**8,4**	**7,5**
Banconote e monete in circolazione	9,0	5,3	3,0	1,7	2,7	2,6	2,1
Depositi *overnight*	44,6	4,5	6,9	7,8	9,3	9,7	8,6
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	39,4	1,3	1,6	1,3	0,1	0,0	-0,1
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	17,8	-0,9	-1,8	-3,7	-6,0	-6,2	-5,9
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	21,6	3,5	4,8	6,0	5,8	5,7	5,4
M2	**93,0**	**3,2**	**4,2**	**4,3**	**4,6**	**4,7**	**4,1**
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	7,0	1,9	-2,3	-8,5	-15,0	-15,8	-16,4
M3	**100,0**	**3,1**	**3,6**	**3,2**	**2,8**	**2,9**	**2,3**
Credito a residenti nell'area dell'euro		**0,9**	**0,5**	**0,0**	**-0,1**	**-0,2**	**-0,3**
Credito alle amministrazioni pubbliche		9,2	8,3	4,2	3,3	3,2	2,7
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		1,5	1,9	-0,8	-2,5	-3,2	-5,9
Credito al settore privato		-1,0	-1,3	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1
Prestiti al settore privato		-0,6	-0,8	-0,8	-1,1	-1,1	-1,6
Prestiti al settore privato corretti per le cessioni e la cartolarizzazione [2]		-0,1	-0,4	-0,3	-0,6	-0,7	-1,0
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		**-4,3**	**-5,1**	**-5,1**	**-4,6**	**-4,3**	**-4,3**

Fonte: BCE.
1) Alla fine dell'ultimo mese disponibile. Eventuali mancate quadrature nei totali sono attribuibili ad arrotondamenti.
2) Corretti per la cancellazione dei prestiti dai bilanci delle IFM in virtù della loro cessione o cartolarizzazione.

Il tasso di variazione sui dodici mesi del credito al settore privato è lievemente diminuito in giugno al -1,1 per cento, contro il -1,0 di maggio. L'andamento rispecchia soprattutto un ulteriore rallentamento dei prestiti, mentre il tasso di incremento dei titoli diversi dalle azioni è divenuto meno negativo e quello delle azioni e altre partecipazioni è aumentato per il secondo mese consecutivo. Il calo del tasso di variazione dei prestiti al settore privato (corretti per cessioni e cartolarizzazione) al -1,0 per cento in giugno dal -0,7 di maggio, ha rispecchiato rimborsi netti mensili nei vari settori e, in particolare, in quello degli AIF e delle società non finanziarie.

I rimborsi netti mensili dei prestiti alle società non finanziarie sono stati ingenti in giugno, pari a 12 miliardi di euro, e fanno seguito ai consistenti rimborsi di 18 miliardi di euro registrati sia a maggio che ad aprile. Questi rimborsi netti hanno interessato tutti i grandi paesi dell'area dell'euro, concentrandosi tendenzialmente nel segmento a più breve termine. Pertanto, il tasso di variazione dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) si è ulteriormente ridotto al -2,3 per cento in giugno dal -2,1 di maggio (cfr. tavola 5). Il riquadro 2 presenta un nuovo indicatore composito della dinamica del fabbisogno di finanziamento esterno per le piccole e medie imprese nell'area dell'euro come da queste percepito. Il tasso di crescita dei prestiti delle IFM alle famiglie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è rimasto invariato allo 0,3 per cento a seguito di contenuti rimborsi netti mensili. In giugno tali rimborsi hanno riguardato in particolare il credito al consumo, mentre i prestiti per l'acquisto di abitazioni e le altre tipologie di prestiti hanno registrato flussi mensili trascurabili.

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 3° trim.	2012 4° trim.	2013 1° trim.	2013 2° trim.	2013 mag.	2013 giu.
Società non finanziarie	**41,6**	**-0,8**	**-1,9**	**-2,5**	**-3,0**	**-3,1**	**-3,2**
Corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni [2]	-	*-0,5*	*-1,4*	*-1,4*	*-1,9*	*-2,1*	*-2,3*
Fino a un anno	24,9	-0,4	-1,3	0,7	-0,7	-1,4	-2,1
Oltre un anno e fino a cinque anni	17,3	-3,8	-5,2	-5,9	-6,5	-6,3	-6,4
Oltre cinque anni	57,8	0,0	-1,0	-2,7	-2,8	-2,9	-2,7
Famiglie [3]	**48,9**	**0,2**	**0,4**	**0,5**	**0,2**	**0,2**	**0,0**
Corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni [2]	-	*1,0*	*0,8*	*0,4*	*0,3*	*0,3*	*0,3*
Credito al consumo [4]	11,2	-2,4	-2,9	-3,2	-3,4	-3,5	-3,6
Mutui per l'acquisto di abitazioni [4]	73,3	0,7	1,1	1,4	1,1	1,0	0,8
Altri prestiti	15,5	-0,5	-0,6	-1,0	-0,9	-1,0	-1,0
Società di assicurazione e fondi pensione	**0,9**	**-9,1**	**-4,2**	**6,1**	**12,1**	**12,0**	**11,1**
Altri intermediari finanziari non monetari	**8,7**	**-2,8**	**-1,4**	**-0,1**	**-0,1**	**0,3**	**-3,2**

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.

Nel complesso, la dinamica dei prestiti al settore privato non finanziario resta debole nell'area dell'euro, a causa principalmente della modesta domanda, benché in alcuni paesi permangano vincoli dal lato dell'offerta. La debole attività economica e i livelli persistentemente elevati di incertezza nell'economia continuano a gravare sulla domanda e sull'offerta dei prestiti bancari. A tale proposito, l'indagine di luglio 2013 sul credito bancario individua nei modesti investimenti fissi il principale fattore alla base della debolezza dei prestiti alle società non finanziarie. Inoltre, pur avendo segnalato variazioni nel complesso limitate dell'irrigidimento dei criteri di concessione del credito e persino una riduzione con riferimento ai prestiti concessi alle famiglie, tale indagine ha continuato a imputare soprattutto al rischio dei prenditori e all'incertezza macroeconomica l'irrigidimento delle politiche di erogazione dei prestiti (cfr. riquadro 3). Allo stesso tempo, la persistente frammentazione dei mercati finanziari e i vincoli stringenti dal lato dell'offerta di credito, ancorché in attenuazione nei mesi recenti, continuano a frenare la crescita del credito. Infine, la dinamica dei prestiti risente anche del livello di indebitamento tuttora elevato in vari paesi sia per le famiglie sia per le società non finanziarie. Un'analisi approfondita su risparmio, investimenti e finanziamenti per settore istituzionale è riportata nel riquadro 5.

Il tasso di variazione sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine (al netto di capitale e riserve) è rimasto negativo in giugno al -4,3 per cento. Anche il flusso mensile è stato negativo, a seguito dei rimborsi netti di titoli di debito delle IFM a più lungo termine. Il calo delle consistenze di titoli di debito delle IFM detenuti dal settore detentore di moneta è ascrivibile a considerazioni di provvista e di regolamentazione. Innanzitutto, il ridimensionamento in atto della leva finanziaria favorisce una riduzione del finanziamento tramite il ricorso ai mercati. In secondo luogo, le modifiche alla regolamentazione in materia di liquidità incoraggiano le banche a raccogliere più fondi mediante i depositi e in misura minore mediante i titoli di debito. Infine, è possibile che il dibattito in corso sul regime di risanamento e risoluzione delle banche accresca il rischio percepito dagli investitori in relazione ai titoli di debito degli

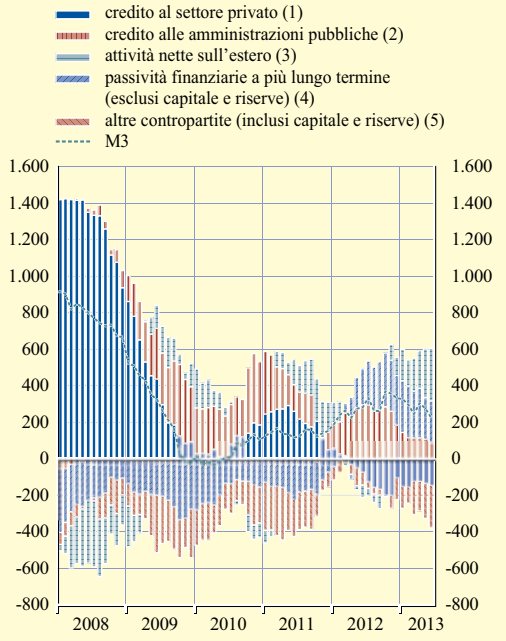
istituti. A differenza dei titoli di debito a più lungo termine, i depositi a più lungo termine (corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni, cioè al netto dei depositi a più lungo termine detenuti da società veicolo impegnate in operazioni di cartolarizzazione) hanno evidenziato afflussi mensili, in parte connessi all'azione della regolamentazione. Il capitale e le riserve hanno registrato un ulteriore aumento in giugno.

I notevoli afflussi di capitale nell'area dell'euro, osservati dal luglio 2012, sono attualmente il principale fattore a sostegno della crescita di M3, in contrapposizione al contributo negativo dei rimborsi netti di prestiti al settore privato. Nei dodici mesi fino a giugno la posizione netta sull'estero delle IFM dell'area dell'euro è aumentata di 288 miliardi di euro, a fronte di un incremento di 267 miliardi nei dodici mesi terminati a maggio (cfr. figura 6).

Nel complesso, i dati relativi ai primi sei mesi del 2013 confermano che le dinamiche di fondo della moneta e, in particolare, del credito restano moderate. I più recenti dati monetari indicano inoltre che la frammentazione finanziaria nell'area dell'euro, pur rimanendo considerevole, si è ridotta negli ultimi mesi.

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.

Riquadro 2

L'INDICATORE DEL FABBISOGNO DI FINANZIAMENTO ESTERNO PERCEPITO PER LE PICCOLE E MEDIE IMPRESE NELL'AREA DELL'EURO

Il presente riquadro introduce un nuovo indicatore composito delle variazioni nel fabbisogno di finanziamento esterno per le piccole e medie imprese (PMI) nell'area dell'euro come da queste percepito [1]. L'indicatore, che si basa sui dati desunti dall'indagine sull'accesso al credito delle piccole e medie imprese nell'area dell'euro (*Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area*, SAFE) [2], combina le risposte dell'indagine sulle variazioni del finanziamento esterno occorrente alle imprese con quelle sulla dinamica percepita della disponibilità di finanziamento esterno [3]. Il grado di dettaglio dell'indagine (con risposte a livello di impresa) consente di valutare le

1) Per maggiori informazioni, cfr. Ferrando, A., Griesshaber, S., Köhler-Ulbrich, P., Perez-Duarte, S., Schmitt, N., "Measuring the opinion of firms on the supply and demand of external financing in the euro area" in Banca dei regolamenti internazionali, *Proceedings of the Sixth IFC Conference on "Statistical issues and activities in a changing environment", Basel, 28-29 August 2012*, IFC Bulletin n. 36, febbraio 2013.
2) La SAFE è pubblicata sul sito Internet della BCE con frequenza semestrale.
3) La variazione percepita nel fabbisogno di finanziamento esterno secondo la SAFE è diversa dal fabbisogno finanziario calcolato in base ai conti integrati dell'area dell'euro, che è costituito dal rapporto tra indebitamento/accreditamento netto e PIL e misura l'avanzo/disavanzo delle entrate delle società rispetto alla spesa in conto capitale.

variazioni percepite nel fabbisogno di finanziamento esterno nei vari paesi, per dimensioni di impresa e per settore dell'attività economica. Viene inoltre presentata un'analisi di regressione del nesso tra indicatore composito e caratteristiche delle imprese secondo le informazioni della SAFE.

Motivi alla base dell'elaborazione di un indicatore delle variazioni del fabbisogno di finanziamento esterno percepito

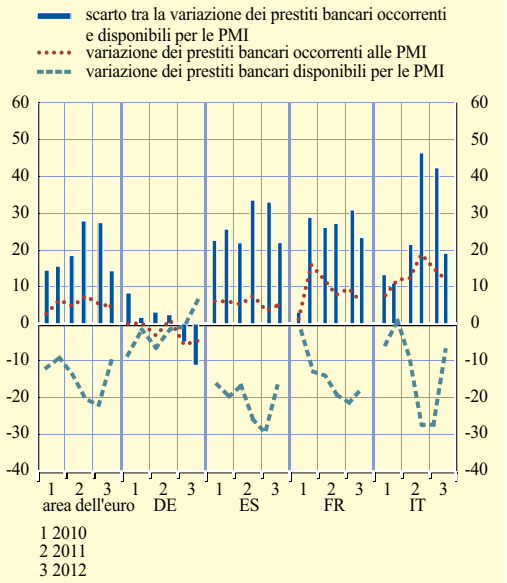
Il divario tra l'esigenza percepita dalle PMI di finanziamento esterno, in particolare per investimenti fissi o capitale circolante, e la disponibilità percepita di finanziamento esterno per le stesse imprese (quali prestiti bancari, scoperti bancari, credito al commercio, titoli di debito e capitale azionario), secondo le segnalazioni delle PMI nella SAFE, costituisce la base per valutare il grado in cui le PMI sono soggette a vincoli finanziari. Qualora queste necessitino di un elevato livello di finanziamento esterno, soprattutto quando ciò avviene a fronte di una sua limitata disponibilità, è presumibile che si abbiano significative implicazioni avverse per l'efficace finanziamento dell'attività economica, con una dilazione degli investimenti e dei piani di assunzione aziendali nonché un aumento dei rischi di liquidità delle PMI. Per contro, un accesso limitato al finanziamento esterno può avere effetti negativi relativamente minori sull'economia reale quando il finanziamento esterno occorrente rimane modesto. Su questo sfondo, l'indicatore del fabbisogno di finanziamento esterno si propone di combinare le informazioni sulle condizioni della domanda e dell'offerta (in entrambi i casi nella prospettiva delle imprese prenditrici) nell'erogazione di finanziamenti.

I prestiti bancari occorrenti e disponibili per le PMI a livello aggregato

Come punto di partenza, la figura A riporta la percentuale netta di PMI che segnalano un aumento/decremento dei prestiti bancari occorrenti (quale loro principale strumento di finanziamento esterno), la percentuale netta di PMI che segnalano un aumento/decremento dei prestiti bancari disponibili e la differenza fra le due serie. Questa costituisce una *proxy*, desunta dal livello aggregato, delle variazioni percepite nel fabbisogno di finanziamento esterno delle PMI in relazione ai prestiti bancari. Si può osservare che per le PMI dell'area dell'euro lo scarto si è ampliato sempre più fino al settembre 2012 e in misura minore, invece, nel periodo tra il quarto trimestre del 2012 e il primo del 2013 (relativo all'edizione più recente della SAFE). Quanto ai principali paesi dell'area dell'euro, tale divario si è notevolmente ampliato fino al 2012, specie per le PMI di Italia e Spagna nonché, in misura inferiore, della Francia. Per contro, per le PMI della Germania è cresciuto in maniera molto contenuta nel 2010-2011, per poi restringersi (ossia si è verificato in termini netti un maggiore incremento dei prestiti disponibili che dei prestiti necessari) nel 2012.

Figura A Variazione dei prestiti bancari occorrenti e disponibili per le PMI nei principali paesi dell'area dell'euro

(sui sei mesi precedenti; percentuale netta dei partecipanti all'indagine)



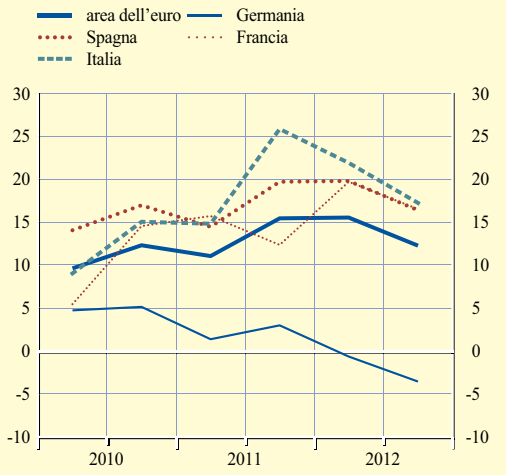
Fonte: SAFE.
Nota: la figura fa riferimento alle indagini del periodo compreso tra il 1° trim. 2010 e il 1° trim. 2013 (che corrisponde al termine del più recente periodo di indagine).

L'indicatore composito delle variazioni percepite nel fabbisogno di finanziamento esterno per le PMI a livello di singola impresa

Sulla base dei dati aggregati, riportati nella precedente figura A, non è possibile sapere se le imprese che percepiscono un aumento/decremento della propria necessità di finanziamento esterno siano le stesse che considerano peggiorato/migliorato il finanziamento esterno disponibile. Per contro, l'indicatore composito delle variazioni percepite nel fabbisogno di finanziamento esterno, basato su dati a livello di singola impresa, può tenere conto di questa importante informazione. Innanzitutto, la variazione percepita del fabbisogno di finanziamento esterno è calcolata, a livello di impresa, per ogni strumento di finanziamento (prestiti bancari, scoperti bancari, credito al commercio, titoli di debito e capitale azionario [4]) attinente l'impresa in esame, sempre sulla base delle evidenze fornite dalla SAFE [5]. In seguito, i dati sul fabbisogno percepito di finanziamento per ogni strumento di finanziamento pertinente sono aggregati in un indicatore composito del fabbisogno percepito di finanziamento a livello di impresa considerando una media dei singoli elementi. Infine, le variazioni percepite del fabbisogno di finanziamento esterno a livello di impresa sono ulteriormente aggregate (ad esempio, per dimensioni di impresa, per settore, per singolo paese o a livello dell'area dell'euro) in base al numero ponderato delle imprese, che ne riflette l'importanza economica (per numero di occupati) [6]. Un valore positivo dell'indicatore composito indica un aumento del fabbisogno percepito di finanziamento esterno, mentre un valore negativo ne segnala una diminuzione. Tuttavia, anche se la condizione ideale sarebbe disporre di una valutazione del livello di fabbisogno finanziario, la SAFE consente soltanto la costruzione di un indicatore composito delle variazioni percepite del fabbisogno di finanziamento esterno.

Figura B Variazione percepita del fabbisogno di finanziamento esterno delle PMI nei principali paesi dell'area dell'euro

(saldi percentuali dei partecipanti all'indagine)



Fonti: BCE (SAFE) ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: l'indicatore del fabbisogno finanziario percepito combina il finanziamento occorrente con la disponibilità di prestiti bancari, scoperti di conto, credito commerciale, titoli di debito e titoli azionari a livello di impresa. Un valore positivo dell'indicatore indica un aumento del fabbisogno finanziario.

Prendendo in esame l'indicatore composito complessivo ottenuto, il fabbisogno percepito di finanziamento esterno nei principali paesi dell'area dell'euro è cresciuto soprattutto dalla seconda metà del 2011 per le PMI italiane, seguite da quelle spagnole (figura B). Questo risultato ricalca sostanzialmente lo scarto tra la variazione dei prestiti bancari occorrenti e disponibili per le PMI (precedente figura A). Il maggiore incremento del fabbisogno per-

4) Nell'area dell'euro il ricorso delle PMI a titoli di debito e azioni è solo modesto.

5) Nello specifico, per considerare tutti i possibili casi di variazione del fabbisogno finanziario, l'indicatore composito attribuisce rispettivamente un valore di 1 (-1) a un incremento/decremento del fabbisogno di finanziamento su due lati e di 0,5 (-0,5) a un incremento/decremento su un unico lato. Un incremento/decremento del fabbisogno finanziario può essere costituito da un incremento/decremento del finanziamento occorrente e, allo stesso tempo, da un decremento/incremento del finanziamento disponibile (variazione su due lati). Tuttavia, il fabbisogno finanziario può anche aumentare/diminuire per una variazione occorsa da un unico lato, cioè un incremento/decremento del finanziamento occorrente o un decremento/incremento del finanziamento disponibile (variazione su un lato), mentre l'altro lato resta invariato. L'indicatore composito attribuisce un valore pari a 0 quando la situazione resta immutata.

6) Per informazioni sulla metodologia adottata nella SAFE, ivi compreso il metodo di aggregazione, cfr. l'allegato 3 del rapporto semestrale *Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area* pubblicato nel sito Internet della BCE.

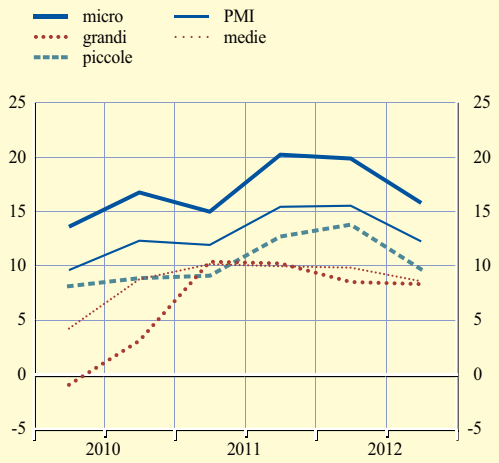
cepito di finanziamento esterno per le PMI italiane e spagnole riflette il calo più marcato del loro merito di credito rispetto alle PMI di Francia o Germania, ma anche tensioni più gravi nel sistema bancario. In tempi più recenti il fabbisogno è aumentato in misura minore, per effetto di un certo allentamento delle tensioni finanziarie nonostante il perdurare di una difficile situazione di finanziamento per le PMI. In Germania, invece, le PMI hanno segnalato per il proprio fabbisogno di finanziamento esterno un incremento solo molto modesto negli anni 2010-2011 e, in seguito, una flessione (come indicano i valori negativi dell'indicatore) fino al primo trimestre del 2013.

Secondo i riscontri, la variazione del fabbisogno percepito di finanziamento esterno mostra una relazione inversa rispetto alle dimensioni d'impresa, a indicazione del fatto che le imprese molto piccole subiscono il maggiore ampliamento dello scarto tra finanziamento esterno occorrente e disponibile (figura C). In effetti, le microimprese dell'area dell'euro hanno percepito il maggiore incremento del fabbisogno di finanziamento esterno dal 2010, mentre l'aumento per le grandi imprese è stato piuttosto modesto. Nel periodo di indagine più recente (relativo al quarto trimestre del 2012 e al primo del 2013) l'incremento si è ridotto, in particolare per le micro e le piccole imprese.

Le PMI del settore delle costruzioni dell'area dell'euro hanno percepito il maggiore aumento del proprio fabbisogno di finanziamento esterno dal 2010, nonostante la più recente moderazione della dinamica (figura D). All'aumento del fabbisogno di finanziamento hanno probabilmente contribuito lo scoppio della bolla del mercato immobiliare in alcuni paesi dell'area dell'euro e il conseguente maggior calo degli utili delle PMI nel settore delle costruzioni. Per contro, le PMI dell'area dell'euro nel comparto industriale hanno segnalato il minore incremento dello scarto tra finanziamento esterno occorrente e disponibile. Il peggioramento più contenuto del fabbisogno di finanziamento esterno per le PMI di questo settore è connesso probabilmente alla minore

Figura C Variazione percepita del fabbisogno di finanziamento esterno delle imprese dell'area dell'euro in base alle loro dimensioni

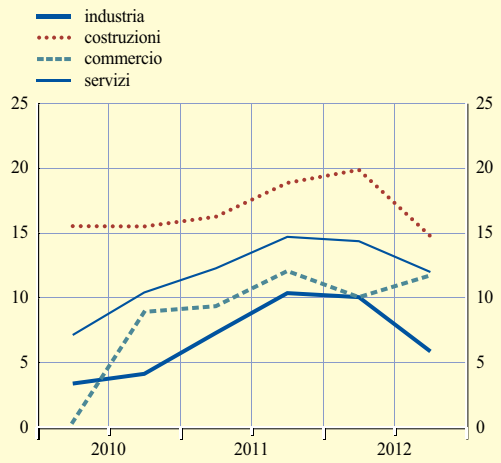
(saldi percentuali dei partecipanti all'indagine)



Fonti: BCE (SAFE) ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: l'indicatore del fabbisogno finanziario percepito combina il finanziamento occorrente con la disponibilità di prestiti bancari, scoperti di conto, credito commerciale, titoli di debito e titoli azionari a livello di impresa. Un valore positivo dell'indicatore indica un aumento del fabbisogno finanziario.

Figura D Variazione percepita del fabbisogno di finanziamento esterno delle PMI dell'area dell'euro nei vari settori dell'attività economica

(saldi percentuali dei partecipanti all'indagine)



Fonti: BCE (SAFE) ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: l'indicatore del fabbisogno finanziario percepito combina il finanziamento occorrente con la disponibilità di prestiti bancari, scoperti di conto, credito commerciale, titoli di debito e titoli azionari a livello di impresa. Un valore positivo dell'indicatore indica un aumento del fabbisogno finanziario.

flessione degli utili e quindi al merito di credito delle PMI, nonché forse alle attività stanziabili come garanzia. Inoltre, una porzione più ampia di imprese del comparto industriale è orientata alle esportazioni (a differenza, ad esempio, del settore dei servizi) e presenta pertanto una capacità di tenuta relativamente maggiore a fronte di una debole domanda interna.

Le variazioni percepite dalle PMI nel fabbisogno di finanziamento e le caratteristiche delle imprese

Un semplice modo per studiare il ruolo svolto dalle caratteristiche delle imprese nelle variazioni percepite del fabbisogno di finanziamento esterno è condurre un'analisi di regressione dell'indicatore composito delle caratteristiche specifiche delle imprese sulla base della seguente equazione:

$$FinGap_{i\,k} = \alpha + \beta\, FirmCharacteristics_{i\,k} + \gamma\, Country + \varepsilon_{ik}$$

dove $FinGap_{i,k}$ è la misura composita per l'impresa i nel paese k; *FirmCharacteristics* è un vettore dei principali attributi delle imprese desunti dalla SAFE, *Country* è un vettore delle *dummy* dei paesi per tener conto degli effetti specifici dei singoli paesi sulle percezioni delle imprese in relazione alle variazioni del fabbisogno di finanziamento e $\varepsilon_{i,k}$ rappresenta un termine di errore. Sebbene *FinGap* possa assumere solo una serie finita di valori all'interno dell'intervallo da -1 a 1, viene considerata come una variabile continua nell'analisi di regressione [7]. La tavola A riporta i risultati di regressione per le singole edizioni dell'indagine a partire da metà 2010 (secondo e terzo trimestre dell'anno) fino alla più recente (quarto trimestre del 2012 e primo del 2013). Il modello comprende alcune caratteristiche principali delle imprese che costituiscono verosimilmente determinanti di rilievo delle percezioni circa i recenti andamenti della (mancata) corrispondenza fra domanda e offerta di finanziamento esterno: le dimensioni di impresa (in termini di occupati), una variabile dicotomica per indicare se si tratta di un'impresa autonoma orientata al profitto che

Fabbisogno percepito di finanziamento esterno e caratteristiche delle imprese: risultati della regressione

	2° trim. 2010 - 3° trim. 2010	4° trim. 2010 - 1° trim. 2011	2° trim. 2011 - 3° trim. 2011	4° trim. 2011 - 1° trim. 2012	2° trim. 2012 - 3° trim. 2012	4° trim. 2012 - 1° trim. 2013
Piccole[1]	-0,027	-0,020	-0,030*	-0,024	0,002	-0,008
Medie	-0,044**	0,005	0,013	-0,020	-0,014	-0,013
Grandi	-0,045	-0,015	0,034	0,021	-0,019	-0,020
Autonome[2]	0,011	0,046**	0,042***	0,051***	0,027	0,020
Industria[3]	-0,008	-0,005	-0,029***	-0,018	-0,006	-0,025*
Costruzioni	0,007	0,002	0,006	0,001	0,027	-0,009
Commercio	-0,040***	-0,017	-0,032***	0,0042	-0,019	-0,0097
Logaritmo dell'età dell'impresa	-0,009	-0,032***	-0,026***	-0,016**	-0,019***	-0,026***
Proprietà[4]	0,031**	0,007	0,002	0,018	0,005	-0,006
Aumento di fatturato[5]	0,007	-0,033**	-0,0098	0,004	0,022*	0,002
Decremento di fatturato	0,091***	0,048***	0,062***	0,066***	0,068***	0,061***
Aumento dei margini di profitto	-0,076***	-0,069***	-0,044***	-0,038*	-0,069***	-0,066***
Decremento dei margini di profitto	0,089***	0,092***	0,12***	0,105***	0,118***	0,099***
Osservazioni	5,127	5,636	5,383	5,448	5,540	5,606
Regressione quadratica	0,077	0,081	0,094	0,108	0,108	0,085

Note: i risultati della regressione calcolata con il metodo dei minimi quadrati ordinari sono ottenuti usando come variabile dipendente la misura composita della variazione percepita dello scarto tra finanziamento esterno occorrente e disponibile. Gli elementi mancanti per alcune variabili (autonomia finanziaria, proprietà, variazione del fatturato e dei margini di profitto) sono compresi come regressori distinti ma i risultati non sono riportati nella tavola. I coefficienti sono stimati con errori standard robusti utilizzando cluster settoriali all'interno dei paesi. I livelli di significatività sono: *** p<0,001, ** p<0,01, * p<0,05. 1) La categoria di riferimento per le dimensioni d'impresa consiste nelle microimprese. 2) La categoria di riferimento per il tipo di impresa è l'impresa non autonoma. 3) La categoria di riferimento è il settore dei servizi. 4) La categoria di riferimento per la proprietà è quella delle imprese quotate nel mercato azionario o delle imprese controllate da altre imprese o soci. 5) La categoria di riferimento è quella in cui il fatturato/i margini di profitto sono rimasti invariati nei sei mesi precedenti. Le *dummy* per i paesi sono comprese ma non riportate.

assume decisioni finanziarie indipendenti, il settore (industria, costruzioni, commercio o servizi), il logaritmo naturale dell'età dell'impresa nonché una variabile dicotomica che coglie il tipo di proprietà (controllo familiare o di imprenditori, società di *venture capital*, singoli investitori privati (*business angel*) o ditte individuali a fronte di società quotate o appartenenti ad altre società o soci). Inoltre, si prende in esame la dinamica del fatturato e dei margini di profitto nei sei mesi precedenti quali *proxy* del recente andamento e della qualità creditizia dell'impresa.

Secondo i risultati, le variazioni del fatturato e dei margini di profitto si dimostrano variabili importanti per spiegare la dinamica del fabbisogno percepito di finanziamento esterno. Le imprese che segnalano un deterioramento dei margini di profitto vedono aumentare il fabbisogno percepito di finanziamento esterno di un valore compreso tra il 9 e il 12 per cento nel periodo in esame, mentre l'impatto di un calo del fatturato è lievemente inferiore, tra il 5 e il 9 per cento. L'importanza della dinamica del fatturato e dei margini di profitto risulta plausibile, poiché le imprese che registrano un calo del fatturato e dei margini di profitto hanno meno probabilità di disporre di finanziamenti interni e, con il tempo, il merito di credito percepito nei loro confronti può diminuire. A differenza dell'analisi descrittiva riportata nella precedente sezione, le dimensioni dell'impresa (per numero di occupati) non risultano significative, a meno che si escluda dal modello l'evoluzione del fatturato e dei margini di profitto [8].

Anche l'età dell'impresa mostra un nesso significativo con le variazioni percepite del fabbisogno di finanziamento esterno [9]. In linea con le attese, quanto più giovane è un'impresa tanto più è probabile che incontri difficoltà di accesso al finanziamento esterno, poiché è meno probabile che disponga di una rete consolidata di buone relazioni con i prestatori nonché di precedenti creditizi. Inoltre, le imprese autonome sembrano risentire in misura maggiore del crescente disallineamento di finanziamento rispetto alle imprese che sono filiali o controllate. Nel complesso, la capacità esplicativa del modello, seppure limitata, aumenta nelle edizioni più recenti della SAFE, a indicazione del fatto che i fattori considerati sarebbero più importanti nel passato più recente.

Conclusioni

L'indicatore composito delle variazioni percepite nel fabbisogno di finanziamento esterno presentato in questo riquadro è uno strumento per misurare i vincoli finanziari delle PMI. Si tratta di un indicatore sintetico che combina le informazioni sulle condizioni della domanda e dell'offerta nell'erogazione dei finanziamenti alle PMI, in base alle segnalazioni delle imprese dell'area dell'euro nella SAFE. Una rilevazione positiva o negativa dell'indicatore composito andrebbe interpretata come un aumento o un decremento dei vincoli di finanziamento esterno delle imprese. Poiché considera vari strumenti di finanziamento, l'indicatore fornisce un'approfondita valutazione della dinamica del divario tra domanda e offerta di finanziamento esterno. Inoltre, poiché questo divario è calcolato a livello di impresa per essere aggregato solo in un momento successivo, si ricava una valutazione dei disallineamenti effettivamente percepiti dalle imprese. Allo stesso tempo, va riconosciuto che l'indicatore non è in grado di fornire informazioni quantitative sul livello effettivo del fabbisogno di finanziamento esterno, ma unicamente sulla sua evoluzione. Inoltre, dipendendo dalla valutazione soggettiva delle imprese, l'indicatore an-

8) Questo risultato è più in linea con Ferrando, A. e N. Griesshaber, "Financing obstacles among euro area firms. Who suffers the most?", *Working Paper Series*, n. 1293, BCE, 2011.

9) Cfr., ad esempio, Westhead, P. e D.J. Storey, "Financial constraints on the growth of high technology small firms in the United Kingdom", *Applied Financial Economics*, vol. 7, n. 2, 1997, pagg. 197-201, nonché Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Laeven, L. e V. Maksimovic, "The determinants of financing obstacles", *Journal of International Money and Finance*, n. 25, 2006, pagg. 932-952.

drebbe interpretato con una certa cautela. Quanto alla sua dinamica durante la crisi finanziaria, un'analisi descrittiva mostra che le PMI nei paesi dell'area dell'euro soggetti a tensioni, come Italia e Spagna, e soprattutto le PMI nel settore delle costruzioni, sono state particolarmente colpite da un aumento del fabbisogno finanziario. Lo studio econometrico, che prende in esame le caratteristiche individuali delle imprese, rivela che le variazioni del fatturato e dei margini di profitto sono variabili importanti per spiegare l'evoluzione del fabbisogno percepito di finanziamento esterno, mentre le dimensioni dell'impresa risultano dominate da tali variabili. Inoltre, le imprese più giovani e quelle autonome orientate al profitto tendono a risentire in misura maggiore dell'aumento del fabbisogno finanziario.

Riquadro 3

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

Il presente riquadro riporta i risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il secondo trimestre del 2013, condotta dall'Eurosistema fra il 19 giugno e il 4 luglio 2013 [1]. Nel complesso l'irrigidimento netto dei criteri di concessione del credito è rimasto invariato per i prestiti alle imprese e ha continuato a ridursi per i mutui, mentre la flessione netta della domanda di prestiti, specialmente quella delle famiglie, ha segnato una moderazione significativa.

Sintesi dei risultati principali

Nel secondo trimestre del 2013 le banche dell'area dell'euro hanno segnalato un ulteriore irrigidimento netto dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese, pari a quello segnalato nel trimestre precedente e ancora inferiore alla media storica calcolata per il periodo dall'avvio dell'indagine nel 2003. L'irrigidimento netto dei criteri di affidamento applicati ai prestiti per l'acquisto di abitazioni è diminuito, portandosi a un livello inferiore alla media storica, mentre, per la prima volta dalla fine del 2007, le banche dell'area hanno riportato un allentamento netto dei criteri relativi al credito al consumo.

Gli andamenti sopradescritti sono stati determinati principalmente da tre fattori. In primo luogo, il contributo proveniente dal costo della provvista e dai vincoli di bilancio è rimasto sostanzialmente invariato. In secondo luogo, il contributo della concorrenza ha agito in direzione di un allentamento dei criteri di concessione dei prestiti. In terzo luogo, le percezioni di rischio delle banche dell'area dell'euro hanno contribuito in misura minore all'irrigidimento netto dei criteri, sebbene siano rimaste la principale fonte di preoccupazione delle banche nella determinazione delle politiche di fido.

Per quanto riguarda la domanda di prestiti, la flessione netta del secondo trimestre del 2013 è risultata inferiore a quella del trimestre precedente. Nel caso dei prestiti alle imprese, la contrazione della domanda è stata meno pronunciata, pur rimanendo su un livello considerevolmente superiore alla media storica. In aggiunta, il calo netto della domanda sia di prestiti alle famiglie

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

per l'acquisto di abitazioni sia di credito al consumo ha segnato un notevole rallentamento, raggiungendo livelli pressoché in linea con le rispettive medie di lungo periodo.

In prospettiva, per il terzo trimestre del 2013 le banche che partecipano all'indagine si attendono che il grado di irrigidimento netto dei criteri di concessione sia dei prestiti alle imprese sia dei mutui si riduca ulteriormente, mentre quello relativo al credito al consumo rimanga invariato. Nel contempo, la flessione netta della domanda dovrebbe attenuarsi per tutte le categorie di prestito.

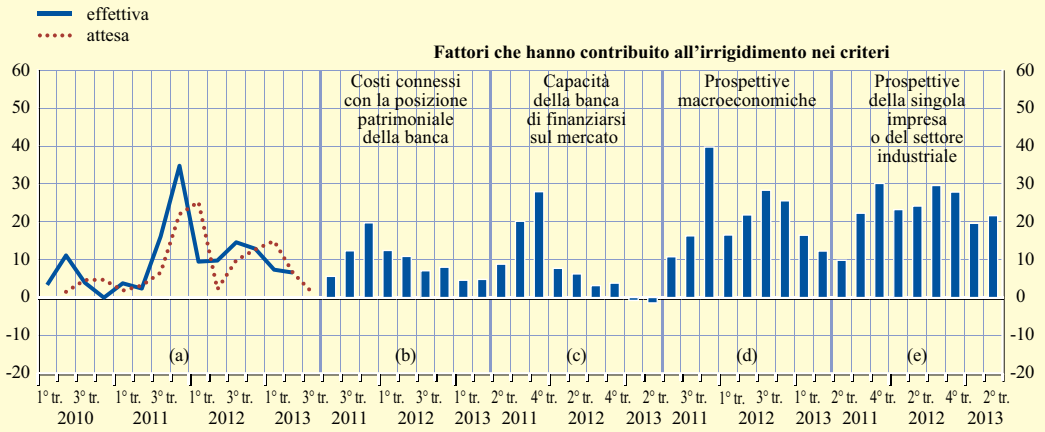
Prestiti e linee di credito alle imprese

Con riferimento ai criteri applicati, la percentuale netta [2] di banche che segnalavano un irrigidimento era pari al 7 per cento nel secondo trimestre del 2013, invariata rispetto al trimestre precedente (cfr. figura A). In occasione della precedente rilevazione, le banche interpellate avevano dichiarato di attendersi un grado analogo di irrigidimento netto dei criteri di concessione del credito.

In linea con i risultati a livello aggregato, l'irrigidimento netto dei criteri di fido è rimasto sostanzialmente invariato per tutte le scadenze e le categorie di debitori nel periodo in esame. Più specificamente, 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 5 e al 3 per cento (a fronte del 7 e del 4 per cento nel primo trimestre del 2013), mentre l'irrigidimento netto dei criteri di concessione del credito per i prestiti a breve termine da un lato e a lunga sca-

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").

denza dall'altro si collocava al 4 e al 10 per cento rispettivamente (a fronte del 5 e 11 per cento nel trimestre precedente).

Per quanto riguarda i fattori sottostanti, le banche dell'area dell'euro hanno segnalato che il costo della provvista e i vincoli di bilancio hanno fornito in media un contributo neutrale alla variazione percentuale netta dei criteri di affidamento, come nel trimestre precedente. Tale risultato si deve ai contributi invariati dei costi relativi alla posizione patrimoniale delle banche (5 per cento), nonché di quelli dell'accesso alle fonti di finanziamento di mercato (-1 per cento) e della posizione di liquidità delle banche (-3 per cento). Analogamente, è rimasto stabile, sebbene su livelli elevati, anche l'impatto della percezione del rischio sull'irrigidimento dei criteri. Infine, le pressioni concorrenziali hanno contribuito a un allentamento netto dei criteri di concessione del credito nel secondo trimestre del 2013, in misura sostanzialmente invariata rispetto all'indagine precedente.

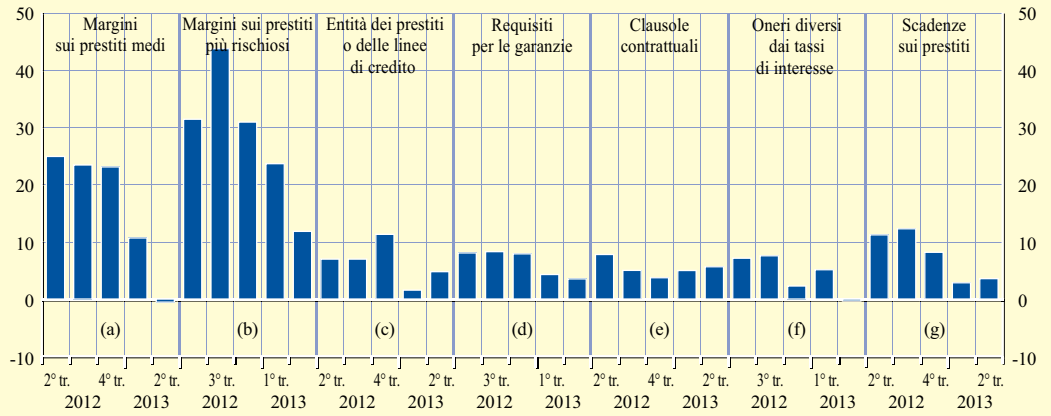
La stabilità dell'irrigidimento netto dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese nel secondo trimestre del 2013 si è tradotta in una compressione dei margini sui prestiti medi, la prima dall'inizio del 2011, e in un minore ampiamento dei margini sui prestiti più rischiosi (cfr. figura B). Per gran parte degli altri termini e condizioni di prestito, ad eccezione dell'ammontare dei prestiti, le banche hanno segnalato un irrigidimento netto inferiore o sostanzialmente invariato.

In prospettiva, le banche dell'area dell'euro si attendono complessivamente che nel terzo trimestre del 2013 il grado di irrigidimento netto dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese si riduca rispetto al trimestre precedente per i prestiti alle imprese (1 per cento), per i prestiti alle imprese di grandi dimensioni (4 per cento) e per i prestiti a lungo termine (6 per cento). Esse si aspettano inoltre che i criteri di fido per i prestiti alle PMI e per i prestiti a breve termine rimangano sostanzialmente invariati (0 per cento).

Volgendo all'analisi della domanda, nel secondo trimestre del 2013 la flessione netta della domanda di prestiti alle imprese si è ridotta rispetto a quella segnalata nella precedente edizione dell'indagine (al -18 per cento, a fronte del -24 per cento; cfr. figura C). Andamenti analoghi sono

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

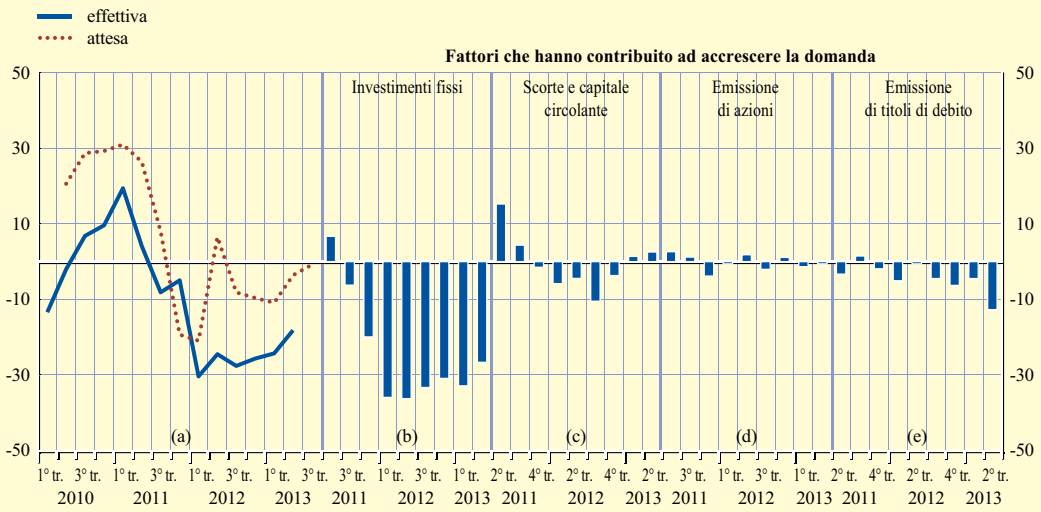
(saldi percentuali delle banche che hanno segnalato un irrigidimento nei termini e nelle condizioni applicate)



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".

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.

stati registrati per tutte le categorie di importo e scadenza dei prestiti, ad eccezione dei prestiti a breve termine, per cui le banche hanno riportato una flessione netta invariata del -8 per cento rispetto al trimestre precedente.

Come nel trimestre precedente, alla flessione della domanda ha contribuito soprattutto l'impatto negativo sul fabbisogno di finanziamento dei minori investimenti fissi (-27 per cento, dal -33 per cento). Altre esigenze di finanziamento come quelle relative a fusioni e acquisizioni (-2 per cento, dal -10 per cento nel primo trimestre del 2013) hanno continuato a fornire un contributo minore al calo netto della domanda, mentre il fabbisogno di finanziamento per scorte e capitale circolante, nonché per operazioni di ristrutturazione del debito, hanno avuto un impatto positivo sulla domanda di prestiti (3 e 15 per cento rispettivamente, a fronte dell'1 e 12 per cento nel primo trimestre). In media, il contributo al calo netto della domanda proveniente dal ricorso a fonti di finanziamento alternative è rimasto sostanzialmente invariato rispetto alla precedente edizione dell'indagine.

In prospettiva, le banche si attendono per il terzo trimestre del 2013 una considerevole riduzione della contrazione netta della domanda di prestiti da parte delle imprese (-1 per cento). Il calo netto della domanda dovrebbe riguardare i prestiti alle grande imprese e i prestiti a lungo termine (-1 e -3 per cento rispettivamente), mentre nel caso della domanda dei prestiti alle PMI e dei prestiti a breve termine dovrebbe registrarsi un incremento netto (3 e 1 per cento rispettivamente).

Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

Nel secondo trimestre del 2013 la percentuale netta di banche segnalanti un irrigidimento dei criteri per la concessione di prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è calata al 7 per

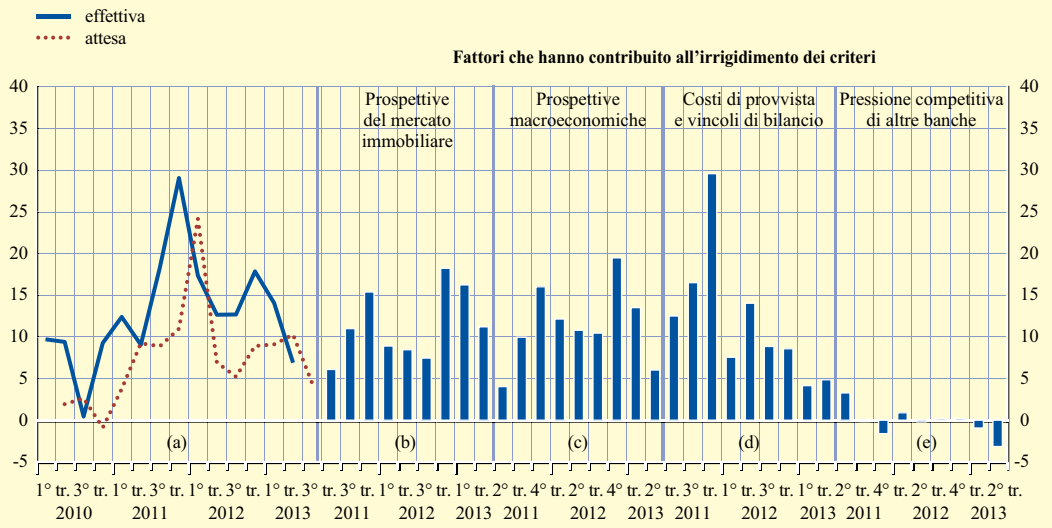
cento, dal 14 per cento del primo trimestre (cfr. figura D). Questo calo è stato leggermente maggiore di quello atteso dai partecipanti alla precedente edizione dell'indagine (10 per cento). Come nel caso dei prestiti alle imprese, il contributo del costo della provvista e dei vincoli di bilancio all'irrigidimento netto dei criteri di fido è rimasto sostanzialmente invariato nel secondo trimestre (5 per cento, a fronte del 4 per cento del trimestre precedente). Nel contempo, rispetto alla precedente edizione dell'indagine, i contributi forniti sia dalle prospettive macroeconomiche sia da quelle del mercato immobiliare sono diminuiti nel secondo trimestre. Più in particolare, l'impatto delle prospettive macroeconomiche sull'irrigidimento netto è calato al 6 per cento, dal 14 per cento del primo trimestre, mentre quello delle prospettive del mercato immobiliare è passato dal 16 all'11 per cento. Anche le pressioni concorrenziali avrebbero nel complesso contribuito a un allentamento netto dei criteri di fido in misura analoga al trimestre precedente.

Gran parte dei termini e delle condizioni applicati ai prestiti per l'acquisto di abitazioni hanno subito un inasprimento nel secondo trimestre del 2013. La percentuale netta delle banche che hanno segnalato un ampliamento dei margini sui prestiti è aumentata leggermente nel caso sia dei prestiti medi (1 per cento, dal -1 per cento nel primo trimestre) sia dei prestiti più rischiosi (12 per cento, dal 10 per cento nel trimestre precedente). Le risposte relative alle categorie di termini e condizioni diversi dal prezzo indicavano una moderazione del contributo all'irrigidimento netto da parte dei requisiti per le garanzie e dei rapporti fra valore del prestito e valore della garanzia (3 per cento in entrambi i casi, rispetto al 5 e all'8 per cento rispettivamente del trimestre precedente), segnalando nel contempo contributi sostanzialmente invariati da parte delle scadenze dei prestiti (6 per cento, come nel trimestre precedente) e degli oneri diversi dagli interessi (3 per cento, a fronte dell'1 per cento precedente).

In prospettiva, le banche si attendono per il terzo trimestre un grado leggermente inferiore di irrigidimento netto dei criteri di concessione dei prestiti per l'acquisto di abitazioni (4 per cento).

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

(saldi percentuali)



Nota: cfr. note della figura A.

Per quanto riguarda la domanda di prestiti, le banche dell'area dell'euro hanno riportato una forte decelerazione della flessione netta per i mutui (-2 per cento, rispetto al -26 per cento nel primo trimestre; cfr. figura E), cui ha contribuito gran parte dei fattori sottostanti, con la sola eccezione della domanda di prestiti da altre banche , il cui contributo è rimasto invariato al -4 per cento.

In prospettiva, le banche continuano ad attendersi che la domanda di mutui resti negativa, collocandosi su livelli analoghi a quelli riportati per il secondo trimestre del 2013 (-1 per cento).

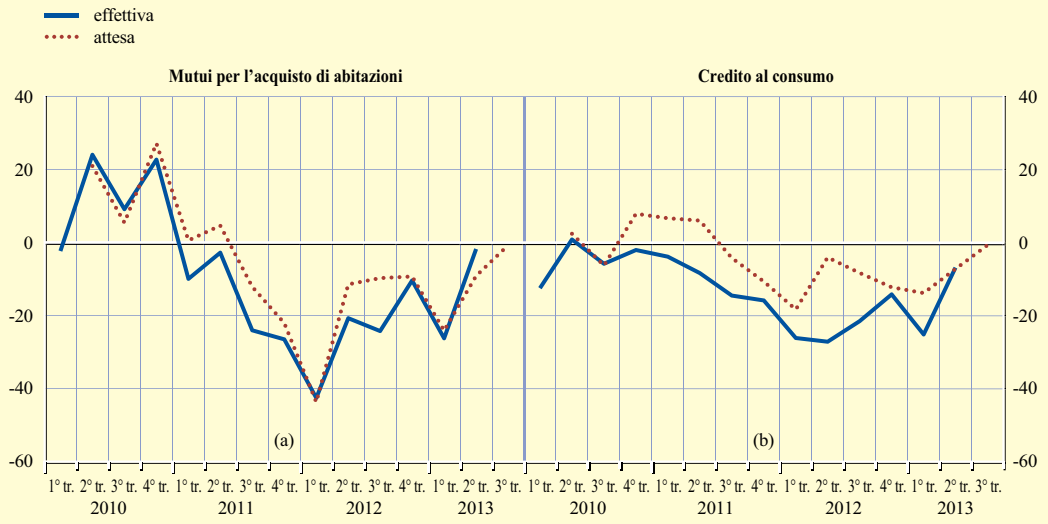
Credito al consumo e altre tipologie di prestiti alle famiglie

Per la prima volta dalla fine del 2007 le banche dell'area dell'euro hanno segnalato una allentamento netto dei criteri per la concessione del credito al consumo nel secondo trimestre del 2013 (-2 per cento, in calo dal 7 per cento; cfr. figura F). Come nel caso dei prestiti alle imprese e di quelli per l'acquisto di abitazioni, le pressioni provenienti dal costo della provvista e dai vincoli di bilancio sono rimaste sostanzialmente invariate. Nel contempo, il contributo delle prospettive macroeconomiche e del merito di credito dei richiedenti i prestiti ha segnato una moderazione rispetto al secondo trimestre del 2013 (in entrambi i casi, al 4 per cento, dal 7 per cento nel primo trimestre).

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 (-3 per cento, a fronte del -2 per cento della precedente rilevazione), mentre quelli sui prestiti più rischiosi si sarebbero ampliati in misura inferiore (2 per cento, a fronte del 4 per cento). Inoltre, l'irrigidimento netto

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

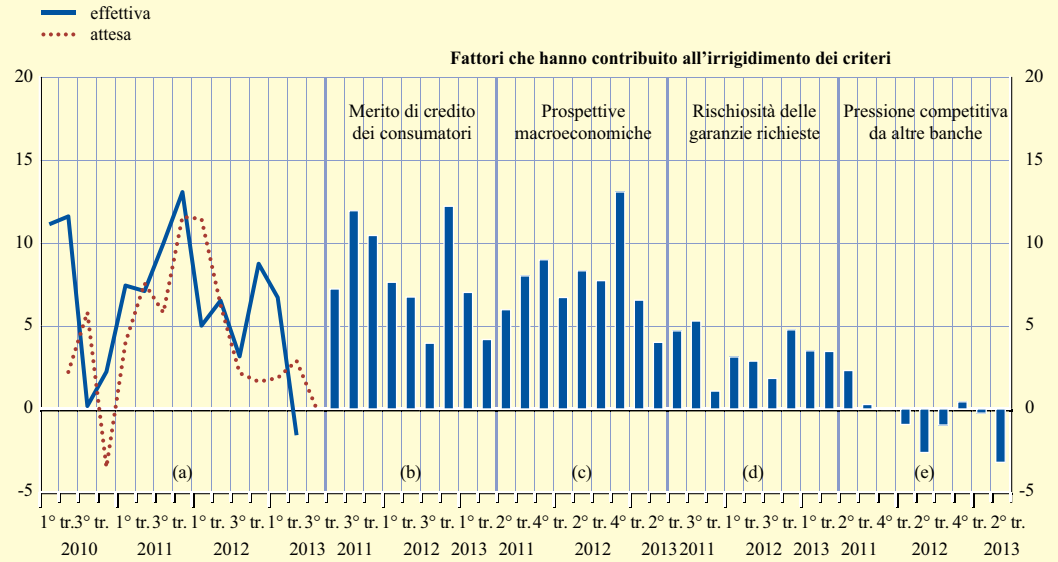
(saldi percentuali)



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.

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.

dei termini e delle condizioni diversi dal prezzo applicati al credito al consumo è rimasto sostanzialmente immutato, prossimo a zero.

In prospettiva, in termini netti, le banche dell'area dell'euro si attendono che i criteri di fido per il credito al consumo e altri prestiti alle famiglie rimangano invariati nel terzo trimestre del 2013.

Nel secondo trimestre del 2013 le banche interpellate hanno segnalato un calo della flessione netta della domanda di credito al consumo (-7 per cento, dal -25 per cento del trimestre precedente; cfr. figura E). Tale calo riflette il minore contributo fornito da tutti i fattori sottostanti; in particolare, i contributi della spesa per beni durevoli e della fiducia delle famiglie hanno raggiunto il -14 e il -19 per cento rispettivamente, dal -27 e dal -25 per cento della precedente indagine.

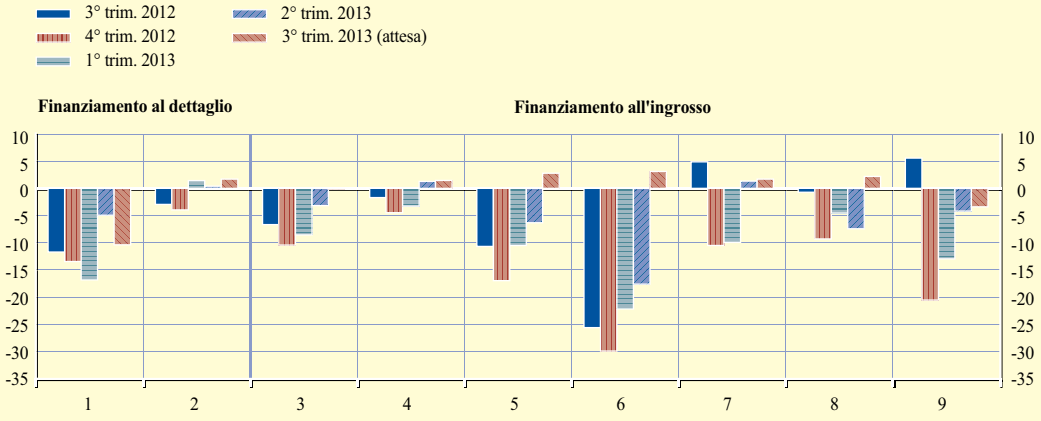
In prospettiva, per il terzo trimestre del 2013 le banche dell'area dell'euro si attendono un'ulteriore moderazione della flessione netta della domanda di credito al consumo (al -1 per cento).

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

Come nelle precedenti rilevazioni, l'indagine di luglio contemplava una domanda *ad hoc* tesa a valutare l'accesso delle banche ai mercati del finanziamento al dettaglio e all'ingrosso nel secondo trimestre del 2013. Nel complesso per il secondo trimestre dell'anno, le banche dell'area dell'euro hanno segnalato un ulteriore miglioramento, sebbene meno pronunciato rispetto al trimestre precedente, del loro accesso al finanziamento al dettaglio e all'ingrosso per la maggior parte delle categorie (cfr. figura G). In particolare, su base netta è migliorato l'accesso al finanziamento al dettaglio (-2 per cento, dal -8 per cento nel primo trimestre), ai mercati monetari (-1 per cento, dal -6 per cento) e al finanziamento mediante emissione di titoli di debito

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

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



1 Depositi a breve termine
2 Depositi a lungo termine e altri strumenti di finanziamento al dettaglio
3 Mercato monetario a brevissimo termine
4 Mercato monetario a breve termine
5 Titoli di debito a breve termine
6 Titoli di debito a medio e lungo termine
7 Cartolarizzazione dei prestiti societari
8 Cartolarizzazione dei prestiti per l'acquisto di abitazioni
9 Capacità di trasferire i rischi di credito al di fuori dei bilanci

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".

(-12 per cento, dal -16 per cento) e cartolarizzazioni (-3 per cento, dal -9 per cento). Questo ulteriore miglioramento dell'accesso delle banche ai mercati al dettaglio e all'ingrosso è risultato leggermente inferiore rispetto alle attese formulate in occasione della precedente edizione dell'indagine, salvo che nel caso dei titoli di debito e delle cartolarizzazioni. In prospettiva, per il terzo trimestre del 2013 gli istituti si aspettano un lieve deterioramento delle condizioni di finanziamento in gran parte dei segmenti del mercato all'ingrosso, e un lieve miglioramento per il finanziamento al dettaglio.

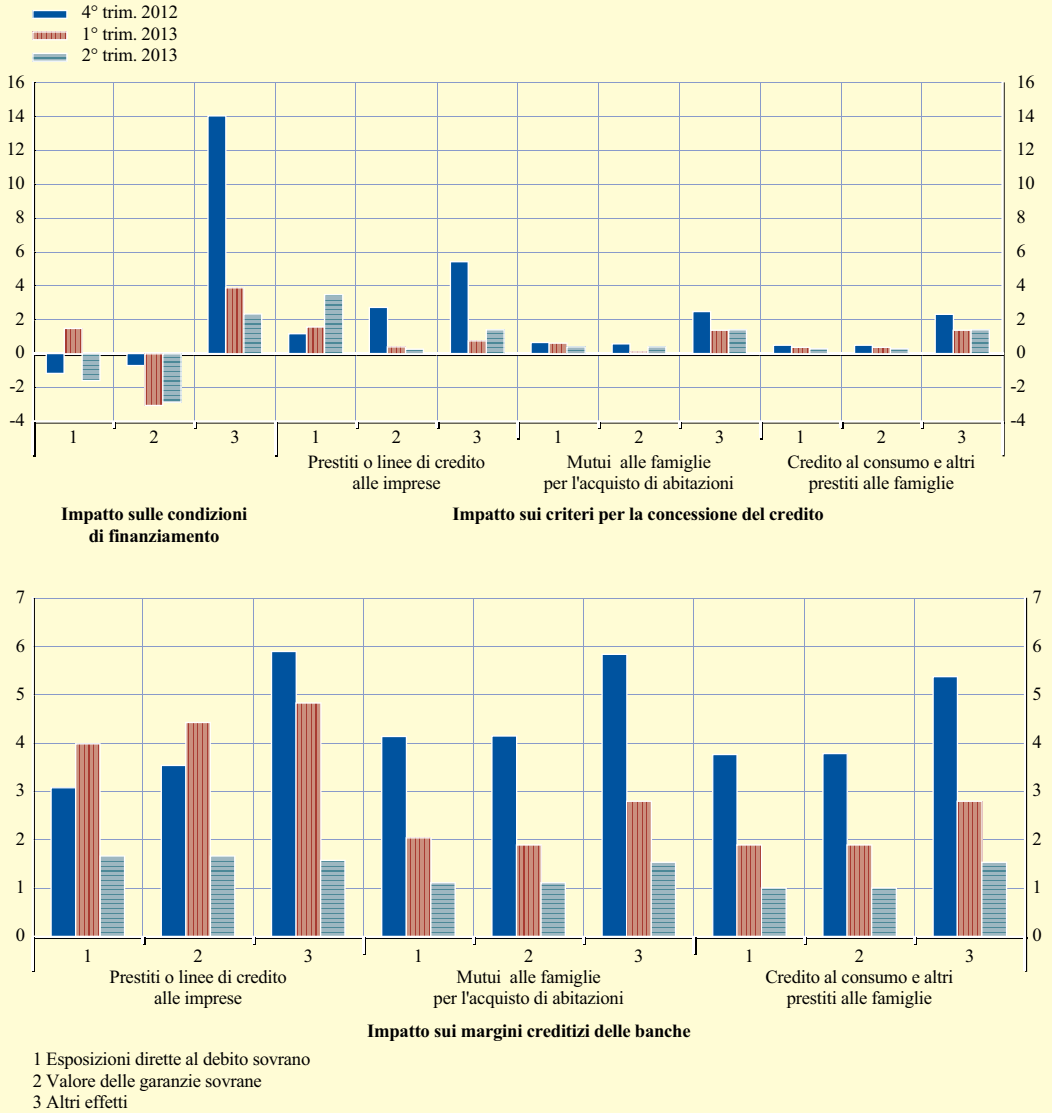
Domanda *ad hoc* relativa agli effetti della crisi del debito sovrano sulle condizioni di finanziamento, sui criteri di concessione del credito e sul margine creditizio delle banche

Come nelle precedenti indagini, il questionario dell'indagine di luglio 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 nell'arco dei tre mesi precedenti.

Dalle risposte all'indagine di luglio emerge che l'impatto delle tensioni derivanti dalla crisi del debito sovrano sulle condizioni di finanziamento per le banche nel secondo trimestre del 2013 è stato marginale e si è ulteriormente ridotto in alcuni segmenti (cfr. figura H). Nel complesso, circa il 2 per cento delle banche dell'area dell'euro ha segnalato che la sua esposizione diretta al debito sovrano ha contribuito a un allentamento marginale delle condizioni di fido (dopo un irrigidimento netto dell'1 per cento nel trimestre precedente), mentre il 2 per cento delle banche ha indicato che gli "altri effetti", fra cui potenzialmente gli effetti di contagio finanziario, hanno contribuito a un irrigidimento netto, dal 4 per cento del trimestre precedente. Il valore

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".

delle garanzie sovrane, per contro, avrebbe concorso a un lieve allentamento netto (-3 per cento, invariato rispetto al trimestre precedente).

Rispetto alla rilevazione precedente, l'impatto della crisi del debito sovrano sui criteri di concessione di credito applicati dalle banche dell'area è rimasto sostanzialmente invariato nel secondo trimestre dell'anno, su livelli significativamente inferiori rispetto ai massimi registrati nel periodo prima dell'annuncio delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine

(ORLT). Stando alle banche interpellate, l'impatto della crisi del debito sovrano sarebbe inoltre leggermente diminuito per quanto riguarda i margini creditizi in tutte le categorie di prestito.

Domande *ad hoc* sull'impatto del regolamento e della quarta direttiva sui requisiti patrimoniali e altre modifiche della regolamentazione bancaria [3)]

Come già in occasione dell'indagine di gennaio del 2013, il questionario dell'indagine di luglio conteneva due domande puntuali intese a valutare la misura in cui i nuovi requisiti patrimoniali obbligatori influiscano sulle politiche di fido delle banche per effetto del loro potenziale impatto sulla posizione patrimoniale e sulle condizioni di concessione del credito, nonché sul margine creditizio delle banche.

Nel complesso, il 24 per cento (in calo dal 32 per cento della prima metà del 2012) delle banche dell'area dell'euro partecipanti ha segnalato un calo delle attività ponderate per il rischio nella prima metà del 2013, dovuto agli sforzi tesi a conformarsi ai nuovi requisiti obbligatori. Questo processo di aggiustamento ha interessato sia i prestiti più rischiosi sia i prestiti medi (28 e 16 per cento rispettivamente, in calo dal 38 e dal 26 per cento della seconda metà del 2012). Per quanto riguarda gli effetti della regolamentazione sulla posizione patrimoniale delle banche, complessivamente il 22 per cento delle banche dell'area ha rilevato un aumento della propria posizione patrimoniale nell'arco dei sei mesi precedenti, rispetto al 24 per cento dell'indagine di gennaio. Nel semestre trascorso il rafforzamento della posizione patrimoniale delle banche si deve in misura relativamente maggiore agli utili non distribuiti e non all'emissione di titoli di capitale, diversamente a quanto osservato per la seconda metà del 2012.

In prospettiva, una percentuale netta leggermente maggiore di banche dell'area (27 per cento, dal 24 per cento della prima metà del 2013) prevede di continuare a ridurre le attività ponderate per il rischio nella seconda metà del 2013, mentre nel complesso il 13 per cento delle banche intende accrescere nel contempo la propria posizione patrimoniale (in calo rispetto al 22 per cento della prima metà del 2013).

Per quanto riguarda gli effetti dei nuovi requisiti obbligatori sui criteri di fido e sui margini di prestito delle banche, gli istituti dell'area dell'euro hanno indicato di aver irrigidito nella prima metà del 2013 i criteri di concessione dei prestiti sia alle grandi imprese sia alle PMI (17 e 9 per cento rispettivamente, a fronte del 19 e 15 per cento dell'indagine di gennaio). Nel caso dei prestiti alle famiglie, l'8 per cento in termini netti delle banche dell'area ha segnalato un irrigidimento dei criteri per la concessione di mutui e il 6 per cento un irrigidimento per il credito al consumo. Queste percentuali sono leggermente inferiori a quelle osservate nella seconda metà del 2012. L'impatto dei requisiti obbligatori sui margini creditizi è stato dello stesso ordine di grandezza di quello sui criteri di affidamento per ciascuna categoria di prestiti.

Per la seconda metà del 2013 le banche si attendono una moderazione dell'irrigidimento netto dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese e alle famiglie dovuto alle pressioni della regolamentazione. Nel contempo, prevedono di continuare ad ampliare i margini creditizi nella prima metà del 2013, per tutte le categorie di prestiti.

3) fr. i requisiti regolamentari contenuti nel regolamento e nella quarta direttiva sui requisiti patrimoniali, approvati dal Parlamento europeo nell'aprile 2013, consultabili in inglese all'indirizzo http://www.europarl.europa.eu , nonché quelli derivanti dalla regolamentazione dell'Autorità bancaria europea (EBA) e dalle norme nazionali specifiche in materia di requisiti patrimoniali bancari approvata di recente o di prossima approvazione.

2.2 EMISSIONE DI TITOLI

In maggio l'emissione di titoli di debito da parte dei residenti dell'area dell'euro ha continuato a contrarsi, ancorché a un ritmo più contenuto rispetto al mese precedente. Tuttavia, l'incremento sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie, pur diminuendo ancora, è rimasto sostenuto. Il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni di azioni quotate, sebbene sia rimasto basso, è aumentato in maggio, principalmente a seguito della maggiore attività di emissione da parte delle IFM.

TITOLI DI DEBITO

In maggio il tasso di variazione sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti dell'area dell'euro è rimasto negativo al -0,1 per cento, in lieve aumento rispetto al -0,3 per cento del mese precedente (cfr. tavola 6). Tale rallentamento del ritmo di decremento dei titoli emessi nasconde andamenti eterogenei tra i settori. Il tasso di variazione è sceso dal 12,2 all'11,2 per cento per le società non finanziarie, mentre è calato dal -6,0 al -6,3 per cento per le IFM. Allo stesso tempo, per le amministrazioni pubbliche è aumentato al 4,0 per cento, dal 3,2 di aprile. Infine, il ritmo di contrazione dei titoli emessi dalle società finanziarie non monetarie si è in qualche misura ridotto: il tasso di variazione si è collocato in maggio al -1,3 per cento, un valore superiore di 0,3 punti percentuali a quello di aprile.

Il ritmo di decremento più contenuto dell'emissione complessiva di titoli di debito in maggio è attribuibile a una contrazione meno marcata dei titoli a breve termine (-8,3 per cento contro il -9,1 di aprile) e a un'accelerazione dell'emissione di quelli a lungo termine (0,8 per cento a fronte dello 0,6 nel mese precedente). L'attività di rifinanziamento è rimasta concentrata sulle emissioni a lungo termine, soprattutto a tasso fisso. Nondimeno, il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni di titoli a lungo termine a tasso fisso ha mostrato un lieve calo, al 3,6 per cento in maggio (dal 3,7 di aprile). Al contempo, il tasso relativo all'emissione di titoli a lungo termine a tasso variabile, pur rimanendo negativo come negli ultimi dieci mesi, ha registrato in maggio un lieve incremento, al -7,8 per cento.

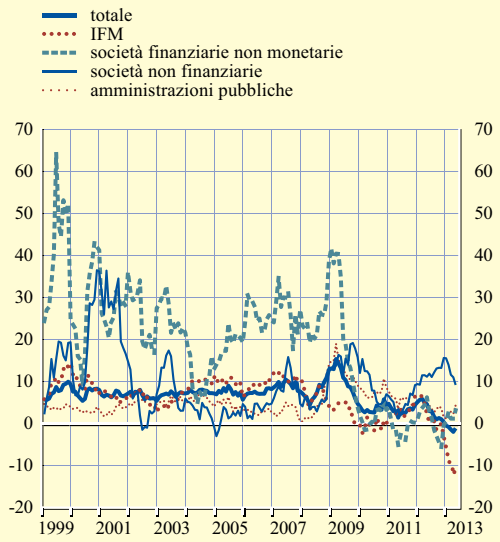
Tavola 6 Emissione di titoli da parte di residenti nell'area dell'euro

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2013 mag.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente [1] 2012 2° trim.	2012 3° trim.	2012 4° trim.	2013 1° trim.	2013 apr.	2013 mag.
Emissione di titoli di debito:	**16.789**	**4,2**	**3,7**	**2,8**	**0,8**	**-0,3**	**-0,1**
IFM	5.205	3,6	3,5	1,2	-3,3	-6,0	-6,3
Società finanziarie non monetarie	3.323	2,5	0,9	0,3	0,5	-1,6	-1,3
Società non finanziarie	1.043	9,2	10,8	12,5	13,1	12,2	11,2
Amministrazioni pubbliche	7.217	4,7	4,3	4,1	2,6	3,2	4,0
di cui:							
Amministrazioni centrali	6.532	3,8	3,5	3,6	2,6	3,5	4,5
Altre amministrazioni pubbliche	685	14,3	12,8	9,1	2,4	0,4	-0,4
Emissione di azioni quotate:	**4.853**	**1,4**	**1,0**	**1,0**	**0,8**	**0,3**	**0,5**
IFM	444	10,1	5,6	5,2	3,0	0,9	1,9
Società finanziarie non monetarie	396	3,1	2,9	2,6	2,6	2,7	2,5
Società non finanziarie	4.013	0,3	0,3	0,4	0,5	0,1	0,1

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

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

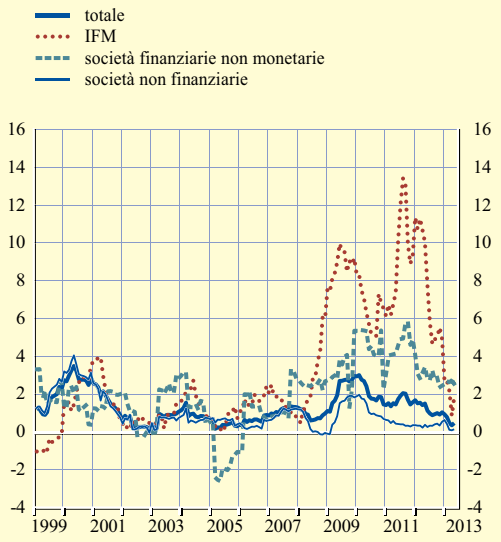
(tassi di crescita semestrali annualizzati; dati destagionalizzati)



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.

Per quanto concerne le dinamiche a breve termine, la moderazione del ritmo di flessione dell'attività di emissione è stata più pronunciata di quanto indichi il tasso di variazione sui dodici mesi (cfr. figura 7). Il tasso di crescita sui sei mesi dei titoli di debito emessi, espresso in ragione d'anno, è aumentato di 0,8 punti percentuali rispetto ad aprile, collocandosi al -1,1 per cento in maggio. Nello stesso periodo questo tasso è aumentato dall'1,2 al 3,2 per cento per le società finanziarie non monetarie e dal 2,3 al 4,4 per cento per le amministrazioni pubbliche, mentre è diminuito dall'11,0 al 9,2 per cento per le società non finanziarie e dal -11,1 al -12,0 per cento per le IFM.

AZIONI QUOTATE

In maggio il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro è aumentato allo 0,5 per cento, dallo 0,4 del mese precedente (cfr. figura 8), principalmente in seguito all'incremento delle azioni emesse dalle IFM. Il tasso di espansione delle emissioni di azioni ha registrato un aumento di un punto percentuale per le IFM (all'1,9 per cento) e un incremento di qualche punto base per le società non finanziarie (allo 0,1 per cento), mentre è sceso lievemente per le società finanziarie non monetarie (al 2,5 per cento).

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

Benché i tassi di interesse nel mercato monetario overnight *siano rimasti sostanzialmente stabili in luglio, la curva dei rendimenti del mercato monetario si è appiattita in seguito all'annuncio del Consiglio Direttivo del 4 luglio delle indicazioni prospettiche sui tassi di interesse di riferimento della BCE* (forward guidance). *Nel settimo periodo di mantenimento dell'anno, iniziato il 10 luglio, l'Eonia si è mantenuto su livelli contenuti, riflettendo i bassi tassi di interesse di riferimento della BCE nonché l'ammontare della liquidità in eccesso nel mercato monetario* overnight*, rimasto elevato nonostante il rimborso in atto dei fondi presi in prestito nelle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre anni.*

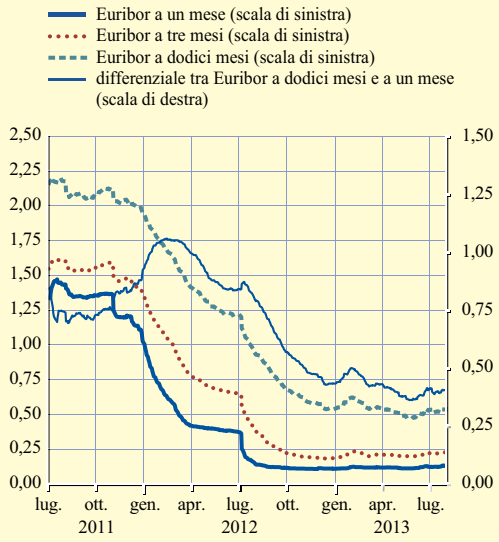
In luglio i tassi di interesse del mercato monetario sui prestiti privi di garanzia sono rimasti tendenzialmente stabili. Il 31 luglio i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente allo 0,13, 0,23, 0,34 e 0,54 per cento, livelli superiori di 1 punto base per le scadenze a uno e tre mesi e invariati per le altre scadenze. Di conseguenza, il differenziale fra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese, indicatore dell'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario, è diminuito di 1 punto base, portandosi a 41 punti base il 31 luglio (cfr. figura 9).

Il 31 luglio il tasso *swap* sull'Eonia a tre mesi si collocava allo 0,11 per cento, lo stesso livello osservato il 3 luglio. Pertanto, il differenziale tra l'Euribor a tre mesi e il tasso *swap* sull'Eonia a tre mesi è aumentato di 1 punto base.

Dopo l'annuncio del Consiglio Direttivo delle indicazioni prospettiche sui tassi di interesse di riferimento della BCE, seguito alla riunione di luglio, si è assistito a un moderato appiattimento della struttura per scadenze dei tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro. I tassi di

Figura 9 Tassi di interesse del mercato monetario

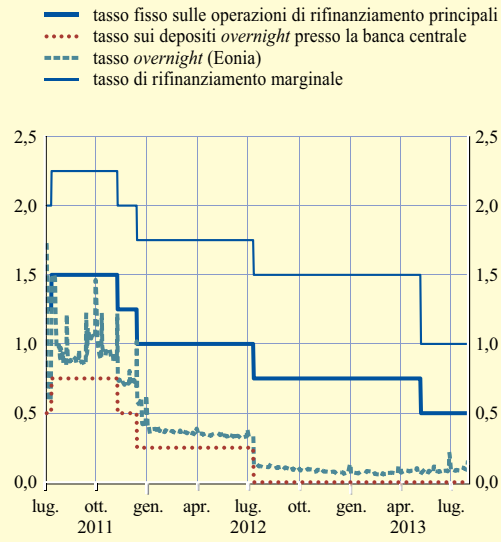
(valori percentuali in ragione d'anno; differenziale in punti percentuali; dati giornalieri)



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

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.

interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a settembre e dicembre 2013 e a marzo e giugno 2014 sono scesi rispettivamente di 4, 5, 6 e 8 punti base rispetto ai livelli osservati il 3 luglio, collocandosi il 31 luglio allo 0,24, 0,29, 0,36 e 0,41 per cento.

Tra il 3 e il 9 luglio, ultimo giorno del sesto periodo di mantenimento del 2013, l'Eonia si è mantenuto attorno allo 0,08 per cento, in un contesto caratterizzato dalla persistenza di elevati livelli di liquidità in eccesso. Dall'inizio del settimo periodo di mantenimento l'Eonia ha registrato valori tra lo 0,09 e lo 0,10 per cento circa (cfr. figura 10). Il 31 luglio l'Eonia è balzato allo 0,14 per cento.

Tra il 3 e il 31 luglio l'Eurosistema ha condotto diverse operazioni di rifinanziamento. Nelle operazioni di rifinanziamento principali del settimo periodo di mantenimento, effettuate il 9, 16, 23 e 30 luglio, l'Eurosistema ha aggiudicato rispettivamente 102,1, 104,4, 102,3 e 109,2 miliardi di euro. In luglio l'Eurosistema ha anche condotto due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT), entrambe mediante procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi: il 9 luglio un'operazione con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento (con aggiudicazione di 3,5 miliardi di euro) e il 31 luglio un'ORLT a tre mesi (con aggiudicazione di 2,7 miliardi di euro).

L'Eurosistema ha inoltre condotto quattro operazioni di assorbimento della liquidità a una settimana il 9, il 16, il 23 e il 30 luglio mediante aste a tasso variabile con un tasso massimo di offerta dello 0,50 per cento. Tramite queste operazioni l'Eurosistema ha interamente assorbito la liquidità connessa alle obbligazioni detenute nell'ambito del Programma per il mercato dei titoli finanziari.

Alcune controparti hanno optato per il rimborso anticipato, con frequenza settimanale, di ulteriori quote dei fondi presi in prestito nelle ORLT a tre anni aggiudicate il 21 dicembre 2011 e il 29 febbraio 2012. Dal 30 gennaio 2013 al 31 luglio era stato rimborsato un totale di 316,7 miliardi di euro, di cui 211,5 miliardi di euro relativi all'ORLT del 21 dicembre 2011 e 105,2 miliardi di euro relativi all'ORLT del 29 febbraio 2012. Pertanto, è stato finora rimborsato circa il 61 per cento dei 523 miliardi di euro di liquidità netta originariamente immessi nelle due ORLT a tre anni.

La liquidità in eccesso è ulteriormente diminuita nel sesto periodo di mantenimento del 2013, passando da una media di 285,5 miliardi di euro nel precedente periodo di mantenimento a 273,5 miliardi, un importo nettamente inferiore ai livelli record di circa 800 miliardi di euro registrati nel secondo trimestre 2012. Il principale fattore che ha contribuito a tale diminuzione nel sesto periodo di mantenimento è stato il rimborso anticipato di fondi aggiudicati mediante le due ORLT a tre anni, mentre l'ammontare medio della liquidità assorbita da fattori autonomi è stato in linea con quello rilevato nel quinto periodo di mantenimento (circa 500 miliardi di euro). Mentre il ricorso medio giornaliero ai depositi presso la banca centrale è aumentato a 92,1 miliardi di euro, da 90,5 miliardi nel periodo di mantenimento precedente, l'ammontare medio fondi detenuti nei conti correnti, in eccesso rispetto all'obbligo di riserva, è sceso da 195 a 181,4 miliardi di euro. Durante il settimo periodo di mantenimento dell'anno, la liquidità in eccesso si è ridotta ulteriormente, portandosi a 225,8 miliardi di euro il 31 luglio, principalmente a seguito di un incremento della liquidità assorbita dai depositi delle amministrazioni pubbliche.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

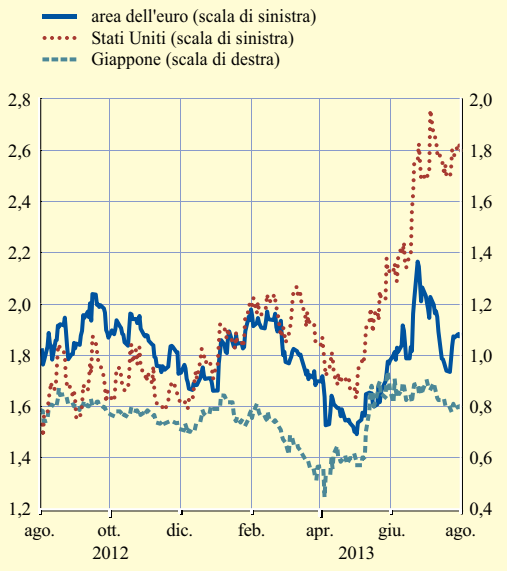
Tra la fine di giugno e il 31 luglio i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine con rating *AAA nell'area dell'euro sono scesi di 18 punti base, collocandosi intorno all'1,9 per cento. Parte della flessione è stata di natura tecnica, in quanto le emissioni francesi sono state escluse dal calcolo della curva dei rendimenti in seguito alla recente riduzione del* rating *del paese. A titolo di con-*

fronto, i tassi swap *a lungo termine sull'indice* overnight *sono scesi di circa 6 punti base nello stesso periodo. Oltre a fattori tecnici, il calo dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con* rating *AAA è in parte ascrivibile all'annuncio del Consiglio direttivo delle indicazioni prospettiche sui tassi di interesse di riferimento della BCE. Al tempo stesso, i dati delle indagini economiche pubblicati verso la fine del mese sono stati migliori delle attese del mercato e potrebbero aver contenuto il calo complessivo dei rendimenti a lungo termine. Negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono aumentati di 9 punti base nello stesso periodo, collocandosi intorno al 2,6 per cento il 31 luglio. Nel periodo in rassegna l'incertezza circa gli andamenti futuri dei mercati obbligazionari è diminuita sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro. I differenziali fra i rendimenti della maggior parte dei titoli sovrani dell'area dell'euro e i tassi* overnight index swap *(OIS) si sono lievemente ridotti e gli indicatori delle attese di inflazione a lungo termine desunti dai mercati sono rimasti coerenti con la stabilità dei prezzi.*

Tra la fine di giugno e il 31 luglio i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine con *rating* AAA nell'area dell'euro sono scesi di circa 18 punti base, collocandosi intorno all'1,9 per cento (cfr. figura 11). Parte della flessione è stata di natura tecnica ed è ascrivibile all'esclusione dei titoli francesi dal calcolo della curva dei rendimenti [1)] in seguito alla riduzione del *rating* da parte di Fitch Ratings. I tassi OIS a lungo termine, invece, che di norma sono molto correlati con i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine con *rating* AAA, sono scesi di circa 6 punti base. Negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine hanno registrato un lieve aumento, di circa 9 punti base, portandosi intorno al 2,6 per cento il 31 luglio. In Giappone i rendimenti sui titoli di Stato a dieci anni sono calati di circa 6 punti base e si collocavano attorno allo 0,8 per cento alla fine di luglio.

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. Per l'area dell'euro sono considerati soltanto i titoli di Stato con *rating* AAA, che attualmente comprendono titoli di Austria, Finlandia, Germania e Paesi Bassi.

Oltre ai fattori tecnici, il calo dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro è in parte ascrivibile all'annuncio del Consiglio direttivo delle indicazioni prospettiche sui tassi di interesse di riferimento della BCE. Dopo l'annuncio, il comovimento tra i rendimenti a lungo termine nell'area dell'euro e quelli negli Stati Uniti si è interrotto: nella prima parte del periodo in esame i rendimenti si sono ridotti nell'area mentre hanno continuato a salire negli Stati Uniti. L'incremento dei rendimenti a lungo termine nell'area dell'euro registrato a giugno, perlopiù ascrivibile alle ricadute dell'annuncio da parte della Federal Reserve che sarebbe potuta essere opportuna una riduzione nella seconda metà dell'anno del ritmo degli acquisti di obbligazioni nell'ambito del suo programma di allentamento quantitativo, è in parte rientrato. Nell'area dell'euro, i dati economici pubblicati sono stati contrastanti. Tuttavia, alcuni dati diffusi, tra cui i risultati delle indagini relative al clima di fiducia dei consumatori e agli indici dei responsabili degli

1) Per ulteriori informazioni, cfr. la sezione "Euro area yield curve" del sito Internet della BCE (http://www.ecb.europa.eu).

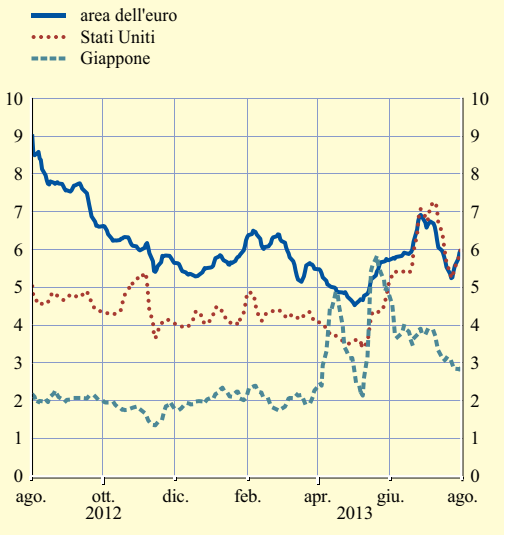
acquisti (PMI), sono stati migliori delle attese del mercato e hanno determinato un aumento dei rendimenti verso la fine del periodo in rassegna. La riduzione del *rating* della Francia da parte di Fitch Ratings e di quello dell'Italia da parte di Standard & Poor's hanno avuto un impatto limitato sui mercati obbligazionari.

Negli Stati Uniti l'incremento complessivo dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nel periodo in rassegna ha celato variazioni relativamente significative, riconducibili principalmente al mutare delle aspettative degli operatori circa l'orientamento della politica monetaria della Federal Reserve. All'inizio del periodo i rendimenti a lungo termine hanno segnato un rialzo relativamente marcato in seguito alla pubblicazione di dati positivi sul mercato del lavoro, poiché sono emerse aspettative di un imminente inizio della graduale cessazione degli acquisti di obbligazioni da parte della Federal Reserve nell'ambito della sua politica di allentamento quantitativo. Successivamente, i rendimenti a lungo termine sono scesi sulla scia dei commenti del Presidente del Federal Open Market Committee (FOMC). Ad esempio, nella sua audizione al Congresso degli Stati Uniti del 17 luglio, il Presidente Bernanke ha sottolineato che gli acquisti di attività della Federal Reserve dipendono dagli andamenti economici e finanziari, e che non sono quindi per nulla predefiniti. Sul finire del periodo in esame, i rendimenti sono tornati ad aumentare, a fronte della pubblicazione di dati economici complessivamente positivi.

L'incertezza degli investitori riguardo agli andamenti a breve termine dei mercati obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita nelle opzioni, è leggermente diminuita sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, rispettivamente al 6,2 e al 6,1 per cento alla fine del periodo in rassegna. Nell'area dell'euro, la volatilità implicita è stata leggermente inferiore al livello medio del 2012, un anno caratterizzato da tensioni sui mercati finanziari nel primo semestre e da miglioramenti nel secondo, nonché inferiore alla media dei tre anni precedenti, che sono stati anche caratterizzati dalla crisi finanziaria. Negli Stati Uniti la volatilità implicita è rimasta lievemente superiore al livello medio del 2012, ma inferiore alla media dei tre anni precedenti.

Figura 12 Volatilità implicita del mercato dei titoli di Stato

(valori percentuali; dati giornalieri)



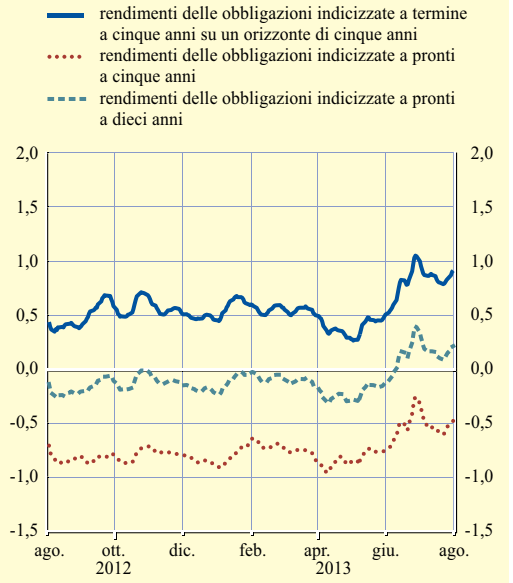
Fonti: Bloomberg.
Note: la volatilità implicita del mercato dei titoli di Stato è una misura dell'incertezza inerente i prezzi a breve termine (non oltre i tre mesi) dei titoli di Stato a dieci anni di Germania e Stati Uniti. Si basa sul valore di mercato desunto dalla negoziazione delle opzioni ad essi 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.

Nel periodo in esame sia i rendimenti a lungo termine sia i relativi differenziali rispetto ai tassi OIS sono diminuiti nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro. La riduzione degli *spread* è stata leggermente più significativa nella maggior parte dei segmenti del mercato dei titoli di Stato dell'area più esposti alle tensioni. Le incertezze interne in alcuni Stati membri dell'area hanno influenzato l'andamento del mercato obbligazionario, ma il contagio ad altri paesi è stato limitato.

Alcuni rendimenti nominali dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro possono essere scomposti nelle aspettative di mercato circa

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

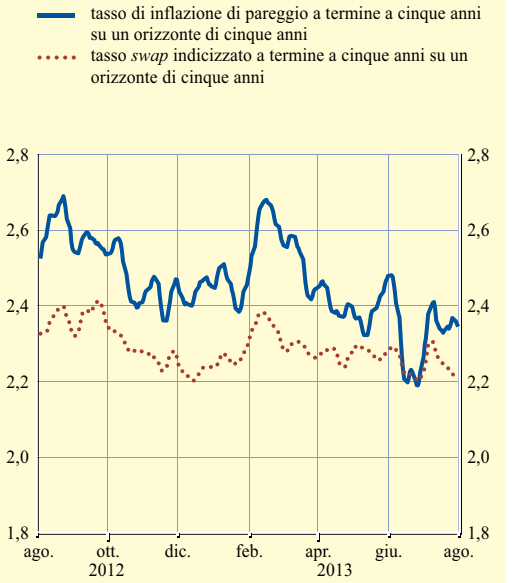
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



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. Prima di tale data, il calcolo veniva effettuato sulla base di una stima di una curva congiunta dei rendimenti reali di Francia e Germania.

Figura 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. Prima di tale data, i tassi venivano calcolati confrontando i rendimenti della curva dei rendimenti nominali dei titoli di Stato con *rating* AAA dell'area dell'euro con una curva dei rendimenti reali congiunta derivata dai titoli di Stato indicizzati di Francia e Germania.

i rendimenti reali e l'inflazione. A tale riguardo, i rendimenti reali sui titoli di Stato decennali dell'area dell'euro indicizzati all'inflazione [2] sono diminuiti durante il periodo in esame, da circa lo 0,3 allo 0,2 per cento, mentre i rendimenti reali sulle obbligazioni corrispondenti con scadenza a cinque anni hanno registrato un calo leggermente maggiore, pari a circa 15 punti base, portandosi intorno al -0,5 per cento (cfr. figura 13). Di conseguenza, i tassi reali a termine impliciti (a cinque anni su un orizzonte quinquennale) sono scesi solo di poco, a circa lo 0,9 per cento.

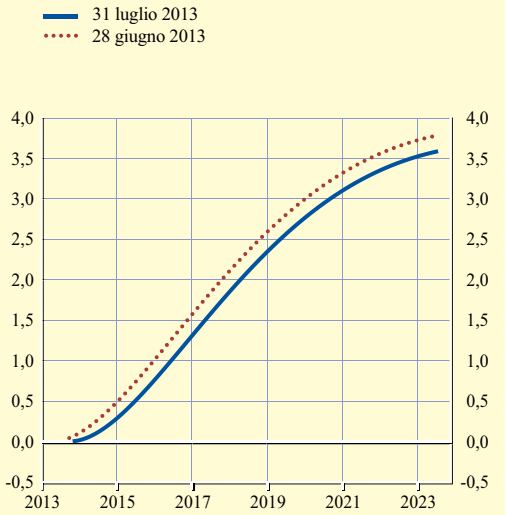
Per quanto riguarda gli indicatori delle aspettative di inflazione a lungo termine nell'area dell'euro ricavati dai mercati, i tassi di inflazione di pareggio a cinque e a dieci anni impliciti nelle obbligazioni indicizzate all'inflazione sono lievemente aumentati, a circa l'1,3 e l'1,8 per cento rispettivamente, per effetto di un calo leggermente maggiore dei rendimenti reali rispetto a quelli nominali. I tassi di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale sono pertanto aumentati leggermente, portandosi alla fine del periodo considerato al 2,3 per cento circa (cfr. figura 14). Il recente andamento dei tassi di inflazione di pareggio sembra riflettere una normalizzazione, dopo la volatilità e le marcate variazioni registrate nei due mesi precedenti dai

2) Il rendimento reale sui titoli di Stato dell'area dell'euro indicizzati all'inflazione è calcolato come il rendimento medio ponderato per il PIL sulle emissioni sovrane indicizzate all'inflazione di Francia e Germania. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *La stima dei rendimenti reali e dei tassi di inflazione di pareggio dopo la recente intensificazione della crisi del debito sovrano* nel numero di dicembre 2011 di questo Bollettino.

rendimenti sia delle obbligazioni nominali sia di quelle indicizzate all'inflazione. Infatti, il tasso a termine desunto dagli *swap* sull'inflazione con lo stesso orizzonte temporale è lievemente diminuito nel periodo, portandosi a circa il 2,2 per cento, a sostegno della tesi secondo cui nel periodo non si sono verificate variazioni di rilievo delle attese di inflazione. Nel complesso, considerando non solo la volatilità dei mercati ma anche i premi per il rischio di inflazione, gli indicatori tratti dal mercato suggeriscono che le aspettative di inflazione rimangono pienamente coerenti con la stabilità dei prezzi. [3] Inoltre, i segnali degli indicatori delle aspettative di inflazione a lungo termine ricavati dai mercati continuano ad essere coerenti con quelli delle misure delle aspettative di inflazione a lungo termine basate su indagini (cfr. riquadro 6).

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.

I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro possono anche essere scomposti in aspettative sui futuri tassi di interesse a breve termine, quali i tassi di interesse *overnight*, e premi per il rischio (cfr. figura 15). A tale riguardo, la struttura per scadenze dei tassi *overnight* impliciti a termine dell'area dell'euro ha subito uno spostamento verso il basso su tutte le scadenze nel periodo in esame. Come indicato in precedenza, questi andamenti hanno in parte rispecchiato l'esclusione dei titoli di Stato francesi dal calcolo della curva dei rendimenti, ma anche l'impatto dell'annuncio del Consiglio direttivo delle indicazioni prospettiche sui tassi di interesse di riferimento della BCE, mentre la pubblicazione di dati economici leggermente migliori delle attese ha limitato lo spostamento verso il basso.

Nel periodo in rassegna i differenziali di rendimento sulle obbligazioni di qualità più elevata (*investment grade*) emesse da società non finanziarie e finanziarie dell'area dell'euro sono lievemente diminuiti (relativamente all'indice delle obbligazioni sovrane con *rating* AAA dell'UEM elaborato da Merrill Lynch [4]) per tutte le categorie di merito creditizio. Nel complesso, i differenziali delle obbligazioni societarie, per gran parte delle categorie di *rating*, si sono collocati alla fine del periodo in rassegna su un livello prossimo a quello medio dall'inizio dell'anno.

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

A giugno i tassi sui prestiti delle IFM sono lievemente diminuiti sia per le famiglie sia per le società non finanziarie. Quelli sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono scesi sia per le

3) 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* nel numero di luglio 2012 di questo Bollettino.

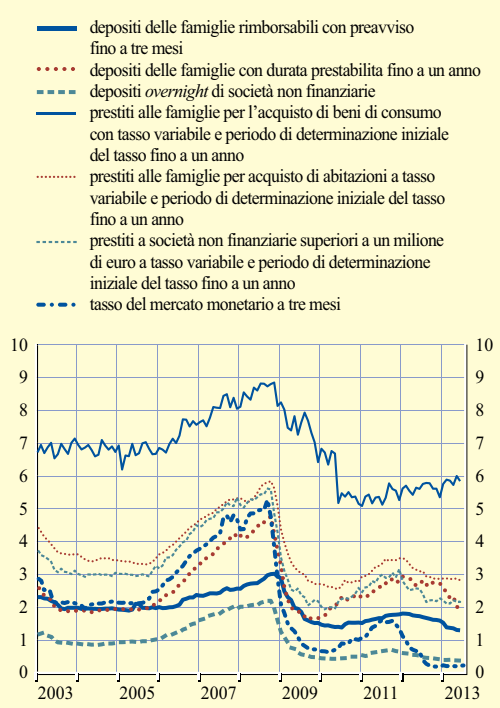
4) La composizione delle obbligazioni sottostanti all'indice relativo ai titoli di Stato con *rating* AAA dell'UEM elaborato da Merrill Lynch non è stata influenzata dal declassamento della Francia nel periodo in esame.

scadenze brevi sia per quelle lunghe. I tassi sui prestiti di importo ridotto concessi alle imprese non finanziarie sono parimenti diminuiti su tutte le scadenze. Per contro, quelli sui prestiti di grande entità a società non finanziarie sono lievemente aumentati per quanto riguarda le scadenze lunghe, mentre sono rimasti stabili per le scadenze brevi. Pertanto, i differenziali fra i tassi sui prestiti di modesta entità e su quelli di importo elevato concessi alle società non finanziarie si sono ridotti a giugno, pur rimanendo su livelli elevati.

In giugno i tassi di interesse applicati dalle IFM ai depositi a breve termine sono rimasti pressoché invariati per le società non finanziarie e sono scesi leggermente per le famiglie. Nello stesso periodo i tassi a breve termine sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono anch'essi lievemente diminuiti, portandosi al 2,8 per cento, e quelli sul credito al consumo sono scesi al 5,8 per cento dal 6,0 per cento di maggio. In merito ai prestiti alle società non finanziarie, i tassi a breve termine sui prestiti di importo elevato (superiore a 1 milione di euro) sono rimasti invariati al 2,2 per cento, mentre quelli sui prestiti di modesta entità (fino a 1 milione di euro) sono scesi di 15 punti base, al 3,7 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 ridotto a poco meno di 160 punti base a giugno. L'entità

Figura 16 Tassi di interesse delle IFM a breve termine e tasso di mercato a breve termine

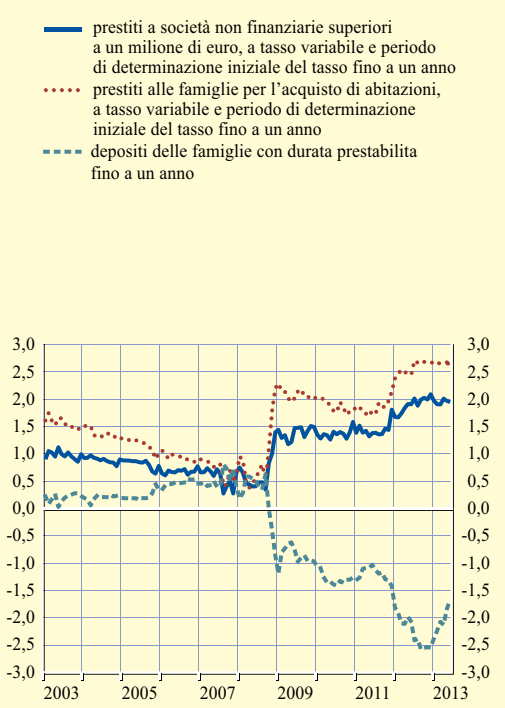
(valori percentuali in ragione d'anno; tassi sulle nuove operazioni)



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).

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).

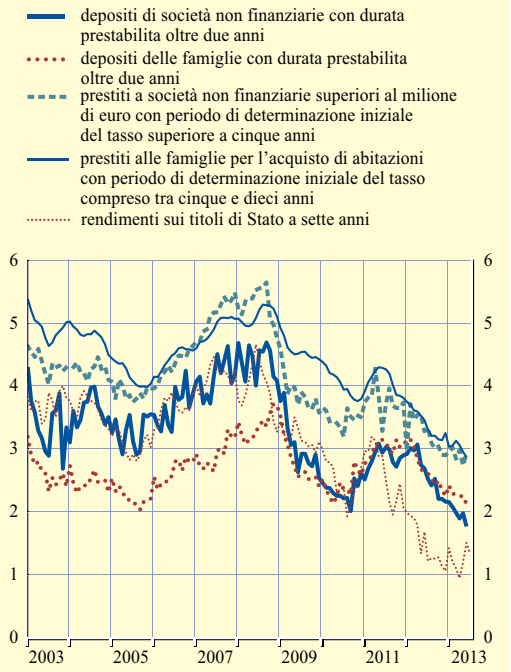
del differenziale indica tuttavia che le condizioni di finanziamento per le piccole e medie imprese rimangono persistentemente meno favorevoli di quelle per le imprese di grandi dimensioni. Nell'insieme, dal momento che a giugno l'Euribor è rimasto pressoché invariato, il differenziale fra i tassi di interesse a breve termine delle IFM sui mutui alle famiglie per l'acquisto delle abitazioni e il tasso di mercato monetario a tre mesi è sceso a circa 260 punti base, mentre il differenziale corrispondente per i tassi di interesse a breve termine sui prestiti di importo elevato a società non finanziarie è rimasto invariato a circa 200 punti base (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 e quelli sui prestiti alle società non finanziarie sono entrambi scesi di circa 70 punti base dall'inizio del 2012. Tali andamenti riflettono in particolare la graduale trasmissione delle riduzioni dei tassi di interesse di riferimento della BCE dal novembre 2011, nonché gli effetti delle misure non convenzionali attuate o annunciate dalla BCE nel 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 a giugno, al 2,1 per cento, mentre quelli sui depositi a lungo termine delle società non finanziarie sono scesi di 20 punti base, all'1,8 per cento. In merito ai prestiti, i tassi a lungo termine sui mutui erogati alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si sono ridotti di 8 punti base al 2,9 per cento, mentre quelli sui prestiti di importo elevato alle società non finanziarie sono aumentati di circa 20 punti base, al 2,9 per cento (cfr. figura 18). I tassi a lungo termine sui prestiti di modesta entità alle società non finanziarie sono diminuiti al 3,3 per cento, in giugno 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 si è ridotto da circa 60 punti base in maggio a 35 punti base a giugno, un livello pressoché in linea con la media storica registrata dal 2003. Dato che i rendimenti dei titoli di Stato a sette anni con *rating* AAA sono aumentati di circa 30 punti base in giugno, all'1,5 per cento, il differenziale fra i tassi sui prestiti a lungo termine e i rendimenti su tali titoli si è ristretto sia per i mutui alle famiglie sia per i prestiti alle società non finanziarie.

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)



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).

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 aveva oscillato nel corso del 2012 tra 200 e 280 punti base per i prestiti a società non finanziarie e tra 170 e 220 punti base per i prestiti alle famiglie per l'acquisto delle abitazioni. Questi *spread* si sono costantemente ampliati agli inizi del 2013, per poi tornare a restringersi

da aprile, principalmente di riflesso alle variazioni dei rendimenti sui titoli di Stato con *rating* AAA. La recente flessione dei differenziali riflette principalmente la diminuzione dei tassi sui prestiti a lungo termine derivante dalla trasmissione delle pregresse riduzioni dei tassi di riferimento della BCE e dal perdurare degli effetti positivi 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'impatto favorevole dell'annuncio delle operazioni definitive monetarie nell'estate 2012.

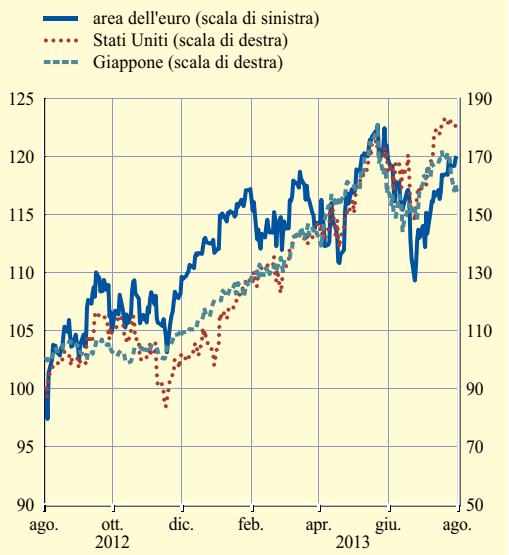
2.6 MERCATI AZIONARI

Tra la fine di giugno e il 31 luglio 2013 i corsi azionari sono aumentati del 6 per cento nell'area dell'euro. Negli Stati Uniti le quotazioni azionarie hanno registrato un incremento lievemente inferiore, pari a circa il 5 per cento. L'andamento dei corsi azionari in entrambe le aree è stato principalmente determinato dai segnali circa la futura evoluzione della politica monetaria, dalle pubblicazioni dei dati economici e dagli annunci degli utili societari. Nell'area dell'euro i dati economici pubblicati sono stati contrastanti, ma in media leggermente migliori delle attese. In particolare, i dati delle indagini economiche pubblicati verso la fine del mese sono stati migliori delle attese del mercato. Anche negli Stati Uniti i dati economici pubblicati sono stati migliori delle attese, proseguendo quindi nella tendenza recente. L'incertezza circa l'andamento dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita, è diminuita nel periodo in rassegna.

Tra la fine di giugno e il 31 luglio 2013 le quotazioni azionarie nell'area dell'euro, misurate dall'indice ampio Dow Jones Euro Stoxx, sono salite del 6 per cento circa. Nello stesso periodo i corsi azionari negli Stati Uniti, misurati dall'indice Standard & Poor's 500, hanno registrato un rialzo di circa il 5 per cento (cfr. figura 19). Nell'area dell'euro le quotazioni delle società appartenenti al settore finanziario sono salite dell'8 per cento circa, mentre i corsi delle società del settore non finanziario sono aumentati approssimativamente del 5 per cento. Negli Stati Uniti le quotazioni azionarie delle società sia del settore finanziario sia di quello non finanziario hanno segnato un incremento di circa il 5 per cento. Nello stesso periodo i corsi azionari in Giappone, misurati dall'indice Nikkei 225, sono rimasti pressoché invariati.

Figura 19 Indici dei corsi azionari

(indice: 1° agosto 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.

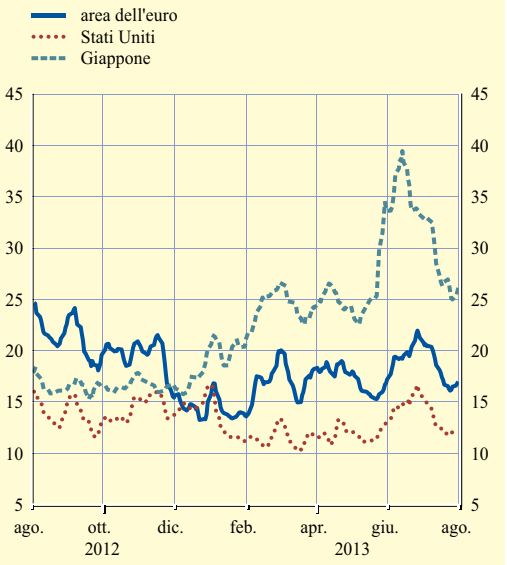
Nell'area dell'euro gli indicatori del clima di fiducia nell'economia hanno continuato a segnalare prospettive economiche in lieve miglioramento e hanno sostenuto i rialzi delle quotazioni azionarie. L'attenzione degli operatori di mercato si è incentrata in particolare sul futuro orientamento delle politiche monetarie e sugli utili pubblicati dalle imprese. Le quotazioni azionarie sono salite dopo l'annuncio del Consiglio direttivo delle indicazioni prospettiche sui tassi di interesse di riferimento della BCE, nonché a seguito dei commenti del Presidente del FOMC Bernan-

ke. L'emergere di timori circa un possibile rallentamento della crescita economica in Cina non ha avuto un impatto significativo sull'andamento dei corsi azionari. Per ulteriori informazioni sul recente andamento dei mercati azionari in una prospettiva storica, cfr. il riquadro 4.

Negli Stati Uniti il rialzo delle quotazioni azionarie è stato favorito da dati economici generalmente positivi, in particolare per il mercato delle abitazioni e per quello del lavoro. Anche i commenti del Presidente del FOMC Bernanke hanno influito positivamente sui corsi azionari, in quanto gli operatori hanno generalmente ritenuto che essi non indicassero necessariamente un'imminente riduzione graduale degli acquisti di obbligazioni legati alle politiche di allentamento quantitativo, nonostante il recente andamento positivo dell'occupazione. Nella seconda metà del periodo in rassegna, la pubblicazione di utili relativamente elevati, soprattutto da parte delle imprese finanziarie, ha sostenuto gli incrementi dei corsi azionari. In Giappone, le quotazioni azionarie sono rimaste sostanzialmente invariate nel periodo. L'ottimismo del mercato sulle prospettive di crescita economica ha supportato i corsi azionari nella prima parte del periodo. Tuttavia, verso la fine del periodo i cali dei corsi azionari che hanno interessato le società maggiormente orientate all'esportazione hanno annullato il rialzo complessivo. Inoltre, la performance inferiore delle quotazioni azionarie del Giappone rispetto alle altre due aree va interpretata alla luce del notevole incremento osservato da dicembre del 2012 (cfr. grafico 19). I corsi azionari delle imprese dei mercati emergenti si sono stabilizzati dopo aver subito flessioni relativamente consistenti in giugno.

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.

L'incertezza relativa agli andamenti dei mercati azionari nell'area dell'euro, misurata dalla volatilità implicita, è diminuita da circa il 21 al 17 per cento alla fine del periodo in rassegna. Negli Stati Uniti è calata da circa il 15 al 12 per cento. In entrambe le aree, l'incertezza sull'andamento dei mercati azionari è prossima o inferiore al livello osservato poco prima dell'annuncio iniziale della Federal Reserve degli inizi di maggio, con il quale l'istituto si era detto pronto a modificare il ritmo dei suoi acquisti nell'ambito del programma di allentamento quantitativo (cfr. figura 20). Nelle due aree economiche la volatilità implicita dei mercati azionari è nettamente inferiore sia a quella media del 2012 sia a quella media dei tre anni precedenti. La volatilità implicita in Giappone si è notevolmente ridotta, ma rimane su livelli storicamente elevati.

Sebbene gli andamenti degli indici settoriali dei mercati azionari dell'area dell'euro abbiano evidenziato una certa difformità, le quotazioni sono aumentate in tutti i settori. I rialzi più significativi sono stati registrati nel settore finanziario, in quello del petrolio e del gas, nonché in quello industriale. Gli utili pubblicati finora dalle imprese sono stati contrastanti, ma lievemente migliori delle attese per le società finanziarie.

Riquadro 4

ANDAMENTI DEI MERCATI AZIONARI ALLA LUCE DELL'ATTUALE CONTESTO DI BASSI RENDIMENTI

L'evoluzione dei mercati azionari svolge un ruolo importante ai fini della formulazione della politica monetaria per diverse ragioni. Innanzitutto le variazioni dei corsi azionari possono avere implicazioni significative per il costo del finanziamento delle imprese. In secondo luogo danno luogo a effetti ricchezza per le famiglie. Infine, i mercati azionari offrono informazioni sugli andamenti economici futuri e sulle prospettive di rischio, così come percepiti dagli investitori in azioni, che consentono di effettuare un controllo incrociato con gli indicatori basati sulle indagini e con i segnali provenienti da altri mercati finanziari.

Questo riquadro analizza i recenti andamenti dei mercati azionari sulla base dell'evoluzione registrata dal 2000. Non ne emerge una chiara correlazione tra l'aumento dei corsi azionari osservato dalla metà del 2012 nell'area dell'euro e l'andamento degli utili futuri attesi nello stesso periodo. In realtà, l'incremento delle quotazioni sembra riflettere principalmente un calo della remunerazione per il rischio azionario, che tuttavia si è accresciuta tra il 2007 e il 2012 e resta al di sopra del livello medio osservato negli ultimi anni.

Dal 2000 gli investimenti azionari sono stati peggiori di quelli in obbligazioni

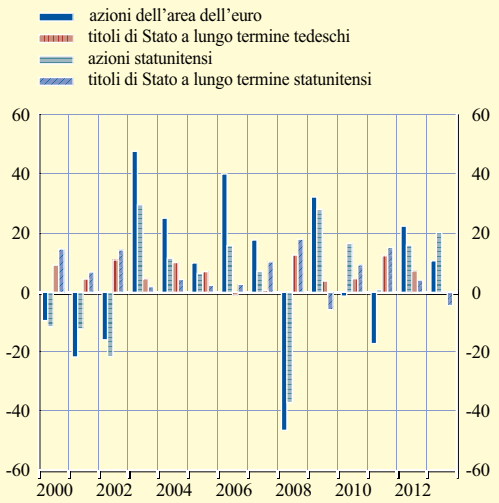
Storicamente i rendimenti degli investimenti azionari hanno in media ampiamente superato quelli degli investimenti in obbligazioni, come documentato da una vasta letteratura sul premio per il rischio azionario. Ad esempio, tra il 1974 e il 1999 la remunerazione degli investimenti in azioni nei paesi oggi appartenenti all'area dell'euro è stata pari mediamente al 15 per cento annuo, mentre quella delle obbligazioni tedesche si è collocata all'8 per cento, nonostante i rendimenti relativamente modesti fatti registrare dai corsi azionari tra il 1974 e il 1982 a causa delle crisi petrolifere. Lo stesso è accaduto negli Stati Uniti.

Nondimeno, nel periodo tra il 2000 e il 2012 il rendimento degli investimenti azionari è risultato complessivamente esiguo, portandosi al 3 per cento annuo nell'area dell'euro e al 2 per cento annuo negli Stati Uniti [1)], a fronte del 7 per cento annuo registrato dai titoli di Stato a lungo termine tedeschi e statunitensi (cfr. figura A). L'andamento insoddisfacente delle azioni è imputabile in particolare ai crolli di borsa che hanno seguito lo scoppio della bolla tecnologica nel 2000-2001 e il fallimento di Lehman Brothers nel 2008. Dopo il 2009 i mercati azionari hanno mostrato una ripresa, specie negli Stati Uniti. Sembra che la loro evoluzione nell'area dell'euro si sia sganciata alquanto da quella osservata negli Stati Uniti, in connessione con la crisi del debito sovrano in Europa. Tuttavia, nell'estate del 2012 i corsi azionari hanno cominciato ad aumentare in maniera sostenuta in entrambe le aree economiche; la tendenza è proseguita nel 2013, soprattutto negli Stati Uniti (cfr. figura B), dove gli indici delle quotazioni hanno superato il picco pre-crisi in termini assoluti. Di recente, nel contesto del dibattito su un graduale rientro delle politiche di allentamento quantitativo statunitensi, i mercati azionari sono entrati in una fase di maggiore volatilità in entrambe le aree (cfr. sezione 2.6), ma l'impatto complessivo sulle quotazioni è stato modesto e transitorio. Per contro, gli andamenti dei mercati obbligazionari, in particolare negli Stati Uniti, sono stati caratterizzati da rialzi dei rendimenti relativamente cospicui.

1) Sulla base dei rendimenti degli indici azionari ampi compilati da DataStream, che comprendono circa 1.400 titoli per l'area dell'euro e 1.000 per gli Stati Uniti. Nel caso dell'indice Euro Stoxx il rendimento annuo complessivo è stato prossimo allo zero nel periodo 2000-2012, mentre quello dell'indice Standard & Poor's 500 è stato pari al 2 per cento.

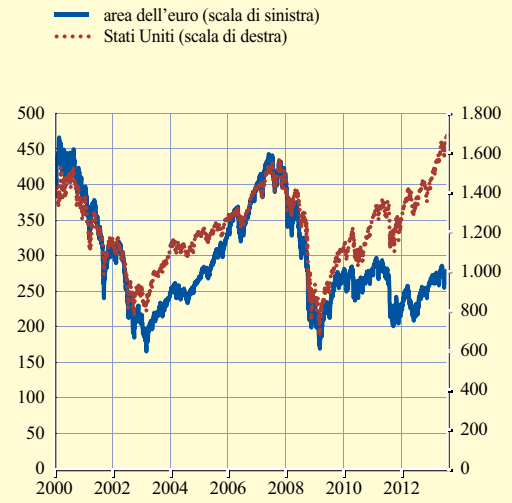
Figura A Rendimenti azionari e dei titoli di Stato nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: DataStream ed elaborazioni della BCE.
Note: gli indici azionari utilizzati sono gli indici ampi di DataStream; i rendimenti azionari comprendono i dividendi. Il rendimento sui titoli di Stato è il rendimento complessivo dell'indice REX dei titoli di Stato a dieci anni tedeschi attualmente in essere e, per gli Stati Uniti, dell'indice Bank of America Merrill Lynch relativo ai titoli di Stato con scadenza compresa tra sette e dieci anni. I dati per il 2013 si riferiscono al periodo fino al 1° agosto.

Figura B Indici dei corsi azionari



Fonte: DataStream.
Nota: gli indici utilizzati sono l'indice ampio Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro e l'indice Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti.

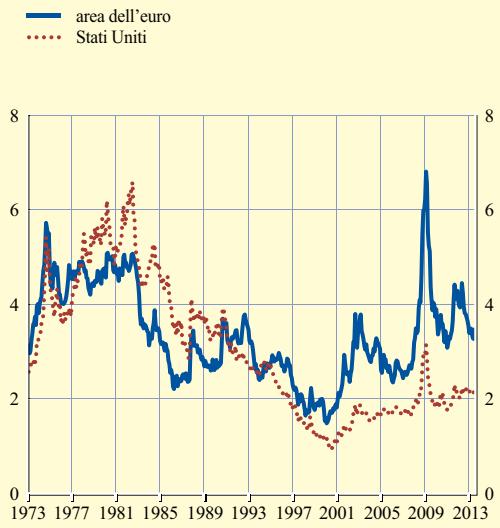
Semplici misure suggeriscono che le quotazioni dei mercati azionari sono in linea con le medie storiche

Al fine di esaminare i valori di borsa in una prospettiva storica, le figure C e D mostrano i rapporti fra dividendo unitario e prezzo dell'azione (*dividend yield*) e i rapporti prezzo/utili da gennaio 1973 a luglio 2013. Attualmente il *dividend yield* del mercato azionario dell'area dell'euro si colloca attorno al livello medio registrato dal 1973 (cfr. figura C), mentre negli Stati Uniti è alquanto al di sotto della rispettiva media, nonostante il rialzo osservato dal 2000 [2]. Per quanto riguarda il rapporto prezzo/utili (cfr. figura D), il mercato azionario dell'area dell'euro è stato valutato in un intervallo tra le dieci e le venti volte superiore agli utili (ossia agli utili dell'anno precedente), salvo nei momenti in cui sussistevano condizioni di mercato estreme, come durante le crisi economiche degli anni settanta, la bolla tecnologica e il periodo successivo il tracollo di Lehman Brothers nel 2008. Il rapporto prezzo/utili è aumentato da circa 11 a metà 2012 all'attuale livello di 15, che si situa al centro del suddetto intervallo. Se si considerano gli utili medi degli ultimi dieci anni per ridurre l'effetto di fluttuazioni temporanee degli utili societari [3], le attuali quotazioni azionarie dell'area dell'euro appaiono ancora contenute nel confronto storico, malgrado il recente aumento. Negli Stati Uniti il rapporto prezzo/utili ha mostrato la tendenza a raggiungere livelli leggermente più elevati rispetto a quello per l'area,

2) Le società hanno preso a distribuire contante attraverso riacquisti di azioni, anziché tramite dividendi. Ciò vale soprattutto per le società con sede negli Stati Uniti, che hanno condotto operazioni di riacquisto di azioni di entità analoga a quella dei dividendi erogati negli ultimi anni.
3) Per un'analisi della capacità predittiva di tale misura, cfr. ad esempio Campbell, J.Y., e Shiller, R.J., "Valuation ratios and the long-run stock market outlook", *The Journal of Portfolio Management*, inverno 1998, vol. 24, n. 2, 1998, pagg. 11-26.

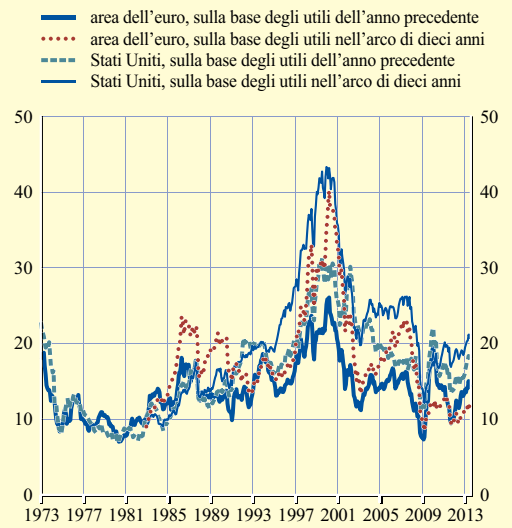
Figura C *Dividend yield* nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(valori percentuali)



Fonte: DataStream.
Nota: gli indici utilizzati sono gli indici ampi di DataStream.

Figura D Rapporti prezzo/utili nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sulla base degli utili dell'anno precedente e degli utili reali medi nell'arco di dieci anni



Fonti: DataStream, OCSE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Note: gli indici utilizzati sono gli indici ampi di DataStream. I rapporti prezzo/utili sulla base degli utili nell'arco di dieci anni sono calcolati utilizzando la media degli utili conseguiti negli ultimi dieci anni misurata al livello dei prezzi del periodo in corso.

andamento che si osserva anche attualmente. Sulla base del rapporto calcolato utilizzando gli utili degli ultimi dieci anni, sembra che i titoli azionari statunitensi vengano scambiati su quotazioni molto superiori a quelle dell'area dell'euro.

Le aspettative sugli utili societari non sembrano spiegare gli aumenti dei corsi azionari osservati da metà 2012

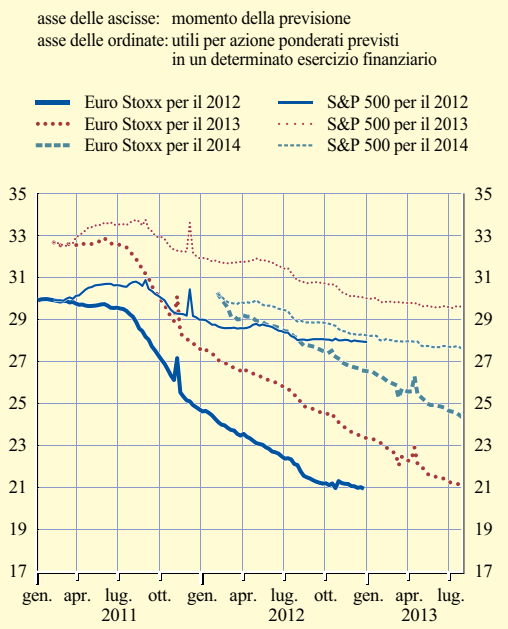
La figura E mostra l'andamento nel tempo delle previsioni sugli utili formulate da analisti finanziari professionisti per gli esercizi finanziari 2012-2014, che riguardano società con sede nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. Nel primo caso si osservano continue revisioni al ribasso dalla fine del 2011, in linea con le proiezioni macroeconomiche. Guardando oltre l'orizzonte ravvicinato di tali proiezioni, le aspettative per la crescita degli utili a più lungo termine delle società dell'area si mantengono pressoché invariate dall'estate del 2012 [4], a suggerire che gli incrementi dei corsi azionari rilevati dalla metà dello scorso anno non sono riconducibili a maggiori attese sugli utili né nel breve né nel lungo periodo. Anche negli Stati Uniti le previsioni sugli utili a breve termine sono state riviste al ribasso, seppure in misura inferiore.

Poiché il rialzo dei corsi azionari osservato nell'area dell'euro evidentemente non è attribuibile a proiezioni sugli utili più elevate, deve essere mutato il tasso di sconto sui flussi di cassa futuri. Un semplice strumento analitico per il calcolo di un fattore di sconto (costante) applicabile ai flussi di cassa attesi ci è offerto dal modello dei dividendi attualizzati [5], che permette di stimare

4) Cfr. ad esempio la sezione 2.5 del numero di giugno 2013 di questo Bollettino.

Figura E Revisioni nel tempo delle previsioni a breve termine di analisti azionari circa gli utili societari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

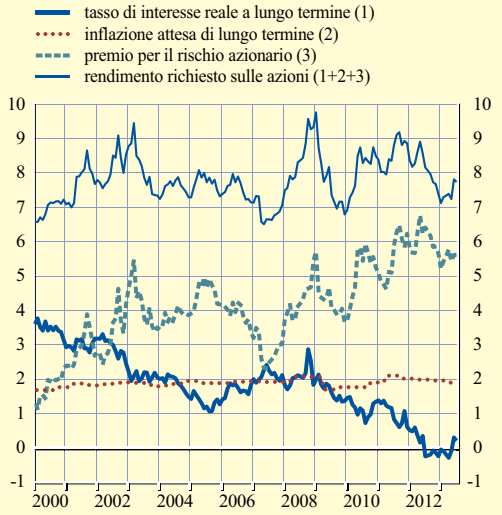
(utili per azione ponderati)



Fonti: DataStream, I/B/E/S ed elaborazioni della BCE.
Esempio: la linea tratteggiata rossa spessa mostra l'andamento delle previsioni sugli utili di analisti professionisti per l'esercizio finanziario 2013 con riguardo a società dell'indice Euro Stoxx.
Note: gli indici utilizzati sono l'indice ampio Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro e l'indice Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti. In quest'ultimo caso, gli utili ponderati sono ribasati per ogni esercizio finanziario. Gli utili per azione ponderati rappresentano il totale degli utili che spetterebbero al detentore di un'unità dell'indice.

Figura F Scomposizione del rendimento richiesto sulle azioni dell'area dell'euro in inflazione attesa di lungo termine, tassi di interesse reali sui titoli di Stato a lungo termine e premio per il rischio azionario

(percentuali in ragione d'anno)



Fonti: DataStream, I/B/E/S, *Consensus Economics* ed elaborazioni della BCE.
Note: il tasso di interesse reale a lungo termine è costituito dal rendimento reale sui titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro (cfr. anche la sezione 2.4). Il dato per l'inflazione attesa di lungo termine è tratto da *Consensus Forecast.*

il rendimento aggiuntivo richiesto dagli investitori per un investimento azionario rispetto a un investimento a basso rischio in titoli di Stato di lungo periodo (cfr. figura F) [6], vale a dire il premio per il rischio azionario. Il premio ha registrato un incremento, pur partendo da un livello molto contenuto, tra il 2000 e il 2005 nel periodo della bolla tecnologica, mentre è diminuito tra la metà del 2005 e la metà del 2007 nel contesto di un generalizzato basso livello del prezzo del rischio in tutti i principali segmenti dei mercati dei capitali. Nondimeno, dall'estate del 2007 il premio per il rischio azionario si è accresciuto considerevolmente con il calo dei corsi azionari causato dalla crisi finanziaria, per poi continuare a crescere di fronte alla netta flessione dei tassi di interesse reali. A seguito dell'incremento delle quotazioni azionarie registrato dalla metà

5) Il modello correla i corsi azionari correnti con il valore attuale dei dividendi attesi futuri. Il modello assume che i dividendi crescano secondo le stime disponibili degli analisti azionari professionisti e, in un momento successivo, con il tasso di crescita del PIL potenziale a lungo termine. Il fattore di sconto che uguaglia il valore attuale delle proiezioni sui dividendi alle quotazioni azionarie correnti costituisce il rendimento richiesto su un investimento azionario. Il premio per il rischio azionario rappresenta la differenza tra il rendimento richiesto e la somma del tasso di interesse reale a lungo termine su titoli di Stato con *rating* AAA e dell'inflazione attesa di lungo termine (sulla base del dato di Consensus Forecast). Un motivo di incertezza riguardo al calcolo sta nell'uso della crescita dei dividendi prevista per il medio-lungo periodo; cfr. ad esempio il riquadro *Il contenuto informativo delle aspettative degli analisti sugli utili del mercato azionario* nel numero di marzo 2004 di questo Bollettino.

6) Per informazioni sui diversi modelli utilizzati per stimare il premio per il rischio azionario, cfr. l'articolo *Valutazione dei mercati azionari e premio per il rischio azionario* nel numero di novembre 2008 di questo Bollettino.

dell'anno scorso, il premio ha mostrato una certa contrazione [7]. Dal modello emerge inoltre che, sebbene al momento il premio per il rischio azionario si collochi su livelli elevati, il rendimento richiesto su un investimento in azioni (dato dalla somma di inflazione attesa, tasso di interesse reale a lungo termine e premio per il rischio azionario) è ampiamente in linea con la media rilevata dal 2000, per l'effetto di compensazione del basso tasso di interesse reale.

Evidenze dei recenti afflussi verso fondi di investimento azionari

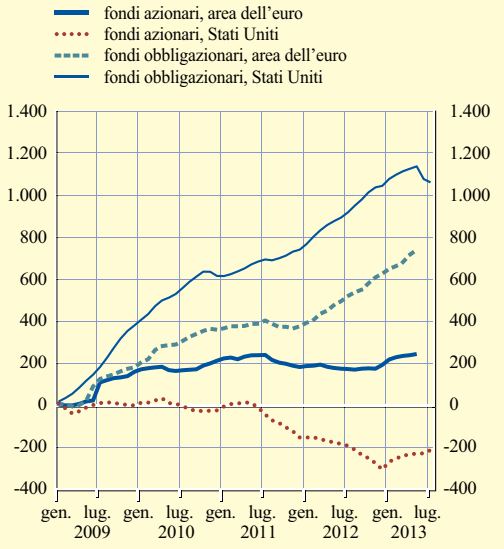
Una possibile spiegazione del calo del premio per il rischio azionario riscontrato dall'estate del 2012 è data dallo spostamento delle preferenze degli investitori verso le azioni, allo scopo di conseguire un maggiore rendimento atteso a fronte dei tassi di interesse contenuti o persino negativi di questo periodo (cfr. sezione 2.6)

In tale contesto, i dati relativi agli afflussi netti in fondi di investimento con domicilio nell'area dell'euro dimostrano che gli afflussi verso fondi dotati di mandato di investimento azionario sono stati irregolari, mentre quelli verso fondi obbligazionari evidenziano un andamento quasi sempre positivo dal 2009 (cfr. figura G). È probabile che tale evoluzione sia legata a una fuga verso investimenti sicuri e al miglior rendimento registrato in genere dalle obbligazioni, rispetto ai titoli azionari, negli ultimi dieci anni (cfr. figura A). Nondimeno, sul finire dell'autunno 2012 e all'inizio del 2013 [8] gli afflussi netti verso fondi azionari sono tornati positivi, raggiungendo il ritmo di crescita più sostenuto dal periodo attorno alla primavera del 2009, quando i corsi hanno toccato valori minimi. Tale andamento potrebbe essere ascrivibile alla ricerca del rendimento, giacché il premio per il rischio azionario resta elevato sia in termini storici sia rispetto ai premi di rischio di altre attività finanziarie, ad esempio delle obbligazioni societarie [9]. Gli afflussi netti verso fondi obbligazionari sono però risultati positivi nello stesso periodo, non offrendo quindi alcuna evidenza diretta di un contestuale mutamento delle preferenze degli investitori [10].

Secondo i dati per gli Stati Uniti, gli afflussi verso fondi azionari sono tornati positivi a gen-

Figura G Flussi netti cumulati verso fondi di investimento per tipo di investimento da gennaio 2009

(area dell'euro: miliardi di euro; Stati Uniti: miliardi di dollari USA)



Fonti: BCE e Investment Company Institute.
Note: i dati si basano sul domicilio dei fondi di investimento e non sono limitati a specifiche aree geografiche di investimento. L'ultima rilevazione per l'area dell'euro si riferisce a maggio 2013, mentre quella per gli Stati Uniti risale al 24 luglio 2013. Le rilevazioni riguardanti i mesi di giugno e luglio di quest'anno sono preliminari e si basano su stime dei flussi di cassa formulate con cadenza settimanale. Per maggiori dettagli, cfr. il sito Internet di Investment Company Institute.

7) Il calo del premio per il rischio azionario verso la relativa media storica può giustificarsi in parte con una riduzione della percezione del rischio di eventi estremi che ha fatto seguito, in particolare, all'annuncio delle operazioni definitive monetarie da parte della BCE. A tale proposito, cfr. ad esempio Weitzman, M., "Subjective Expectations and Asset-Return Puzzles", *American Economic Review*, 97(4), 2007, pagg. 1102-30.
8) Il ritmo degli afflussi verso fondi azionari si è ridotto in una certa misura tra marzo e maggio (allo stato attuale, ultimo mese per cui i dati sono disponibili) del 2013.
9) Cfr. ad esempio il riquadro *Andamenti recenti dei differenziali di rendimento delle obbligazioni emesse da società non finanziarie nell'area dell'euro* nel numero di giugno 2013 di questo Bollettino.
10) Cfr. anche la sezione 2.2 del numero di giugno 2013 di questo Bollettino.

naio del 2013 dopo un lungo periodo di deflussi; inoltre, gli investitori hanno ritirato risorse dai fondi obbligazionari in connessione con il consistente rialzo dei rendimenti obbligazionari registrato dagli inizi di maggio, procedendo nel contempo a un lieve aumento delle consistenze in fondi azionari.

Riquadro 5

I CONTI INTEGRATI DELL'AREA DELL'EURO PER IL PRIMO TRIMESTRE DEL 2013 [1)]

I conti integrati dell'area dell'euro diffusi il 30 luglio 2013 coprono il periodo fino al primo trimestre del 2013 e forniscono informazioni esaustive su reddito, spesa, finanziamento e scelte di portafoglio dei settori istituzionali dell'area dell'euro. Rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, i conti con l'estero dell'area euro sono migliorati ulteriormente nel primo trimestre 2013 per effetto di un incremento del saldo commerciale che ha riflesso una crescita della domanda esterna e un calo di quella interna, determinata principalmente da un ridimensionamento della spesa da parte delle società non finanziarie (SNF) e delle famiglie. Il ritmo della flessione del reddito reale delle famiglie è rallentato notevolmente, grazie a un'inflazione più contenuta e a una lieve moderazione del drenaggio fiscale. Il tasso di risparmio delle famiglie è risalito dai minimi storici toccati, mentre gli investimenti hanno continuato a ridursi. Le SNF hanno accresciuto l'insolita posizione di accreditamento netto, anziché la tradizionale posizione debitoria netta, aumentando ulteriormente gli utili non distribuiti e riducendo ancora gli investimenti fissi, che hanno raggiunto un minimo storico in rapporto al valore aggiunto. La diminuzione dei disavanzi pubblici ha ristagnato, di riflesso a entrate fiscali più modeste in un contesto di recessione e a un leggero rialzo della spesa. Dal punto di vista dei bilanci, la ricchezza netta delle famiglie ha mostrato una contrazione, mentre è proseguito il processo di riduzione della leva finanziaria delle SNF. I coefficienti patrimoniali delle società finanziarie si sono stabilizzati su un livello elevato. La posizione netta sull'estero dell'area dell'euro (misurata dalla posizione patrimoniale sull'estero – PPE) è migliorata ulteriormente.

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

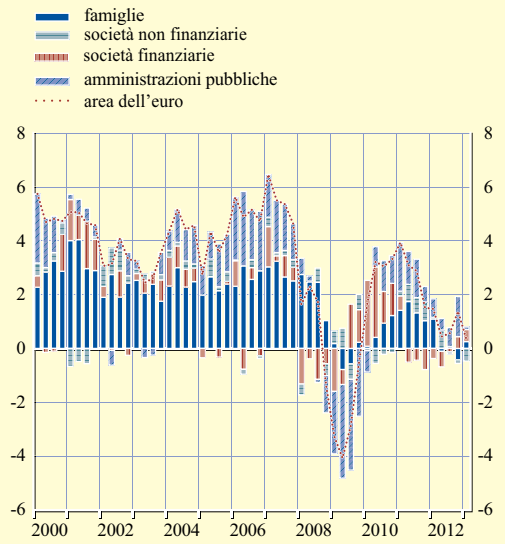
Nel primo trimestre del 2013 il tasso di crescita del reddito disponibile nominale lordo è diminuito allo 0,4 per cento sullo stesso periodo dell'anno precedente, coerentemente con un rallentamento del PIL nominale (a fronte del calo del PIL in termini reali). Tale evoluzione ha annullato il temporaneo rialzo del quarto trimestre del 2012 e si è ripercossa soprattutto sull'espansione del reddito delle amministrazioni pubbliche (cfr. figura A).

Con una crescita dei consumi lenta nel primo trimestre del 2013 (per effetto di un incremento dei consumi dell'amministrazione pubblica che ha ampiamente compensato il calo dei consumi privati) e inferiore a quella dei redditi, il risparmio lordo complessivo dell'area dell'euro è leggermente aumentato rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Il tasso di risparmio delle famiglie è risalito dai minimi storici toccati e le SNF hanno incrementato gli utili non distribuiti. Per contro, la riduzione del tasso di risparmio negativo del comparto delle amministrazioni pubbliche ha ristagnato. Il tasso di diminuzione dell'accumulazione di capitale fisso ha accelerato considerevolmente nel primo trimestre del 2013, raggiungendo il -6,7 per cento su base annua, di riflesso a un più netto calo degli investimenti sia per le SNF che per le famiglie (scesi rispettivamente del

1) Informazioni dettagliate sono consultabili sul sito Internet della BCE alla pagina http://sdw.ecb.europa.eu/

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

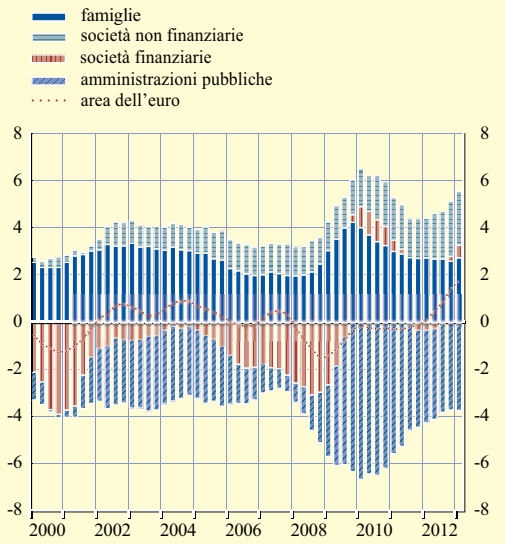
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat e BCE.

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

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



Fonti: Eurostat e BCE.

-7,8 per cento e del -5,5 per cento). Con il proseguire sugli stessi ritmi del lieve decumulo delle scorte osservato nel quarto trimestre del 2012, il contributo alla crescita delle variazioni delle scorte è risultato neutrale e, di conseguenza, l'accumulazione di capitale è diminuita in misura pressoché identica a quella di capitale fisso.

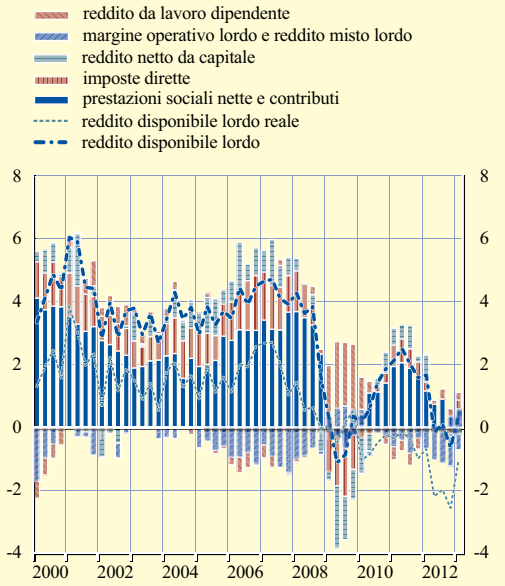
Di fronte al rapido calo dell'accumulazione di capitale e al leggero incremento dei risparmi, l'accreditamento netto dell'area dell'euro è tornato a migliorare in maniera significativa, portandosi all'1,8 per cento del PIL rispetto ai quattro trimestri precedenti al periodo considerato; tale evoluzione ha generato un aumento dell'attivo delle partite correnti (imputabile al robusto andamento dell'interscambio netto e dei redditi netti da capitale percepiti). Da un punto di vista settoriale, questo miglioramento è derivato da un ulteriore rialzo della posizione di accreditamento netto delle SNF e delle famiglie (che esercita pressioni restrittive), mentre vi è stata una lieve contrazione di quella delle società finanziarie, sebbene a partire da un livello elevato. Per contro, si è arrestato il miglioramento dei disavanzi pubblici (cfr. figura B). Dal lato del finanziamento, i flussi transfrontalieri sono rimasti modesti nel periodo in esame in seguito alla sostituzione, da parte dei non residenti, di depositi con titoli di debito emessi da soggetti non bancari residenti. La PPE, che misura le attività al netto delle passività dei residenti nell'area dell'euro verso non residenti, è migliorata ulteriormente nel primo trimestre dell'anno, collocandosi al -17,7 per cento del PIL.

Le scelte economiche dei settori istituzionali

Nel primo trimestre del 2013 la crescita del reddito disponibile nominale lordo delle *famiglie* è tornata a salire (allo 0,4 per cento sullo stesso periodo dell'anno precedente, dal -0,6 per cento nel quarto trimestre del 2012); tale andamento è attribuibile a una lieve attenuazione del drenaggio fiscale

Figura C Reddito disponibile lordo nominale delle famiglie

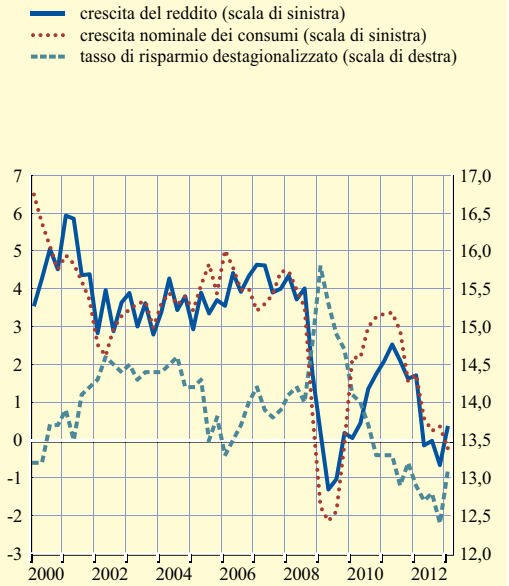
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat e BCE.

Figura D Reddito delle famiglie, consumi e tasso di risparmio

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; in percentuale del reddito disponibile lordo; dati destagionalizzati)



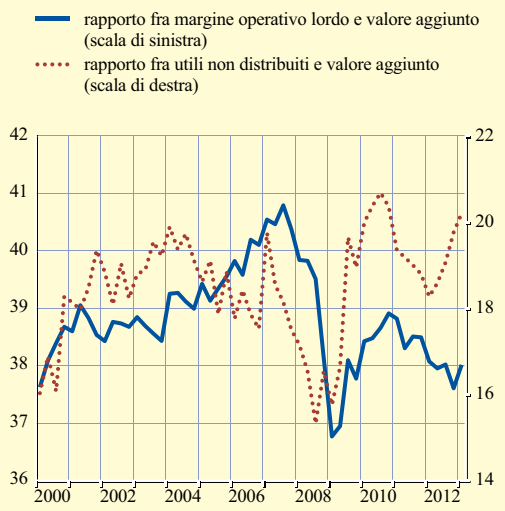
Fonti: Eurostat e BCE.

(ovvero a minori trasferimenti netti delle famiglie allo Stato), che ha inciso sull'aumento del reddito per 0,3 punti percentuali rispetto a 0,7 punti percentuali nell'ultimo trimestre del 2012. Hanno contribuito a questa ripresa un incremento delle retribuzioni dei lavoratori dipendenti (specie nel comparto delle amministrazioni pubbliche) e un rialzo del risultato lordo di gestione (cfr. figura C). Unitamente al calo dell'inflazione, la diminuzione dei redditi reali ha segnato un brusco rallentamento nel primo trimestre del 2013, raggiungendo il -1 per cento su base annua a fronte del -2,5 per cento nel quarto trimestre del 2012. Con il ridursi dei consumi nominali, le famiglie hanno ricostituito i risparmi; il loro tasso di risparmio è quindi aumentato al 13,2 per cento in termini destagionalizzati, dai minimi storici toccati nella seconda metà dello scorso anno (cfr. figura D). Gli investimenti immobiliari hanno registrato, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, una marcata flessione che ha determinato un rialzo dell'accreditamento netto delle famiglie. La crescita di finanziamenti esterni e attività finanziarie è proseguita su livelli molto contenuti, con ulteriori cambiamenti di portafoglio verso depositi bancari, riserve tecniche assicurative e fondi comuni, oltre a una significativa attività di cessione di titoli di debito. Nel periodo in rassegna la ricchezza netta delle famiglie ha subito una contrazione rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, poiché le minusvalenze sulle disponibilità di immobili sono state superiori al risparmio netto e ai guadagni su titoli azionari (cfr. figura G).

Nel primo trimestre del 2013 il risultato lordo di gestione delle *SNF* ha registrato una nuova diminuzione su base annua, con il proseguire della crescita delle retribuzioni e il ridursi del valore aggiunto. I margini operativi sono risaliti solo lievemente dal livello molto modesto osservato nel quarto trimestre del 2012 (secondo dati destagionalizzati; cfr. figura E). Al tempo stesso, una serie di fattori ha contribuito a un nuovo incremento dei risparmi delle SNF, portatisi su livelli elevati: il brusco calo degli interessi passivi netti, versamenti di imposte inferiori, l'ulteriore incremento dei guadagni sugli

Figura E Margini delle società non finanziarie

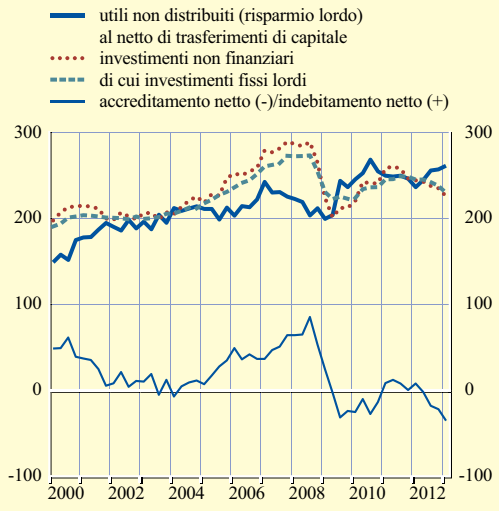
(valori percentuali, dati destagionalizzati)



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

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

(miliardi di euro; dati destagionalizzati)



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

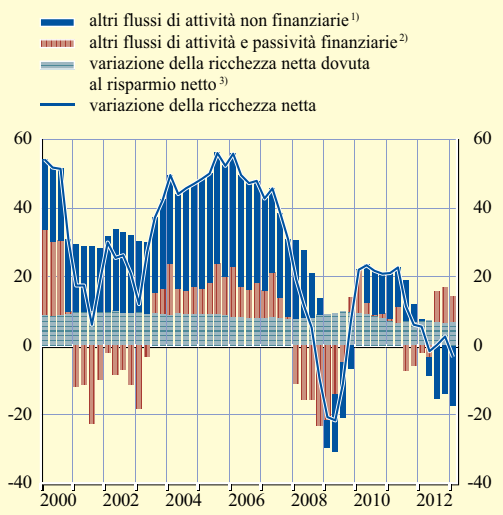
investimenti esteri diretti e la diminuzione dei dividendi netti erogati. Insieme alla netta contrazione (-7,8 per cento su base annua) degli investimenti in capitale fisso, che toccano così un minimo storico in rapporto al valore aggiunto, le SNF hanno accresciuto ulteriormente l'inconsueta posizione di accreditamento netto (cfr. figure B e F). Tali società continuano a fare ricorso al mercato obbligazionario, con emissioni per 103 miliardi di euro negli ultimi quattro trimestri, per compensare una contrazione dei prestiti bancari pari a -123 miliardi di euro nello stesso periodo che riflette in parte la ristrutturazione bancaria in Spagna. I prestiti intrasettoriali, che comprendono prestiti concessi da altre SNF e crediti commerciali, confermano un andamento robusto, aspetto particolarmente importante per le piccole e medie imprese sottoposte a vincoli connessi al finanziamento bancario. Le SNF hanno rallentato la costituzione di ampie riserve di liquidità, mentre è proseguito il processo di riduzione della leva finanziaria, in parte per effetti di rivalutazione delle azioni detenute.

Malgrado le ulteriori misure di risanamento, il calo dei *disavanzi pubblici* ha ristagnato (intorno al 3,8 per cento su base annua) in seguito a una brusca decelerazione della crescita delle entrate fiscali imputabile alla flessione dell'attività economica. L'espansione della spesa corrente, specie dei consumi dell'amministrazione pubblica, si è intensificata, tornando al livello tendenziale di quasi l'1 per cento annuo a seguito delle consistenti riduzioni dei redditi da lavoro rilevate alla fine del 2012 (1 per cento nel primo trimestre del 2013, dal -1,6 per cento nel quarto trimestre). Nella prima parte dell'anno la spesa per gli investimenti ha continuato a diminuire (-7,8 per cento). L'emissione di debito ha seguitato a finanziare disavanzi elevati e significativi aumenti di attività finanziarie che hanno rispecchiato, in particolare, un considerevole prestito intergovernativo. I titoli di debito emessi sono stati acquistati da non residenti, da banche e da fondi pensione e assicurativi.

Pur mantenendosi su livelli elevati, il reddito disponibile delle *società finanziarie* è diminuito considerevolmente nel primo trimestre del 2013 a causa del valore aggiunto e del margine di interesse, in calo

Figura G Variazione della ricchezza netta delle famiglie

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

Figura H Coefficienti patrimoniali delle istituzioni finanziarie esclusi i fondi comuni

(percentuale delle attività totali)

Fonte: BCE.

nel loro complesso, nonché al perdurante aumento delle retribuzioni dei lavoratori dipendenti. Nonostante gli utili netti non distribuiti di entità ancora ragguardevole ma in calo (pari a 25 miliardi di euro nel primo trimestre), e malgrado i guadagni in conto capitale sugli attivi, le attività nette delle società finanziarie a valore di mercato (una misura aggregata del loro "capitale") hanno registrato un aumento appena modesto. Tale risultato implica una stabilizzazione del loro coefficiente patrimoniale, sebbene su livelli elevati, giacché le ricapitalizzazioni dirette si sono ridotte rispetto ai trimestri precedenti. Gli apporti ai bilanci delle società finanziarie sono rimasti di ammontare modesto su base consolidata.

Le dinamiche di bilancio

Nel primo trimestre del 2013 la ricchezza netta delle famiglie ha evidenziato un calo pari al 3,2 per cento del reddito rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. L'effetto positivo del risparmio netto (collocatosi al 7,2 per cento del reddito annuo nel primo trimestre) e dei guadagni in conto capitale sui portafogli finanziari (pari al 7,1 per cento del reddito annuo) è stato più che compensato da significative perdite in conto capitale su beni non finanziari (ossia su immobili residenziali, equivalenti al 17,4 per cento del reddito annuo) (cfr. figura G).

Le società finanziarie hanno registrato notevoli guadagni in conto capitale sui rispettivi patrimoni finanziari, in particolare su partecipazioni azionarie (per effetto della ripresa dei mercati azionari); questo andamento ha contribuito alla stabilizzazione del rapporto fra patrimonio e attività di tali società, misurati nei conti nazionali come il rapporto fra attività nette al valore di mercato e attività totali (cfr. figura H).

3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è collocata all'1,6 per cento in luglio, invariata da giugno. Ci si attende che il tasso di inflazione diminuisca temporaneamente nei prossimi mesi, in particolare a causa di effetti base connessi all'andamento dei prezzi dell'energia dodici mesi prima. In una giusta prospettiva di medio periodo, le pressioni di fondo sui prezzi dovrebbero restare contenute, rispecchiando la debolezza generalizzata della domanda aggregata e il modesto ritmo della ripresa. Le aspettative di inflazione a medio-lungo termine continuano a essere saldamente ancorate in linea con la stabilità dei prezzi. I rischi per le prospettive sull'andamento dei prezzi dovrebbero essere ancora sostanzialmente bilanciati nel medio periodo.

3.1 I PREZZI AL CONSUMO

La stima preliminare dell'Eurostat indica che l'inflazione complessiva si è mantenuta all'1,6 per cento tra giugno e luglio. Tale risultato riflette un'accelerazione dei prezzi degli alimentari compensata da un rallentamento dei prezzi dei beni industriali non energetici.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è scesa tra ottobre 2012 e aprile 2013, portandosi al di sotto del 2,0 per cento in febbraio e all'1,2 per cento in aprile, il livello minimo da febbraio 2010. In giugno, tuttavia, è salita all'1,6 per cento, riflettendo principalmente i rincari dei prodotti energetici e alimentari freschi. L'inflazione di fondo, misurata sulla base di vari indici che escludono alcune voci del paniere dello IAPC, si è mantenuta sostanzialmente stabile. Gli aumenti delle imposte indirette e dei prezzi amministrati hanno continuato a mantenere elevati i tassi di inflazione in alcuni paesi dell'area dell'euro.

Analizzando più in dettaglio le componenti principali dello IAPC, la stima preliminare dell'Eurostat segnala che a luglio l'inflazione nel comparto energetico è rimasta invariata all'1,6 per cento. In giugno un forte effetto base aveva sospinto il tasso di incremento annuo della componente energetica all'1,6 per cento, contro il -0,2 di maggio. Il tasso di variazione sul mese precedente è

Tavola 7 Andamenti dei prezzi

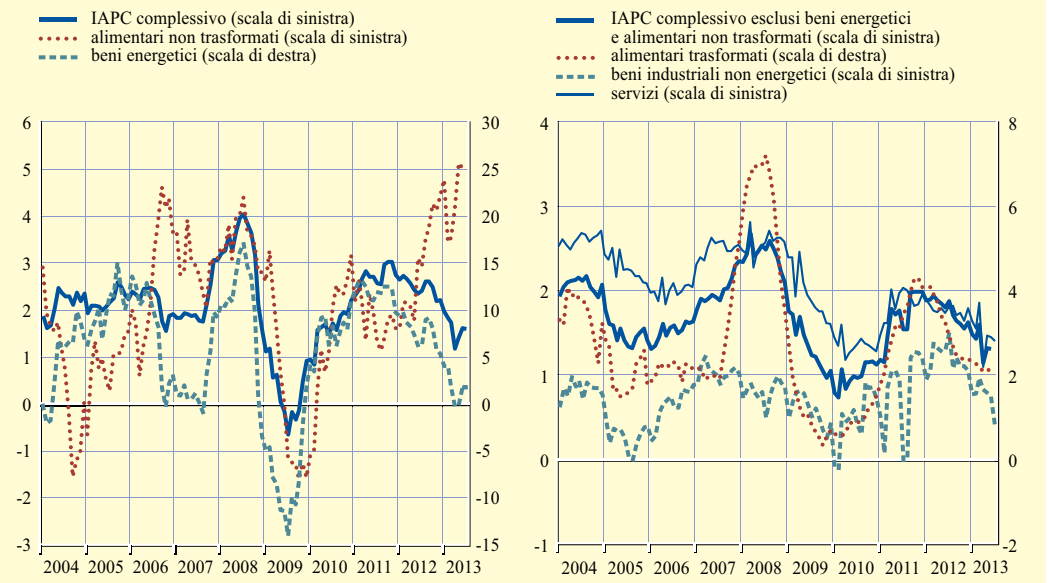
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2011	2012	2013 feb.	2013 mar.	2013 apr.	2013 mag.	2013 giu.	2013 lug.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti [1]								
Indice complessivo	2.7	2.5	1.8	1.7	1.2	1.4	1.6	*1.6*
Beni energetici	11.9	7.6	3.9	1.7	-0.4	-0.2	1.6	*1.6*
Beni alimentari	2.7	3.1	2.7	2.7	2.9	3.2	3.2	*3.5*
Alimentari non trasformati	1.8	3.0	3.5	3.5	4.2	5.1	5.0	.
Alimentari trasformati	3.3	3.1	2.3	2.2	2.1	2.1	2.1	.
Beni industriali non energetici	0.8	1.2	0.8	1.0	0.8	0.8	0.7	*0.4*
Servizi	1.8	1.8	1.5	1.8	1.1	1.5	1.4	*1.4*
Altri indicatori di prezzi								
Prezzi alla produzione nell'industria	5.8	2.9	1.3	0.6	-0.2	-0.1	.	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	79.7	86.6	86.7	84.2	79.3	79.2	78.3	.
Prezzi delle materie prime non energetiche	12.2	0.5	-3.6	-1.6	-3.5	-4.8	-7.3	.

Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Reuters.
1) Il dato sullo IAPC (escluso alimentari non trasformati e trasformati) di luglio 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.

stato solo lievemente positivo (0,1 per cento rispetto a maggio), riflettendo un modesto rincaro dei carburanti per autotrazione e l'invarianza dei prezzi di elettricità e gas.

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione complessiva dei beni alimentari, trasformati e freschi, è salita al 3,5 per cento in luglio. Per questo mese non sono disponibili informazioni ufficiali sulla scomposizione dell'aggregato dei beni alimentari. In giugno l'inflazione degli alimentari freschi è scesa leggermente al 5,0 per cento, dal 5,1 di maggio, il livello più elevato in oltre un decennio. Questa lieve flessione cela un ulteriore forte aumento della variazione mensile destagionalizzata allo 0,9 per cento, che è stato ampiamente compensato da un effetto base al ribasso. La brusca impennata dei prezzi di tale componente è dovuta all'andamento dei prezzi di frutta e verdura. Per contro, l'inflazione degli alimentari trasformati è rimasta al 2,1 per cento in giugno, invariata per il terzo mese consecutivo.

La stima preliminare dell'Eurostat indica che la dinamica dello IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici è scesa all'1,1 per cento in luglio, dall'1,2 di giugno; escludendo queste componenti volatili, l'indice è costituito da due voci principali: i beni industriali non energetici e i servizi. Secondo la stima, l'inflazione dei beni industriali non energetici è diminuita allo 0,4 per cento in luglio, dallo 0,7 di giugno, principalmente a seguito di sconti promozionali estivi più consistenti rispetto a dodici mesi prima. L'inflazione di questa componente ha oscillato intorno allo 0,8 per cento dall'inizio dell'anno, tranne in marzo, quando è salita all'1,0 per cento. Il calo di giugno, contro lo 0,8 per cento di maggio, è stato determinato da un rallentamento dei prezzi delle autovetture. Si stima che l'inflazione dei servizi si sia situata all'1,4 per cento in luglio, invariata da giugno, quando era diminuita dall'1,5 per cento di maggio. La flessione di giugno è riconducibile in ampia misura a un effetto di arrotondamento, con un andamento del tasso annuale di crescita dei pacchetti vacanze compensato da un leggero calo di diverse altre componenti.

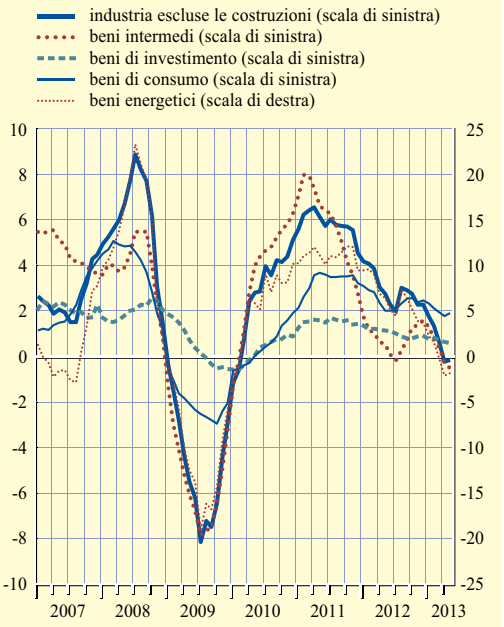
3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

Dalla pubblicazione del numero di luglio di questo Bollettino non si sono resi disponibili nuovi dati sui prezzi alla produzione nell'industria nell'area dell'euro. I dati nazionali suggeriscono che con ogni probabilità la dinamica tendenziale dei prezzi alla produzione (al netto delle costruzioni) è aumentata in giugno, entrando in territorio positivo, dopo i tassi negativi registrati in aprile e maggio. L'inflazione alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) ha mostrato in maggio un calo su base annua dello 0,1 per cento, leggermente meno marcato rispetto ad aprile (tavola 7 e figura 23). Questo andamento riflette l'accelerazione in termini tendenziali dei prezzi dei beni energetici e di consumo, che ha più che compensato l'ulteriore rallentamento di quelli dei beni intermedi. L'inflazione alla produzione dei beni di investimento è rimasta invariata. Al netto delle costruzioni e dell'energia, la dinamica dei prezzi alla produzione nell'industria è scesa allo 0,5 per cento in maggio, dallo 0,6 del mese precedente.

Le più recenti informazioni desunte sia dall'indice PMI sia dalle indagini della Commissione europea segnalano un ulteriore contenimento delle spinte inflazionistiche. Con riferimento ai dati del PMI (cfr. figura 23), tra giugno e luglio l'indice dei prezzi degli *input* nel settore manifatturiero è diminuito da 44,1 a 43,4, mentre quello dei prezzi degli *output* è aumentato da 47,5 a 48,5. Entrambi gli indici rimangono al di sotto del valore soglia di 50, su livelli inferiori alle loro medie di lungo periodo, indicando quindi una flessione dei prezzi. L'indagine della Commissione europea sulle aspettative per i prezzi di vendita nell'industria ha registrato un lieve incremento in luglio, considerando che tali aspettative sono aumentate in tutti i comparti.

Figura 22 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

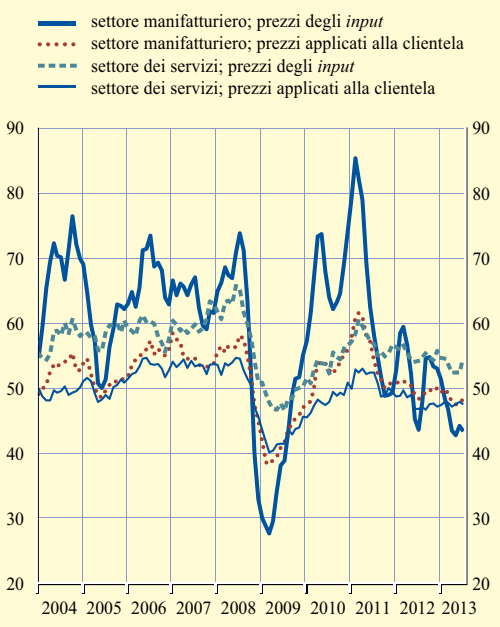
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

(indici di diffusione; dati mensili)



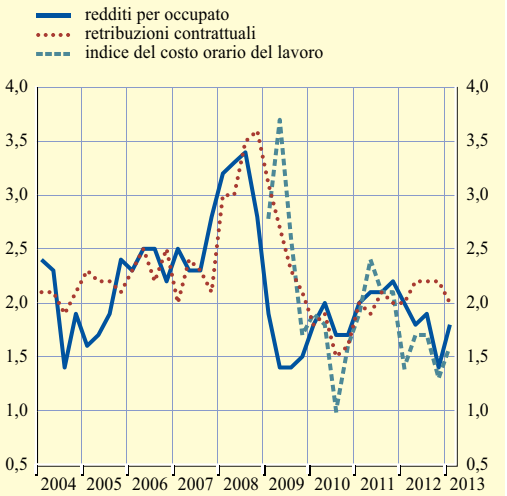
Fonte: Markit.
Nota: un valore dell'indice superiore a 50 indica un incremento dei prezzi, mentre un valore inferiore a tale soglia ne indica un decremento.

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Le spinte inflazionistiche interne originate dal costo del lavoro sono rimaste contenute nel primo trimestre del 2013 (cfr. tavola 8 e figura 24). Nello stesso periodo la crescita salariale, misurata sia in ore sia pro capite, è aumentata moderatamente nell'area dell'euro. Tale andamento è stato più marcato nel settore pubblico rispetto a quello privato. Contestualmente, gli indicatori del costo del lavoro hanno evidenziato differenze significative a livello nazionale. Mentre in alcuni paesi dell'area dell'euro i salari nominali e il costo del lavoro per unità di prodotto sono cresciuti in misura molto contenuta o addirittura sono diminuiti, in altri la dinamica salariale è rimasta vivace. Dato che le ore totali lavorate hanno registrato un ulteriore marcato calo nel primo trimestre del 2013, la crescita della produttività per ora lavorata è aumentata leggermente nell'area dell'euro. Per contro, la dinamica della produttività del lavoro per occupato si è mantenuta a -0,2 per cento, restando quindi in territorio negativo.

Figura 24 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

A livello aggregato, nell'area dell'euro la crescita dei redditi per occupato è aumentata all'1,8 per cento nel primo trimestre del 2013, dall'1,4 nel periodo precedente. Questa accelerazione riflette in parte la dinamica dei salari nel settore pubblico, dove le retribuzioni sono aumentate nuovamente perché sono venuti meno gli effetti delle riduzioni salariali *una tantum* adottate in alcuni paesi nel quadro delle iniziative di consolidamento fiscale. Nel settore privato i redditi per addetto hanno registrato una lieve accelerazione. Dato che i redditi per occupato sono cresciuti a un ritmo più sostenuto rispetto alla produttività, il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato ulteriormente, dall'1,6 al 2,0 per cento tra il quarto trimestre del 2012 e il primo del 2013.

Nel primo trimestre 2013 la dinamica delle retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro è scesa al 2,0 per cento, dal 2,2 nel periodo precedente. I dati preliminari sulle retribuzioni contrattuali nel

Tavola 8 Indicatori del costo del lavoro

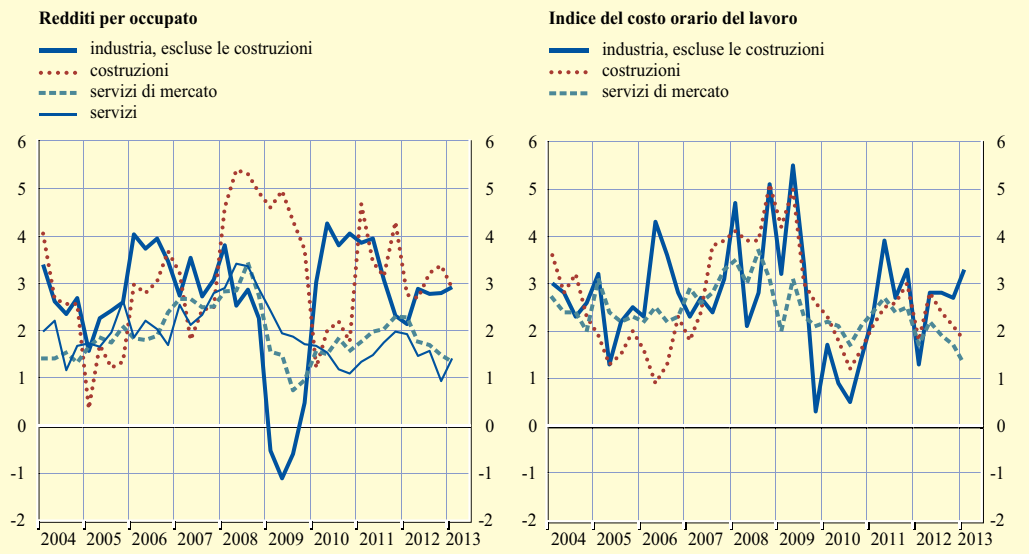
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2011	2012	2012 1° trim.	2012 2° trim.	2012 3° trim.	2012 4° trim.	2013 1° trim.
Retribuzioni contrattuali	2.0	2.1	2.0	2.2	2.2	2.2	2.0
Costo orario complessivo del lavoro	2.1	1.5	1.4	1.7	1.7	1.3	1.6
Redditi per occupato	2.1	1.7	2.0	1.8	1.9	1.4	1.8
Per memoria:							
Produttività del lavoro	1.2	0.1	0.4	0.3	0.0	-0.2	-0.2
Costo del lavoro per unità di prodotto	0.9	1.6	1.6	1.5	1.9	1.6	2.0

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.

secondo trimestre del 2013 indicano una prosecuzione della moderazione salariale. La crescita tendenziale del costo orario del lavoro è aumentata dall'1,3 all'1,6 per cento tra il quarto trimestre del 2012 e il primo del 2013 per effetto di un calo delle ore lavorate. Tale accelerazione ha rispecchiato principalmente l'andamento dell'economia non collegata a business aziendali, che è stato determinato dalle variazioni nel settore dell'amministrazione pubblica, mentre nel settore legato ai business aziendali la dinamica salariale è rimasta stabile. In generale, le retribuzioni sono cresciute a un ritmo più sostenuto rispetto alla componente non salariale del costo orario del lavoro, mostrando un andamento simile a quello osservato nel trimestre precedente.

3.4 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Ci si attende che il tasso di inflazione diminuisca temporaneamente nei prossimi mesi, in particolare a causa di effetti base connessi all'andamento dei prezzi dell'energia dodici mesi prima. In una giusta prospettiva di medio termine, le pressioni di fondo sui prezzi dovrebbero restare contenute, rispecchiando la debolezza generalizzata della domanda aggregata e il ritmo modesto della ripresa. Le aspettative di inflazione a medio-lungo termine continuano a essere saldamente ancorate in linea con la stabilità dei prezzi.

I risultati dell'ultima *Survey of Professional Forecasters* (SPF) mostrano che le aspettative di inflazione si collocano all'1,5 per cento per il 2013 e il 2014 e all'1,8 per cento per il 2015. Rispetto alla precedente rilevazione, le attese sono state corrette al ribasso di 0,2 punti percentuali per il 2013 e di 0,1 punti percentuali per il 2014, mentre quelle per il 2015 sono rimaste invariate (cfr. riquadro 6). I risultati per il 2013 e il 2014 sono lievemente più elevati rispetto a quelli riportati nelle proiezioni macroeconomiche formulate nel giugno 2013 dagli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro. Le attese sull'inflazione a più lungo termine (per il 2018) sono rimaste invariate al 2,0 per cento.

I rischi per le prospettive sull'andamento dei prezzi dovrebbero essere ancora 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 riguardano un'attività economica più debole del previsto.

Riquadro 6

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

Questo riquadro presenta i risultati della *Survey of Professional Forecasters* (SPF) per il terzo trimestre del 2013, condotta tra il 16 e il 19 luglio 2013 sulla base delle risposte di 51 previsori. [1] Rispetto all'indagine precedente, i dati indicano aspettative di inflazione più contenute per il 2013 e il 2014 e invariate per il 2015. Le aspettative sulla crescita del PIL in termini reali sono state corrette al ribasso per tutti gli orizzonti di previsione. Le attese sulla disoccupazione sono state ulteriormente riviste in rialzo, ad eccezione dei dati per il 2013. Quanto alle aspettative di inflazione a più lungo termine, la previsione puntuale media è rimasta immutata al 2,0 per cento.

Aspettative di inflazione a breve termine inferiori per il 2013 e 2014

Le aspettative di inflazione della SPF per il 2013, il 2014 e il 2015 si collocano all'1,5, all'1,5 e all'1,8 per cento rispettivamente (cfr. la tavola), dopo una revisione al ribasso rispetto alla

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)

	Orizzonte di previsione			
IAPC complessivo	**2013**	**2014**	**2015**	**a più lungo termine[1]**
SPF, 3° trim. 2013	1.5	1.5	1.8	2.0
Precedente SPF, 2° trim. 2013	*1.7*	*1.6*	*1.8*	*2.0*
Proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema (giugno 2013)	1.4	1.3	-	-
Consensus Economics (luglio 2013)[2]	1.5	1.5	1.8	2.0
Euro Zone Barometer (luglio 2013)	1.5	1.5	1.7	1.8
Crescita del PIL in termini reali	**2013**	**2014**	**2015**	**a più lungo termine[1]**
SPF, 3° trim. 2013	-0.6	0.9	1.5	1.7
Precedente SPF, 2° trim. 2013	*-0.4*	*1.0*	*1.6*	*1.8*
Proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema (giugno 2013)	-0.6	1.1	-	-
Consensus Economics (luglio 2013)[2]	-0.6	0.8	1.5	1.5
Euro Zone Barometer (luglio 2013)	-0.6	0.9	1.3	1.5
Tasso di disoccupazione[3]	**2013**	**2014**	**2015**	**a più lungo termine[1]**
SPF, 3° trim. 2013	12.3	12.4*	11.8*	9.7*
Precedente SPF, 2° trim. 2013	*12.3*	*12.2*	*11.6*	*9.6*
Consensus Economics (luglio 2013)[2]	12.3	12.4	-	-
Euro Zone Barometer (luglio 2013)	12.2	12.3	12.2	11.4

1) Le aspettative a più lungo termine si riferiscono al 2018 nell'indagine per il terzo trimestre della SPF e in *Consensus Economics,* mentre si riferiscono al 2017 nella SPF per il secondo trimestre e nell'*Euro Zone Barometer*.
2) Le aspettative per il 2015 e quelle a più lungo termine sono state pubblicate da *Consensus Economics* l'ultima volta in aprile 2013.
3) In percentuale delle forze di lavoro.

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

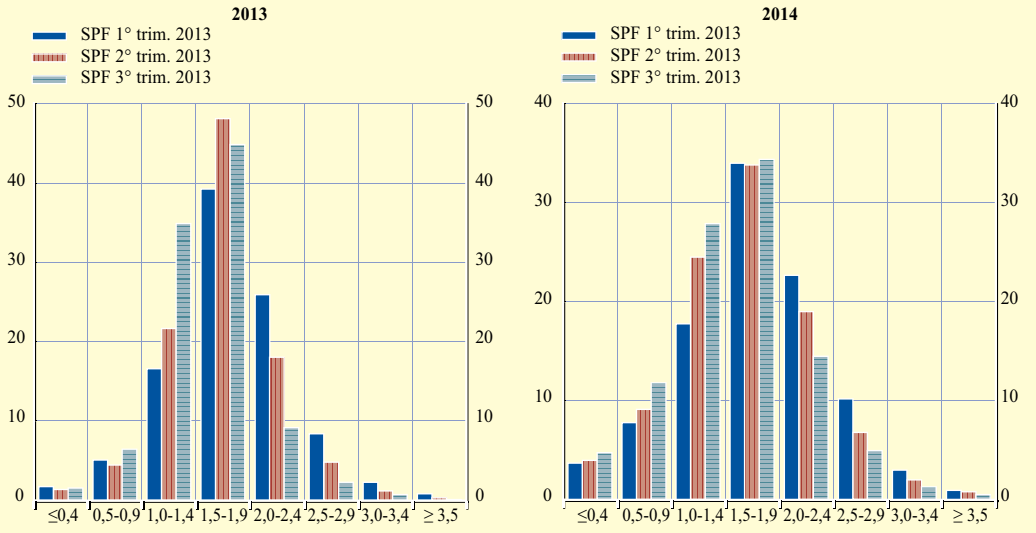
rilevazione precedente pari a 0,2 punti percentuali per il 2013 e il 2015 e a 0,1 punti percentuali per il 2014. Gli intervistati hanno attribuito tali correzioni soprattutto alla maggiore debolezza dell'attività economica e dei mercati del lavoro, nonché ai ribassi delle materie prime e a minori contributi all'inflazione sotto forma di imposte indirette e prezzi amministrati a causa del ritardo nell'applicazione delle misure di consolidamento fiscale.

Le previsioni per il 2013 e il 2014 sono leggermente superiori ai valori riportati nelle proiezioni macroeconomiche dello scorso giugno elaborate dagli esperti della BCE, mentre per il 2013 e il 2015 sono assai simili a quelle pubblicate a luglio 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 leggermente inferiori rispetto alla rilevazione precedente (cfr. figura A).

Gli interpellati ritengono che i rischi per le prospettive di inflazione di base siano sostanzialmente bilanciati o leggermente in flessione, con qualche aumento nei prezzi delle materie prime, imposte indirette e prezzi amministrati. Alcuni previsori indicano i rincari delle materie prime, delle imposte indirette e dei prezzi amministrati come un rischio al rialzo, mentre il rischio al ribasso è rappresentato da un ulteriore deterioramento dell'attività economica e dei mercati del lavoro nell'area dell'euro.

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)



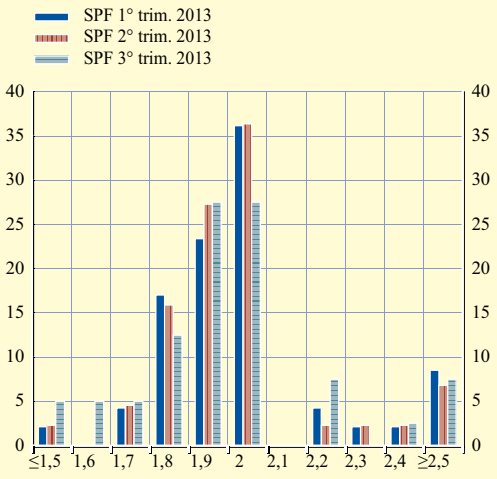
Fonte: BCE.
Nota: la distribuzione di probabilità aggregata corrisponde alla media delle singole distribuzioni di probabilità fornite dai previsori dell'SPF.

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 2018) rimane al 2,0 per cento. Con un arrotondamento a due decimali, le aspettative si collocano in media all'1,95 per cento, in calo di due punti base rispetto alla rilevazione precedente. La mediana delle stime puntuali è scesa all'1,9 per cento, dal 2,0 per cento dell'indagine precedente, riflettendo un calo nella percentuale di intervistati che ha fornito una previsione puntuale del 2,0 per cento, dal 36

Figura B Distribuzione *cross-section* delle previsioni puntuali di inflazione a lungo termine (a 5 anni)

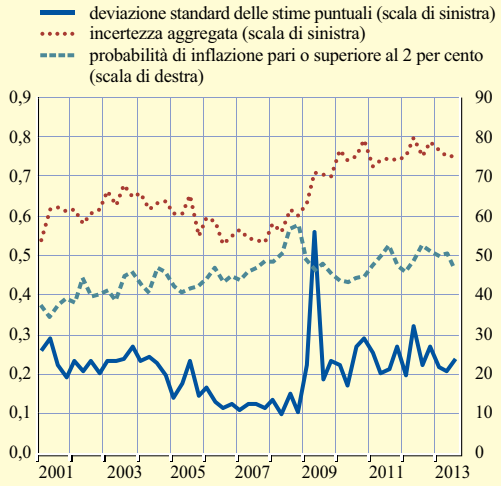
(percentuale di intervistati)



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).

al 28 per cento (cfr. figura B). Le aspettative di inflazione della SPF per il 2018 sono in linea con i valori pubblicati da *Consensus Economics* e lievemente più alte rispetto ai dati sull'inflazione a più lungo termine pubblicati da *Euro Zone Barometer* (1,8 per cento per il 2017).

La distribuzione di probabilità aggregata si è leggermente ridimensionata rispetto all'indagine precedente, e la probabilità che l'inflazione si collochi su un livello pari o superiore al 2,0 per cento è passata dal 50 al 46 per cento.

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

Correzione al ribasso delle aspettative di crescita del PIL per tutti gli orizzonti di previsione

Rispetto all'indagine precedente, le aspettative di crescita del PIL sono state riviste ulteriormente al ribasso, di 0,2 punti percentuali collocandosi quindi a -0,6 per cento per il 2013, e di 0,1 punti percentuali per il 2014 e il 2015 attestandosi allo 0,9 per cento e all'1,5 per cento rispettivamente (cfr. la tavola). Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate lo scorso giugno dagli esperti della BCE, le aspettative per il 2013 sono identiche, (-0,6 per cento per entrambe),

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.

mentre sono leggermente più negative quelle per il 2014 (0,2 punti percentuali in meno). Inoltre, i valori sono ampiamente in linea con le ultime previsioni di *Consensus Economics* e *Euro Zone Barometer* per il 2013 e il 2015. Stando agli interpellati, il principale fattore all'origine delle revisioni al ribasso per il 2013 è la domanda interna nell'area dell'euro inferiore alle attese nel primo trimestre 2013. Inoltre, alla luce dei dati deludenti delle economie emergenti come Cina e Brasile, ci si attende a breve termine un calo del contributo previsto del commercio netto alla crescita. Le correzioni al ribasso per il 2014 e il 2015 sono, in media, lievi e attribuibili principalmente a una domanda interna inferiore.

La distribuzione di probabilità aggregata per il 2013 e il 2015 si è spostata verso il basso. Il cambiamento maggiore riguarda il 2013, considerando che ora gli interpellati assegnano la probabilità maggiore, pari al 43 per cento, all'intervallo tra -1,0 per cento e -0,6 per cento, rispetto al solo 27 per cento nella rilevazione precedente in cui gli intervistati avevano assegnato la probabilità maggiore, 39 per cento, all'intervallo atteso tra -0,5 per cento e -0,1 per cento. Per il 2014 e il 2015 gli spostamenti al ribasso sono stati contenuti. I partecipanti ritengono che i rischi per la crescita del PIL siano orientati al ribasso, principalmente per la minore domanda estera proveniente dalle maggiori economie emergenti e per il peggioramento del clima di fiducia dei mercati rispetto a quanto ipotizzato nello scenario di base. I principali rischi al rialzo sono connessi a un'espansione del commercio mondiale trainato dalle economie avanzate, 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 2018) si attestano all'1,7 per cento. La distribuzione della probabilità aggregata attorno a questa previsione puntuale mostra una lieve riduzione alle estremità rispetto all'indagine precedente.

Aspettative sulla disoccupazione invariate per il 2013 e in aumento per il 2014 e il 2015

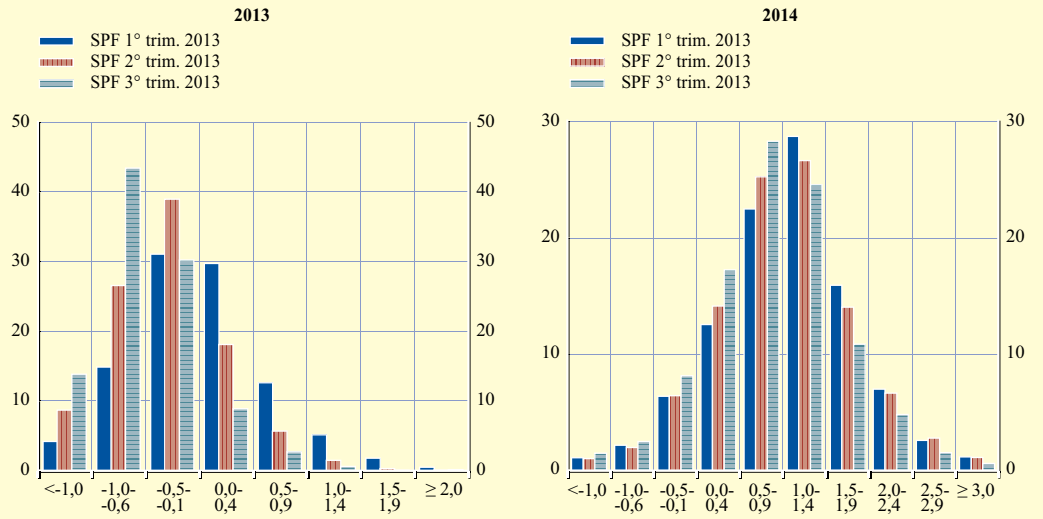
Le previsioni medie puntuali per il tasso di disoccupazione si collocano al 12,3 per cento per il 2013, 12,4 per cento per il 2014 e 11,8 per cento per il 2015. Questi livelli riflettono, con un po' di ritardo, l'andamento previsto di moderata ripresa economica e rispetto all'indagine precedente sono invariati per le previsioni puntuali per il 2013, mentre implicano correzioni al rialzo di 0,2 punti percentuali per il 2014 e il 2015 e di 0,1 punti percentuali per l'orizzonte a più lungo termine (cfr. la tavola).

I partecipanti attribuiscono le revisioni al rialzo soprattutto all'attività economica più debole del previsto nel 2014, menzionando però anche il generale posticipo delle assunzioni per via del clima di scarsa fiducia economica, il fatto che gli effetti delle riforme strutturali dei mercati del lavoro nei paesi colpiti dalla crisi tardino a manifestarsi e l'andamento sfavorevole del reddito disponibile delle famiglie in alcuni stati membri. Le previsioni per il 2013 e il 2014 sono in linea con quelle pubblicate da *Euro Zone Barometer* e *Consensus Economics*, mentre per il 2015 sono leggermente inferiori rispetto a quelle formulate da *Euro Zone Barometer*.

I rischi per le attese sulla disoccupazione sono in larga parte al rialzo e strettamente connessi ai rischi al ribasso per la crescita economica. I rischi al ribasso per le attese sulla disoccupazione riguardano principalmente l'orizzonte medio e di più lungo termine e sono legati soprattutto al crescente impatto positivo delle riforme strutturali già applicate o da adottare nei paesi colpiti dalla crisi.

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.
1) La distribuzione di probabilità aggregate corrisponde alla media delle singole distribuzioni di probabilità fornite dai previsori dell'SPF.

Le aspettative sul tasso di disoccupazione a più lungo termine (per il 2018) sono aumentate lievemente di 0,1 punti percentuali, al 9,7 per cento e la distribuzione dell'intera probabilità aggregata si è spostata ulteriormente verso tassi più alti.

Altre variabili e ipotesi determinanti

In base ad altre informazioni fornite dagli interpellati, le ipotesi relative al tasso di interesse per le operazioni di rifinanziamento principali della BCE sono state significativamente corrette al ribasso di circa un quarto di punto percentuale, attestandosi allo 0,4 per cento fino al secondo trimestre del 2014, prima di risalire ad una media dello 0,8 per cento nel 2015. Il tasso di cambio dollaro/euro è stato rivisto leggermente al ribasso, collocandosi a circa 1,29 nell'orizzonte di previsione. Le quotazioni del greggio sono state corrette al ribasso per tutti gli orizzonti di previsione a circa 1,5 per cento, attestandosi a 104,3 dollari al barile nel terzo trimestre del 2013, e raggiungendo la media di 109,1 dollari nel 2015. Ci si attende che la crescita delle retribuzioni per occupato si collochi all'1,7 per cento nel 2013 e 2014 prima di salire al 2,0 per cento nel 2015, con una lieve correzione al ribasso rispetto ai valori ipotizzati nell'indagine precedente.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

Nell'area dell'euro, dopo sei trimestri di contrazione economica, i recenti indicatori del clima di fiducia basati sui risultati delle indagini qualitative mostrano ulteriori segni di recupero da bassi livelli e una prima cauta conferma dell'aspettativa di una stabilizzazione dell'attività economica. Nel contempo, le condizioni del mercato del lavoro permangono deboli. Nel prosieguo dell'anno e nel 2014 la crescita delle esportazioni dell'area dell'euro dovrebbe beneficiare di una graduale ripresa della domanda mondiale, mentre la domanda interna dovrebbe essere sostenuta dall'orientamento accomodante della politica monetaria e dai recenti aumenti del reddito reale ascrivibili, in generale, al calo dell'inflazione. Inoltre, i miglioramenti complessivi dei mercati finanziari registrati dall'estate scorsa si stanno gradualmente trasmettendo all'economia reale, al pari dei progressi realizzati nel risanamento dei conti pubblici. Gli ulteriori, necessari aggiustamenti di bilancio nei settori pubblico e privato continueranno a pesare sull'attività economica. Nell'insieme, l'economia dell'area dell'euro dovrebbe stabilizzarsi e riprendersi lentamente. I rischi per le prospettive economiche dell'area continuano a essere al ribasso.

4.1 LE COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

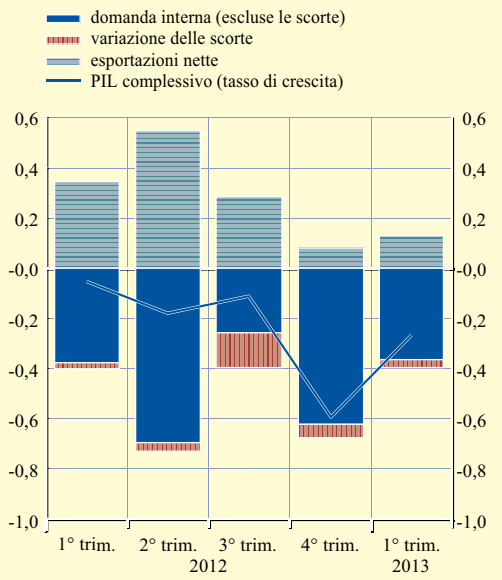
La terza stima dell'Eurostat relativa ai dati di contabilità nazionale mostra che nel primo trimestre del 2013 il PIL in termini reali dell'area dell'euro si è contratto dello 0,3 per cento sul periodo precedente, dopo essere diminuito dello 0,6 nell'ultimo trimestre del 2012 (cfr. figura 26). Il maggiore contributo alla flessione del prodotto nel primo trimestre è provenuto dalla domanda interna, in particolare dagli investimenti fissi lordi, e dalle esportazioni.

Dopo cinque trimestri di dinamica negativa, i consumi privati sono rimasti stazionari nel primo trimestre del 2013. Tale andamento è probabilmente ascrivibile a un contributo negativo della crescita della spesa per consumi legata agli acquisti di automobili, che è stato compensato dall'aumento dei consumi di beni al dettaglio. Anche la crescita dei consumi di servizi sarebbe stata sostanzialmente nulla nel primo trimestre.

Per quanto riguarda il secondo trimestre del 2013, le informazioni sui consumi privati indicano, nel complesso, una dinamica ancora sostanzialmente stabile della spesa delle famiglie. In aprile e maggio le vendite al dettaglio si sono mantenute in media su un livello superiore dello 0,1 per cento rispetto a quello osservato nel primo trimestre, quando le vendite erano aumentate dello 0,3 per cento sul periodo precedente. Nel contempo, nel secondo trimestre le immatricolazioni di nuove autovetture hanno registrato un incremento congiunturale del 3,0 per cento, dopo una flessione della stessa entità nel primo trimestre. I dati desunti dalle indagini nel settore del commercio al dettaglio sono mi-

Figura 26 Crescita del PIL in termini reali e contributi

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



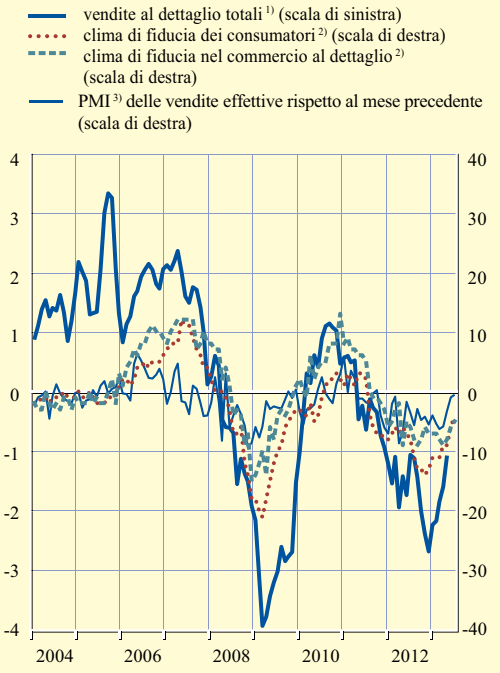
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

gliorati ulteriormente in luglio (cfr. figura 27). Nello stesso mese, l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per tale settore si è collocato in prossimità della soglia teorica tra espansione e contrazione fissata a 50, a indicazione di una sostanziale stabilità delle vendite al dettaglio all'inizio del terzo trimestre. La fiducia dei consumatori dell'area dell'euro è aumentata ulteriormente tra giugno e luglio, crescendo per l'ottavo mese consecutivo. Ciò nonostante, l'indice rimane ancora inferiore alla sua media di lungo periodo, segnalando ulteriore debolezza della spesa per consumi. Infine, anche l'indicatore degli acquisti rilevanti resta al di sotto della sua media di lungo periodo, mostrando una protratta moderazione dei consumi di beni durevoli.

Nel primo trimestre gli investimenti fissi lordi sono scesi dell'1,9 per cento sul periodo precedente, prolungando un calo che si protrae da otto trimestri. Nello stesso periodo sia gli investimenti in costruzioni sia quelli in beni diversi dalle costruzioni si sono contratti di circa il 2 per cento in termini congiunturali.

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

(dati mensili)



Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, Markit ed elaborazioni della BCE.
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.
3) *Purchasing Managers' Index*: scostamenti dal valore 50.

In maggio, la produzione industriale di beni di investimento (un indicatore degli investimenti futuri in beni diversi dalle costruzioni) è diminuita dell'1,5 per cento sul mese precedente dopo un aumento del 2,5 per cento in aprile. L'attività si è collocata in media su un livello superiore di quasi il 3 per cento rispetto a quello del primo trimestre, quando si era ridotta dello 0,2 per cento in termini congiunturali. I dati delle indagini sul settore industriale al netto delle costruzioni per il mese di luglio (sia il PMI sia l'indicatore della Commissione europea) segnalano un ulteriore miglioramento all'inizio del terzo trimestre. Nel contempo, l'indagine della Commissione indica che il grado di utilizzo della capacità produttiva è aumentato nei tre mesi fino a luglio, dopo essere rimasto sostanzialmente stabile sin dalla fine del 2012.

I dati relativi agli investimenti in costruzioni dell'area dell'euro sono in linea con una persistente debolezza nella prima metà del 2013. In maggio la produzione nel settore delle costruzioni è scesa dello 0,3 per cento sul mese precedente, collocandosi su un livello inferiore dello 0,2 per cento rispetto a quello del primo trimestre. Gli andamenti più recenti indicano dunque una contrazione nel secondo trimestre del 2013, forse meno marcata di quella del periodo precedente, quando la produzione nel settore era diminuita del 3,7 per cento su base trimestrale; tale quadro è suffragato dagli esiti delle indagini. L'indice PMI per le costruzioni nell'area dell'euro, nonostante un miglioramento in giugno, è rimasto su un livello significativamente inferiore a 50 nel secondo trimestre, evidenziando una dinamica ancora negativa nel periodo in questione. L'indicatore del clima di fiducia nel settore delle costruzioni pubblicato dalla Commissione europea, che è disponibile fino a luglio, mostra valori inferiori alla sua media storica e, diversamente dalle altre componenti

dell'indicatore del clima economico, in lieve deterioramento. Nel contempo, il permanere dei vincoli di finanziamento, le aspettative di bassa occupazione e le correzioni in atto nel mercato degli immobili residenziali in diversi paesi dell'area continuano a pesare sugli investimenti in costruzioni.

Dopo la contrazione dell'interscambio dell'area dell'euro per due trimestri consecutivi, le ultime informazioni disponibili suggeriscono una dinamica ancora moderata nel secondo trimestre del 2013. I valori dell'interscambio di beni osservati in aprile e maggio si sono collocati, in media, al di sotto dei livelli del primo trimestre. Tuttavia, sulla base degli indicatori di breve periodo anche i prezzi di acquisti e vendite all'estero potrebbero essere diminuiti, segnalando che le perdite in termini di volumi potrebbero essere state in generale meno pronunciate. Sulla base dell'indagine della Commissione europea e del PMI, nel secondo trimestre i nuovi ordini esteri si sono collocati in media al di sotto dei livelli registrati nel primo, a indicazione di una perdurante debolezza del commercio dell'area dell'euro. Nel complesso, l'interscambio dell'area dell'euro dovrebbe rimanere contenuto nel secondo trimestre, per poi migliorare gradualmente, in linea con un moderato rafforzamento dell'attività globale e della domanda interna dell'area dell'euro.

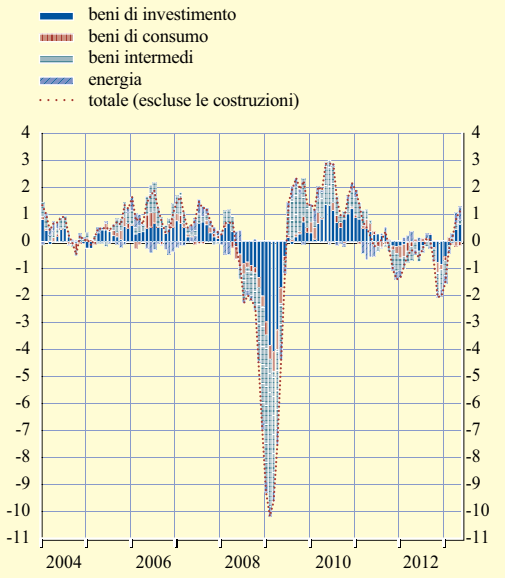
4.2 PRODOTTO PER SETTORE

Nel primo trimestre il valore aggiunto in termini reali è diminuito dello 0,2 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 anche dei servizi, seppure in misura minore.

Per quanto concerne gli andamenti nel secondo trimestre, in maggio la produzione industriale (al netto delle costruzioni) è diminuita dello 0,3 per cento, dopo tre mesi di crescita. Nella media di aprile e maggio l'attività è stata superiore di circa l'1 per cento al livello del primo trimestre, quando era aumentata dello 0,2 per cento sul periodo precedente (cfr. figura 28). L'indicatore della BCE dei nuovi ordinativi industriali (al netto dei mezzi di trasporto pesante) è rimasto invariato in maggio, dopo un calo dello 0,1 per cento in aprile, e nei primi due mesi del secondo trimestre si è collocato in media su un livello superiore dello 0,5 per cento al valore medio del primo trimestre. I risultati più recenti delle indagini confermano questo quadro: in luglio il PMI relativo alla produzione manifatturiera è migliorato ulteriormente, portandosi al di sopra della soglia 50 (cfr. figura 29). Inoltre, i dati dell'indagine della Commissione europea indicano che la domanda si è rafforzata nei tre mesi fino a luglio, seppur da livelli piuttosto bassi.

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.

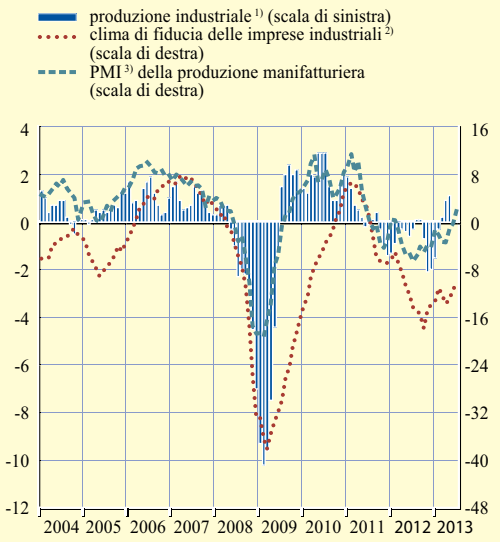
Analogamente all'indice per il settore manifatturiero, anche il PMI relativo all'attività nei servizi è aumentato in luglio, collocandosi all'inizio del terzo trimestre in prossimità della soglia indicativa di espansione fissata a 50. Altre indagini congiunturali presso le imprese, come quelle condotte dalla Commissione europea, hanno altresì mostrato un miglioramento in luglio e sono sostanzialmente in linea con l'andamento del 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 (cfr. figura 30). La crisi ha interessato in misura più marcata i lavoratori giovani e quelli meno qualificati. Il riquadro 7 presenta gli andamenti del mercato del lavoro nell'area dell'euro e negli Stati Uniti dall'inizio della crisi finanziaria.

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

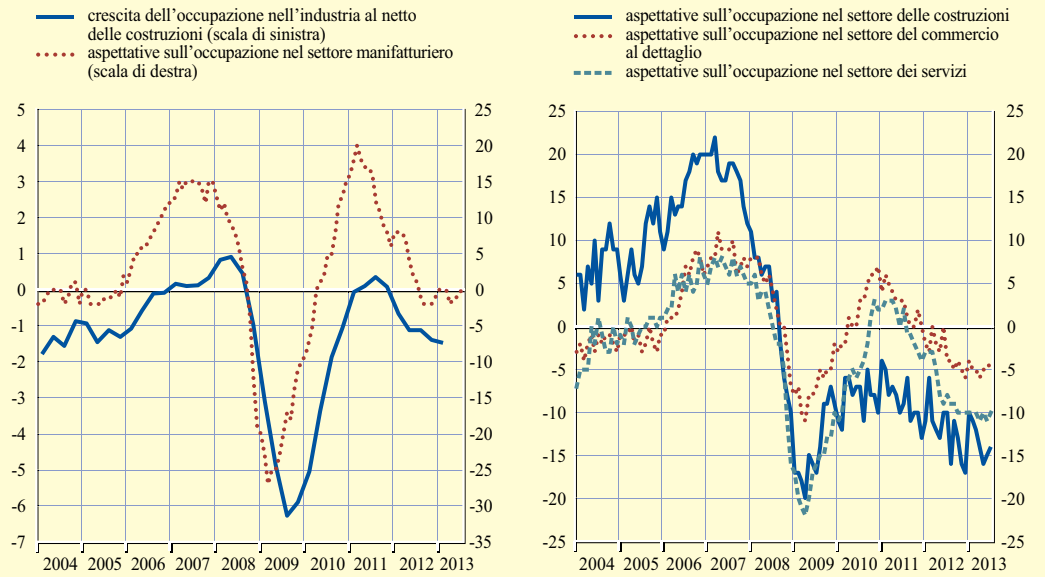
(dati mensili; destagionalizzati)



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

Figura 30 Crescita dell'occupazione e aspettative 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.

Riquadro 7

ANDAMENTI DEL MERCATO DEL LAVORO NELL'AREA DELL'EURO E NEGLI STATI UNITI DALL'INIZIO DELLA CRISI FINANZIARIA MONDIALE

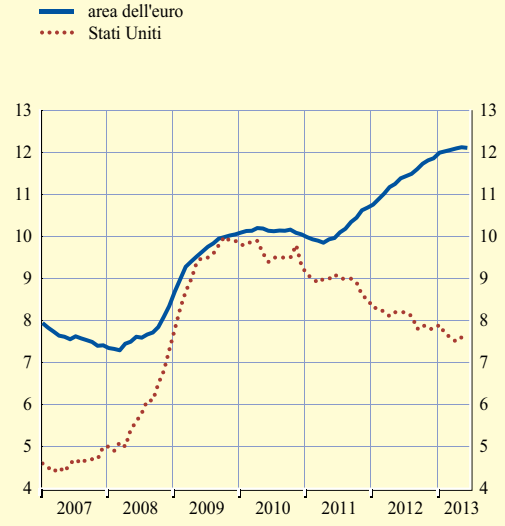
Questo riquadro presenta una sintesi delle differenze tra gli aggiustamenti del mercato del lavoro nell'area dell'euro e negli Stati Uniti dall'inizio della crisi finanziaria mondiale. Inoltre espone alcuni fatti stilizzati su diversi indicatori principali del mercato del lavoro, fra cui gli andamenti del tasso di disoccupazione, del tasso di partecipazione alla forza lavoro e del costo del lavoro.

Andamenti della disoccupazione e dell'occupazione

Nei due anni successivi all'inizio della crisi economica nel 2007 le condizioni del mercato del lavoro sono peggiorate molto rapidamente negli Stati Uniti e gli aggiustamenti sono stati effettuati a un ritmo più sostanziale rispetto all'area dell'euro (cfr. figura A). Le strategie di mantenimento degli organici attraverso una riduzione degli orari (*labour hoarding*) adottate nei mercati del lavoro dell'area dell'euro nella fase iniziale della crisi hanno contribuito a mitigare l'aggiustamento dei livelli occupazionali (cfr. figura B), dato che le imprese hanno mostrato una netta preferenza per forme di flessibilità interna, come la riduzione degli straordinari e il ricorso agli accordi di lavoro a orario ridotto.

Figura A Tasso di disoccupazione

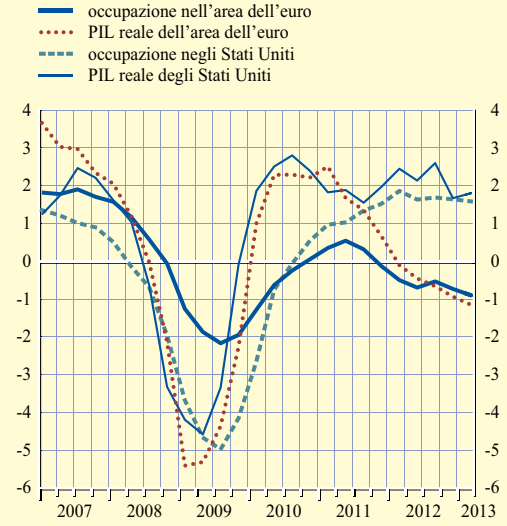
(in percentuale della forza lavoro; dati mensili destagionalizzati)



Fonti: Bureau of Labour Statistics ed Eurostat.

Figura B Occupazione e crescita del PIL reale

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Bureau of Labour Statistics ed Eurostat.

Negli ultimi anni, tuttavia, i tassi di disoccupazione delle due regioni hanno mostrato andamenti ampiamente divergenti, riflettendo differenze significative nella crescita del PIL reale. Dalla metà del 2010 negli Stati Uniti la crescita dell'occupazione è divenuta positiva e il tasso di disoccupazione è diminuito marcatamente. Nell'area dell'euro si è osservata la situazione opposta. Di conseguenza, il divario tra i due tassi di disoccupazione è aumentato costantemente. Nel giugno 2013 il tasso di disoccupazione per l'area dell'euro si è attestato al 12,1 per cento, mentre quello per gli Stati Uniti al 7,6 per cento.

Nella fase iniziale della crisi la relazione statistica tra la crescita economica e il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro si è discostata sensibilmente dalla sua tendenza di più lungo periodo a causa dell'ampio ricorso agli accordi di lavoro a orario ridotto in alcuni paesi dell'area. In seguito, tuttavia, la dinamica della disoccupazione aggregata nell'area dell'euro ha iniziato a essere più sostanzialmente in linea con i profili tipici, per cui il tasso di disoccupazione è divenuto più sensibile alle variazioni del PIL reale dopo il periodo iniziale di *labour hoarding* e la debolezza dell'attività economica si è riflessa in misura crescente nell'aumento della disoccupazione. Per contro, negli Stati Uniti l'aggiustamento più pronunciato del mercato del lavoro nella fase iniziale della crisi e il maggiore incremento dell'occupazione alla ripresa della crescita economica sono risultati più in linea con gli andamenti storici.

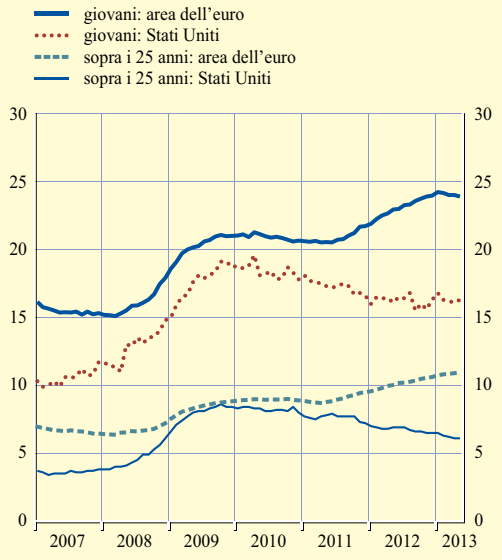
Disaggregazione della disoccupazione per fasce di età e durata

I lavoratori più giovani sono stati particolarmente colpiti dalla crisi in entrambe le regioni, ma negli Stati Uniti, a differenza dell'area dell'euro, il tasso di disoccupazione giovanile è andato diminuendo (cfr. figura C). I tassi di disoccupazione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti suddivisi per fasce di età (lavoratori "giovani" e "di età superiore a 25 anni") seguono un andamento sostanzialmente simile a quello del tasso di disoccupazione totale. Nel complesso, tra il 2007 e il giugno 2013 il tasso di disoccupazione giovanile è aumentato in media dal 15,5 al 23,9 per cento nell'area dell'euro, mentre negli Stati Uniti è salito dal 10,6 al 16,3 per cento.

Nell'area dell'euro la quota di disoccupati da oltre un anno è diminuita inizialmente, ma dal 2009 questa tendenza si è invertita (cfr. figura D). Il calo iniziale ha rispecchiato in parte la crescita

Figura C Disaggregazione del tasso di disoccupazione per fasce di età

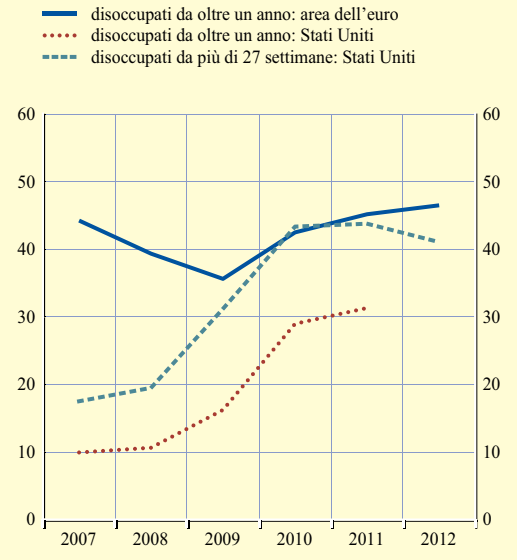
(rispetto alla forza lavoro; dati mensili destagionalizzati)



Fonti: Bureau of Labour Statistics ed Eurostat.
Nota: il tasso di disoccupazione giovanile si riferisce a coloro che hanno 15-24 anni nell'area dell'euro e 16-24 anni negli Stati Uniti.

Figura D Quota della disoccupazione di lungo periodo

(rispetto alla disoccupazione totale; dati annuali)



Fonti: OCSE, Eurostat e Bureau of Labour Statistics.
Nota: la quota della disoccupazione di lungo periodo è definita negli Stati Uniti dal rapporto tra i disoccupati da più di 27 settimane o da oltre un anno e i disoccupati totali, mentre nell'area dell'euro dal rapporto tra i disoccupati da oltre un anno e i disoccupati totali.

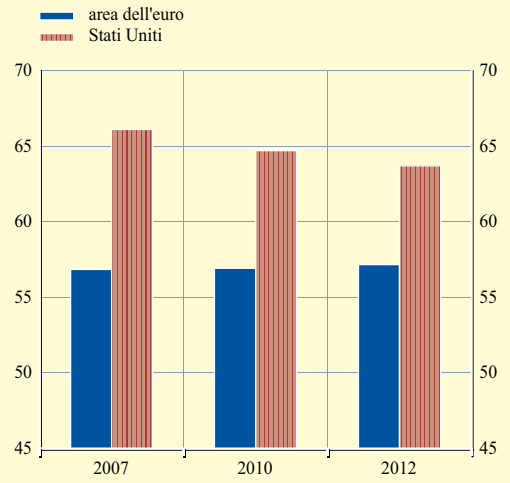
della disoccupazione di breve periodo nella prima fase della crisi. Negli Stati Uniti, per contro, la crisi all'inizio ha comportato un forte aumento della quota di disoccupati di lungo periodo. Ciò potrebbe essere associato all'estensione nel 2008 della durata dell'indennità di disoccupazione, che ha accresciuto gli incentivi per i lavoratori a rimanere disoccupati. Le stime dell'FMI indicano che tra il 2007 e il 2012 la disoccupazione strutturale (NAIRU, *Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*) è salita dal 7,4 al 10,1 per cento nell'area dell'euro, mentre negli Stati Uniti è cresciuta in misura più contenuta (dal 5,0 per cento nel 2007 al 6,1 nel 2012). Queste differenze implicano che l'incremento della disoccupazione è stato in ampia misura strutturale nell'area dell'euro, ma prevalentemente ciclico negli Stati Uniti. Secondo tali stime, quindi, l'aumento del tasso di disoccupazione dal 2007 è stato di natura strutturale per quasi due terzi nell'area dell'euro e per un terzo negli Stati Uniti.

Andamenti della partecipazione alla forza lavoro

La differenza tra le dinamiche occupazionali negli Stati Uniti e nell'area dell'euro va ricondotta anche ai livelli di partecipazione al mercato del lavoro molti diversi (cfr. figura E). Una delle caratteristiche di maggior rilievo della crisi è stato l'aumento del tasso di partecipazione nell'area dell'euro, che ha rispecchiato l'incremento tendenziale della partecipazione femminile nell'area (cfr. figura F). Per contro, negli Stati Uniti il tasso di partecipazione è sceso sensibilmente tra il 2007 e il 2012.

Figura E Tasso di partecipazione totale alla forza lavoro

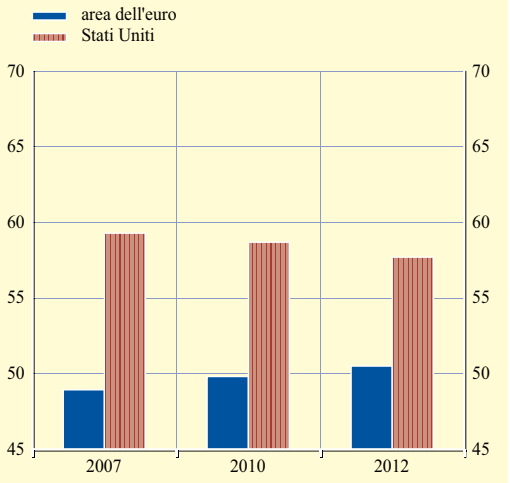
(rispetto alle popolazioni "sopra i 15/16 anni")



Fonti: Bureau of Labour Statistics ed Eurostat.
Nota: il tasso di partecipazione alla forza lavoro è stato calcolato per la popolazione "sopra i 15 anni" nell'area dell'euro e per la popolazione "sopra i 16 anni" negli Stati Uniti.

Figura F Tasso di partecipazione femminile alla forza lavoro

(rispetto alle popolazioni "sopra i 15/16 anni")



Fonti: Bureau of Labour Statistics ed Eurostat.

Negli Stati Uniti tra il 2010 e il 2012 la flessione del tasso di partecipazione ha contribuito in misura significativa al calo del tasso di disoccupazione. Allo stesso tempo, nell'area dell'euro l'aumento del tasso di partecipazione ha determinato in parte l'incremento del tasso di disoccupazione. Nell'ipotesi che i tassi di partecipazione alla forza lavoro sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro fossero rimasti invariati rispetto al 2007 e che la differenza rispetto ai tassi effettivi si fosse pienamente riflessa nel numero di disoccupati, il tasso di disoccupazione degli

Stati Uniti nel 2012 sarebbe stato più elevato rispetto a quello dell'area dell'euro. Gli andamenti divergenti dei tassi di partecipazione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti indicano che un significativo eccesso di offerta presente sul mercato del lavoro negli Stati Uniti non è stato colto appieno dall'andamento del tasso di disoccupazione.

Andamenti del costo del lavoro

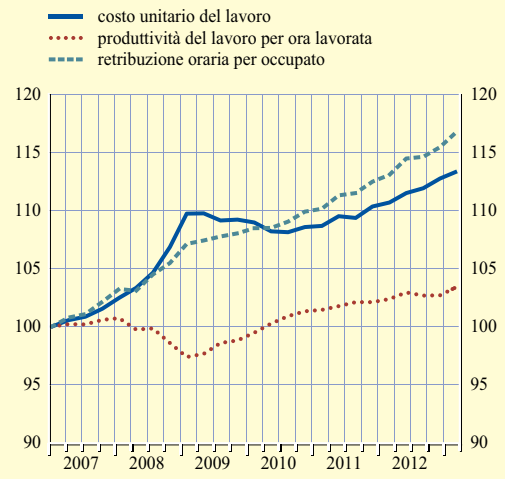
Tra il primo trimestre del 2007 e il primo del 2013 il costo unitario del lavoro nel settore delle imprese è aumentato sensibilmente di più nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti (cfr. figure G e H). Tali andamenti hanno rispecchiato principalmente il rallentamento della produttività per ora lavorata nell'area dell'euro, ma anche una lieve accelerazione delle retribuzioni orarie per occupato negli Stati Uniti.

L'ampio ricorso alle strategie di *labour hoarding* nella fase iniziale della crisi e l'assenza di adeguate misure di ristrutturazione a fronte della contrazione dell'attività economica hanno gravato sulla crescita della produttività del lavoro nell'area dell'euro. Al contempo, negli Stati Uniti l'andamento dei salari ha seguito strettamente quello della produttività del lavoro, mentre nell'area dell'euro la dinamica salariale si è differenziata nettamente da quella della produttività.

In sintesi, dall'inizio della crisi vari fattori hanno contribuito a determinare le differenze tra i mercati del lavoro nelle due regioni. Nel complesso, la maggiore flessibilità del mercato del lavoro negli Stati Uniti ha comportato aggiustamenti più rapidi e consistenti agli shock al ribasso iniziali e si è accompagnata a una dinamica del costo unitario del lavoro più moderata rispetto all'area dell'euro. A sua volta, ciò avrebbe contribuito ad agevolare le misure di aggiustamento e ristrutturazione dell'economia e potrebbe essere un motivo per cui dal 2010 l'andamento della attività economica è stata sensibilmente più favorevole negli Stati Uniti rispetto all'area

Figura G Andamento del costo unitario del lavoro nel settore delle imprese dell'area dell'euro

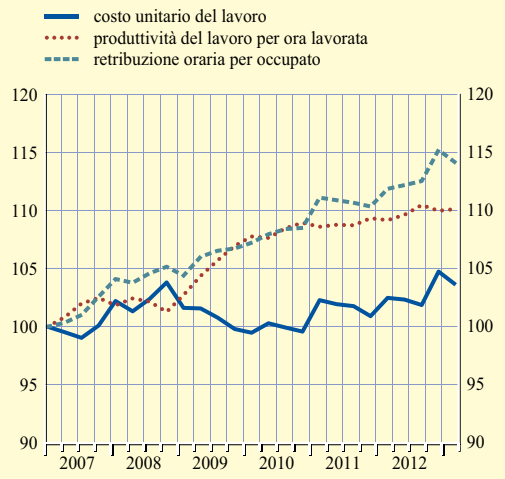
(1° trim. 2007 = 100; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: il settore delle imprese nell'area dell'euro è definito come l'economia totale, escludendo amministrazione pubblica e difesa, previdenza sociale obbligatoria, istruzione, salute pubblica e lavori socialmente utili.

Figura H Andamento del costo unitario del lavoro nel settore delle imprese non agricole degli Stati Uniti

(1° trim. 2007 = 100; dati trimestrali)



Fonte: Bureau of Labour Statistics.

dell'euro. Oltre alla necessità di rafforzare le riforme strutturali nell'area dell'euro per favorire la concorrenza e la produttività, ciò sottolinea l'esigenza che le riforme del mercato del lavoro assicurino che in futuro i salari nell'area rispondano in modo più flessibile e adeguato agli andamenti della produttività del lavoro e dell'occupazione.

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 3° trim.	2012 4° trim.	2013 1° trim.	2011	2012	2012 3° trim.	2012 4° trim.	2013 1° trim.
Totale economia	0,3	-0,7	-0,1	-0,3	-0,5	0,3	-1,3	0,1	-0,7	-0,9
di cui:										
Agricoltura e pesca	-2,1	-1,6	-0,6	-0,7	-1,5	-2,8	-2,2	-0,7	-0,5	-0,7
Industria	-1,1	-2,2	-0,5	-0,9	-0,8	-0,7	-3,3	-0,5	-1,1	-1,5
Escluse le costruzioni	0,1	-1,1	0,0	-0,6	-0,5	0,9	-2,0	0,0	-0,7	-1,2
Costruzioni	-3,8	-4,8	-1,7	-1,6	-1,6	-3,9	-6,1	-1,6	-2,0	-2,2
Servizi	0,8	-0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,9	-0,6	0,4	-0,5	-0,7
Commercio e trasporti	0,8	-0,8	-0,1	-0,4	-0,3	0,6	-1,4	0,2	-1,0	-0,6
Informatica e comunicazione	1,3	1,5	-0,3	1,1	-0,2	1,4	1,4	0,6	0,2	-0,3
Finanziari e alle imprese	-0,4	-0,7	-0,8	0,2	0,0	-0,3	-0,8	-0,1	-0,6	-0,6
Attività Immobiliari	3,1	0,4	-1,2	0,6	-1,4	3,8	-0,4	-0,2	-1,8	-1,7
Servizi Professionali	2,7	0,7	0,8	-0,2	-0,7	2,8	0,5	0,8	-0,6	-0,9
Amministrazione pubblica	0,3	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	0,4	-0,5	0,1	0,1	-0,9
Altri servizi [1]	0,0	0,6	0,7	-0,1	0,0	0,0	-0,1	1,2	-0,7	-0,7

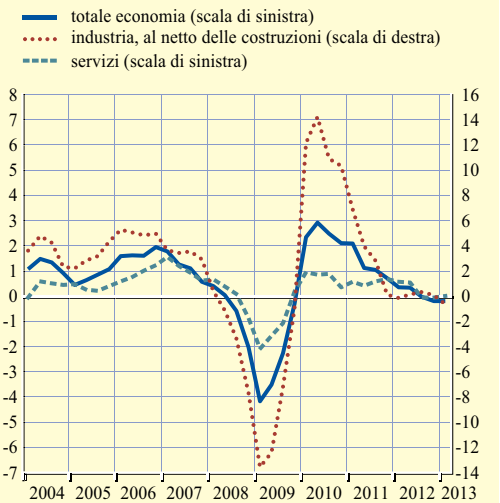
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
1) Comprende anche servizi domestici, attività artistiche e attività delle organizzazioni extraterritoriali.

Nel primo trimestre del 2013 il numero degli occupati è diminuito dello 0,5 per cento sul periodo precedente, segnando la settima flessione trimestrale consecutiva (cfr. tavola 9). A livello settoriale, i dati più recenti indicano una accentuata contrazione dell'occupazione nell'industria e una riduzione meno marcata nei servizi. Il numero complessivo di ore lavorate è calato dello 0,9 per cento sul periodo precedente nel primo trimestre. Rispetto al primo trimestre del 2012, le ore lavorate sono diminuite del 2,2 per cento, ovvero più del doppio rispetto alla flessione del numero degli occupati. Tale differenza indica molto probabilmente una maggiore flessibilità delle imprese a ridurre gli orari di lavoro piuttosto che l'organico.

Nel primo trimestre del 2013 la produttività per occupato è diminuita dello 0,2 per cento rispetto al periodo corrispondente del 2012, ovvero a un tasso analogo a quello registrato nel trimestre precedente (cfr. figura 31). Nel contempo, il tasso

Figura 31 Produttività del lavoro per occupato

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



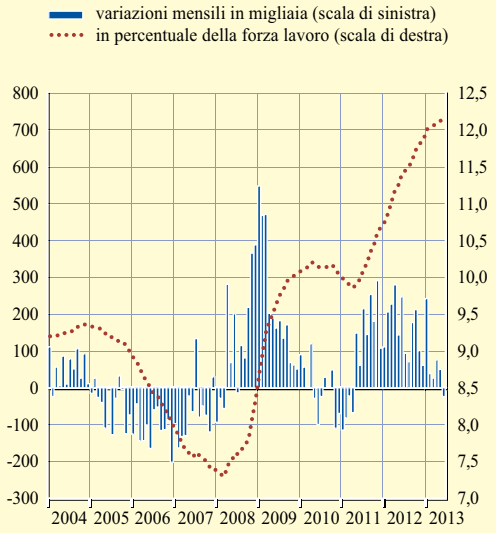
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

di crescita tendenziale della produttività per ora lavorata è salito dallo 0,6 all'1,1 per cento. Per quanto riguarda il secondo trimestre del 2013, l'indice di produttività PMI (*Purchasing Managers' Index*) per i settori manifatturiero e dei servizi segnala il protrarsi di dinamiche deboli.

Il tasso di disoccupazione, in aumento sin dalla prima metà del 2011, si è attestato al 12,1 per cento in giugno, il livello più elevato dall'inizio delle rilevazioni nel 1995 (cfr. figura 32). Il ritmo dell'incremento del tasso di disoccupazione si sta tuttavia attenuando. Gli indicatori delle indagini prefigurano un'ulteriore perdita di posti di lavoro sia nell'industria sia nei servizi nel secondo trimestre del 2013 e all'inizio del terzo trimestre. Nell'ultima *Survey of Professional Forecasters*, il tasso di disoccupazione atteso per il 2013 è rimasto invariato e quello per il 2014 è stato rivisto al rialzo rispetto alla rilevazione precedente (cfr. riquadro 6 nella sezione 3).

Figura 32 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

4.4 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Nel prosieguo dell'anno e nel 2014 la crescita delle esportazioni dell'area dell'euro dovrebbe beneficiare di una graduale ripresa della domanda mondiale, mentre la domanda interna dovrebbe essere sostenuta dall'orientamento accomodante della politica monetaria e dai recenti aumenti del reddito reale ascrivibili, in generale, al calo dell'inflazione. Inoltre, i miglioramenti complessivi dei mercati finanziari registrati dall'estate scorsa si stanno gradualmente trasmettendo all'economia reale, al pari dei progressi realizzati nel risanamento dei conti pubblici. Gli ulteriori, necessari aggiustamenti di bilancio nei settori pubblico e privato continueranno a pesare sulle prospettive di crescita. Nel complesso, l'attività economica dell'area dell'euro dovrebbe stabilizzarsi e riprendersi nel corso dell'anno, seppur a un ritmo moderato.

I rischi per le prospettive economiche dell'area continuano a essere al ribasso. Le recenti dinamiche delle condizioni sui mercati monetari e finanziari mondiali e le connesse incertezze potrebbero influenzare negativamente le condizioni economiche. Altri rischi al ribasso includono la possibilità di una domanda interna ed estera inferiore alle attese e una lenta o insufficiente attuazione delle riforme strutturali nei paesi dell'area dell'euro.

ARTICOLI

LA TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA AI TASSI BANCARI AL DETTAGLIO NELL'AREA DELL'EURO IN UN PERIODO DI FRAMMENTAZIONE FINANZIARIA

Nonostante l'orientamento accomodante della politica monetaria, le condizioni per la concessione dei prestiti bancari sono rimaste eterogenee a fronte di persistenti tensioni nei mercati del debito sovrano, fragile attività economica, deboli posizioni patrimoniali ed elevati livelli di incertezza. Di conseguenza, i tassi di interesse ufficiali estremamente contenuti non si sono trasmessi nella stessa misura osservata in passato ai tassi bancari attivi in vari paesi in cui gli effetti di un orientamento monetario così accomodante sarebbero particolarmente opportuni.

Inoltre, i modelli convenzionali di trasmissione (ossia i modelli in cui i tassi di interesse ufficiali e di mercato sono considerati le più importanti determinanti dei tassi sui prestiti bancari al dettaglio) non riescono a render conto dei livelli crescenti di eterogeneità dei tassi bancari attivi durante la crisi perché tra le variabili esplicative non comprendono i fattori di rischio e i differenziali tra titoli di Stato. In questo contesto, il presente articolo illustra nuove evidenze empiriche riguardanti la trasmissione dei tassi di interesse nelle quattro maggiori economie dell'area dell'euro sulla base di modelli appositamente sviluppati di recente; tali analisi tengono in considerazione l'impatto delle tensioni nei mercati del debito sovrano e dei fattori di rischio aventi un'incidenza sul processo di fissazione dei tassi di interesse. Queste evidenze poggiano su statistiche armonizzate relative ai tassi di interesse delle IFM a partire dal 2003. Le simulazioni basate su questi modelli confermano che negli anni recenti i fattori di rischio e i differenziali tra titoli di Stato hanno esercitato un marcato impatto sui tassi bancari attivi in Italia e Spagna.

In risposta alla crescente frammentazione, la BCE ha introdotto varie misure convenzionali e non convenzionali, che hanno concorso in misura notevole ad attenuare le tensioni finanziarie nell'area dell'euro. Nondimeno, per assicurare l'adeguata trasmissione della politica monetaria alle condizioni di finanziamento nei paesi dell'area, è essenziale ridurne ulteriormente la frammentazione dei mercati creditizi e consolidare, ove necessario, la capacità di tenuta delle banche[1)]*.*

1 INTRODUZIONE

La crisi finanziaria e del debito sovrano ha interessato tutti i segmenti del sistema finanziario e ha esercitato un impatto particolarmente marcato sul settore bancario. Il corretto funzionamento di quest'ultimo è indispensabile per garantire l'efficacia del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, specie nell'area dell'euro dove le banche svolgono un ruolo preminente quale fonte di finanziamento esterno per il settore privato non finanziario.

Le condizioni per la concessione di prestiti bancari sono rimaste eterogenee a fronte di persistenti tensioni nei mercati del debito sovrano, fragile attività economica, vulnerabilità delle banche ed elevati livelli di incertezza in alcuni paesi. Di conseguenza, i tassi di interesse di riferimento estremamente contenuti non si sono trasmessi ai tassi bancari attivi in vari paesi in cui gli effetti di un orientamento così accomodante sarebbero particolarmente opportuni. La BCE ha risposto con vigore alle implicazioni della frammentazione per la politica monetaria introducendo varie misure convenzionali e non convenzionali, che hanno concorso in misura considerevole ad attenuare le tensioni finanziarie. Ciò nonostante, la frammentazione nel settore bancario dell'area dell'euro e le turbolenze nei mercati del debito sovrano rimangono tuttora consistenti.

In questa cornice l'articolo analizza la trasmissione della politica monetaria ai tassi sui prestiti bancari nell'area dell'euro in condizioni di notevole frammentazione finanziaria. L'articolo è strut-

1) L'articolo è redatto sulla base delle informazioni disponibili al 19 giugno 2013.

turato come segue: la sezione 2 illustra statistiche dettagliate sui tassi di interesse delle IFM che servono a descrivere gli andamenti dei tassi sui prestiti alle società non finanziarie, comprese le piccole e medie imprese (PMI), e alle famiglie nell'area dell'euro; la sezione 3 esamina le potenziali determinanti dei tassi bancari attivi nonché l'impatto delle tensioni nei mercati finanziari sulla loro frammentazione tra i vari paesi dell'area dell'euro, con lo scopo principale di fornire nuove evidenze empiriche in merito alla trasmissione dei tassi di interesse nelle quattro maggiori economie dell'area; la sezione 4 trae infine le conclusioni.

2 ETEROGENEITÀ DEI TASSI BANCARI ATTIVI TRA PAESI DELL'AREA DELL'EURO

Per valutare l'efficacia della trasmissione della politica monetaria nei vari paesi dell'area dell'euro è necessario utilizzare una misura accurata e comparabile del costo dei prestiti per le imprese e le famiglie in detti paesi. La presente sezione spiega come vengano impiegate statistiche dettagliate sui tassi di interesse delle IFM per calcolare un indicatore del costo dei prestiti alle società non finanziarie che tenga conto della struttura finanziaria delle imprese. Questa nuova misura accresce la comparabilità tra paesi, finora limitata a causa del differente impatto degli scoperti di conto sui tassi applicati ai prestiti a breve termine. L'indicatore serve poi a descrivere l'andamento dei tassi di interesse sui prestiti alle società non finanziarie nelle quattro maggiori economie dell'area dell'euro. La sezione descrive anche la dinamica del costo dell'indebitamento delle famiglie per l'acquisto di abitazioni e dei costi di finanziamento per le PMI.

LO SVILUPPO DI UN INDICATORE DEL COSTO DEI PRESTITI PER LE SOCIETÀ NON FINANZIARIE DELL'AREA DELL'EURO

Per valutare con accuratezza il costo dei prestiti per le società non finanziarie è importante considerare la struttura complessiva del finanziamento delle imprese. A tale riguardo le statistiche sui tassi di interesse applicati dalle IFM ai prestiti a breve termine alle società non finanziarie, che colgono i tassi bancari sui prestiti con un periodo di determinazione del tasso fino a un anno, offrono una visione solo parziale dei costi di finanziamento sostenuti dalle imprese in alcuni paesi. Questo perché tali statistiche non comprendono i tassi di interesse sugli scoperti di conto, che in alcune grandi economie dell'area dell'euro (come l'Italia) costituiscono una fonte importante di finanziamento. Di conseguenza, quando sono considerati i tassi di interesse sugli scoperti di conto (in genere superiori ad altri tassi sui prestiti bancari a breve termine), il costo stimato dell'indebitamento è maggiore. Nel riquadro 1 viene presentato un indicatore del costo dei prestiti per le società non finanziarie dell'area dell'euro che comprende dati sugli scoperti di conto. L'indicatore è una media ponderata dei tassi sui prestiti bancari con periodo di determinazione del tasso fino a un anno e dei tassi sugli scoperti di conto, utilizzando gli importi in essere come schema di ponderazione.

Riquadro 1

LO SVILUPPO DI INDICATORI DEL COSTO DEI PRESTITI PER L'AREA DELL'EURO

La crisi finanziaria ha indotto un impiego crescente di informazioni sui tassi bancari attivi per singolo paese nella valutazione periodica delle condizioni economiche dell'area dell'euro e nell'analisi del canale dei tassi sui prestiti bancari del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Tuttavia, le prassi correnti per quanto concerne l'uso, la previsione e la segnalazione dei tassi attivi varia in misura considerevole da un paese all'altro, compromettendo la

valutazione accurata dell'evoluzione del costo dei prestiti nell'area dell'euro. Ad esempio, le pubblicazioni ufficiali della BCE riportano solitamente i tassi di interesse applicati dalle IFM al volume delle nuove operazioni. Talvolta i tassi di interesse delle IFM sono riponderati in base agli importi in essere per calcolare tassi attivi compositi per i singoli paesi e per l'area dell'euro nel suo complesso[1]. Il presente riquadro descrive come sono calcolati gli indicatori del costo dei prestiti sulla base di una metodologia comune di aggregazione dei tassi attivi dei vari paesi.

Un nuovo indicatore del costo dei prestiti nell'area dell'euro

La costruzione dei nuovi indicatori del costo dei prestiti poggia sulle statistiche riguardanti i tassi di interesse delle IFM, considerate la più importante fonte di informazioni per i tassi bancari attivi nell'area dell'euro[2]. Nel calcolo sono impiegate quattro categorie di base dei tassi attivi per singolo paese: si tratta dei tassi sui prestiti a breve e lungo termine erogati sia alle società non finanziarie sia alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. I tassi sui prestiti a lungo termine alle società non finanziarie e i tassi a breve e lungo termine sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono ricavati direttamente dalle statistiche sui tassi di interesse delle IFM. La compilazione dei tassi sui prestiti a breve termine alle società non finanziarie, invece, deve tener conto di due fattori tecnici aggiuntivi: l'importanza degli scoperti di conto quale importante fonte di finanziamento per le imprese in alcune grandi economie dell'area dell'euro (come l'Italia) e il calcolo di una stima della quota di prestiti a lungo termine emessi a tasso variabile[3], assimilabili ai prestiti a breve termine. In particolare, i tassi di interesse sui prestiti a breve termine alle società non finanziarie vengono aggregati sulla base dei tassi sugli scoperti di conto e dei tassi bancari attivi con un periodo di determinazione del tasso inferiore a un anno secondo la seguente formula:

$$CLI_{ST}^{NFC} = BLR_{overdraft}^{NFC} \frac{Overdrafts^{NFC}}{Totloans_{ST}^{NFC}} + BLR_{ST}^{NFC} \left[\frac{(Outloans_{ST}^{NFC} - Overdrafts^{NFC}) + \alpha(Outloans_{LT}^{NFC})}{Totloans_{ST}^{NFC}} \right]$$

dove:

- CLI_{ST}^{NFC} è il tasso sui prestiti a breve termine alle società non finanziarie comprensivi degli scoperti di conto;
- $BLR_{overdraft}^{NFC}$ è il tasso applicato dalle banche agli scoperti di conto delle società non finanziarie;
- BLR_{ST}^{NFC} è il tasso sui prestiti bancari alle società non finanziarie con periodo di determinazione del tasso di interesse fino a un anno;
- $Overdrafts^{NFC}$ è il volume degli scoperti di conto in capo a società non finanziarie;
- $Outloans_{ST}^{NFC}$ è il volume dei prestiti a breve termine in essere (con scadenza fino a un anno) alle società non finanziarie, compresi gli scoperti di conto;

1) Cfr., ad esempio, *Differences in MFI interest rates across euro area countries*, BCE, settembre 2006, nonché *L'uso delle statistiche armonizzate sui tassi di interesse delle IFM* nel numero di luglio 2005 di questo Bollettino.
2) I tassi di interesse delle IFM sono aggregati periodicamente, a partire dal 2003, sulla base dei volumi mensili delle nuove operazioni.
3) I dati sugli scoperti di conto fanno riferimento agli importi in essere desunti dalla base di dati sui bilanci delle IFM.

- $Outloans_{LT}^{NFC}$ è il volume dei prestiti a lungo termine in essere alle società non finanziarie (con scadenza superiore a un anno);

- $\alpha = \left(\frac{1}{12}\right) \sum_{i=0}^{11} \left(\frac{Outloans_{LT,\,flrate}^{NFC}}{Outloans_{LT}^{NFC}} \right)_{t-i}$, dove $Outloans_{LT,\,flrate}^{NFC}$ è il volume dei prestiti in essere a lungo termine a tasso variabile[4];

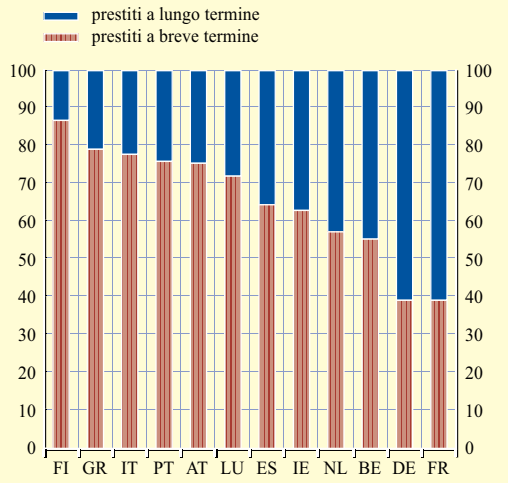
- $Totloans_{ST}^{NFC}$ = è l'importo complessivo in essere dei prestiti a breve termine alle società non finanziarie ($Totloans_{ST}^{NFC} = Outloans_{ST}^{NFC} + \alpha(Outloans_{LT}^{NFC})$).

Schema di ponderazione e compilazione di indicatori compositi

Per aggregare tassi attivi compositi si possono utilizzare due schemi di ponderazione a livello nazionale e dell'area dell'euro: uno basato sul volume degli importi in essere e l'altro su una misura *smoothed* dei volumi delle nuove operazioni. I pesi basati sugli importi in essere colgono la struttura di finanziamento dell'economia con maggiore accuratezza. Tuttavia, la comparabilità delle due basi di dati risente di differenze metodologiche (i dati sui bilanci delle IFM si basano sulla scadenza, mentre i dati sui tassi di interesse delle IFM sui periodi di determinazione del tasso di interesse). Pertanto, l'aggregazione dei tassi di interesse delle IFM in base agli importi in essere fornisce solo una stima del costo dei prestiti per le società non finanziarie (cfr. figura A).

Figura A Incidenza dei prestiti a breve termine delle IFM alle società non finanziarie sul totale dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie in base agli importi in essere

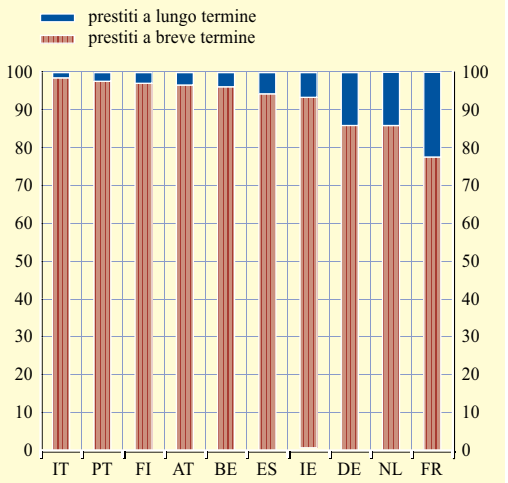
(percentuali; aprile 2013)



Fonte: BCE.
Nota: per prestiti a breve termine si intendono i prestiti con scadenza fino a un anno, nonché gli scoperti di conto e i prestiti a lungo termine a tasso variabile.

Figura B Incidenza dei prestiti a breve termine delle IFM alle società non finanziarie sul totale dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie in base alle nuove operazioni

(percentuali; aprile 2013)



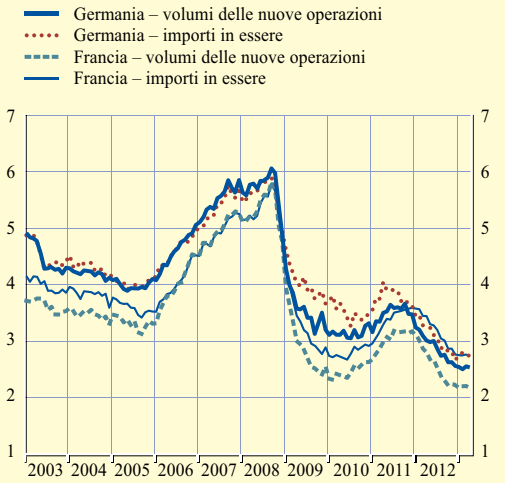
Fonte: BCE.
Nota: per prestiti a breve termine si intendono i prestiti con scadenza fino a un anno, nonché gli scoperti di conto e i prestiti a lungo termine a tasso variabile.

4) I dati sul volume in essere dei prestiti a lungo termine a tasso variabile sono disponibili solamente su base trimestrale dal giugno 2010. Si ipotizza pertanto che il volume rimanga costante per ciascun mese del trimestre. Inoltre, poiché i dati non sono disponibili alla fine (per ritardi di pubblicazione) e all'inizio (tra gennaio 2003 e maggio 2010) del campione, si applicano rispettivamente l'ultimo e il primo valore osservato.

Allo stesso tempo, pur fornendo una misura più precisa dell'impatto del costo marginale di un nuovo prestito sulla struttura complessiva dei costi di finanziamento, l'aggregato basato sui volumi delle nuove operazioni introduce una distorsione a favore dei prestiti con scadenza a breve termine (cfr. figura B) e può essere estremamente variabile su base mensile. A sua volta, questa variabilità rende difficile l'estrazione dell'autentica dinamica di fondo dei tassi sui prestiti al dettaglio. Per depurare i dati dall'eccessiva variabilità mensile, è stato applicato un sistema basato sulle medie mobili di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni.

Figura C Confronto tra indicatori del costo dei prestiti complessivi alle società non finanziarie aggregati per volumi delle nuove operazioni e per importi in essere

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

A livello di paese sono stati costruiti quattro tassi attivi compositi sui prestiti per scadenza e settore: tassi sui prestiti totali a breve e lungo termine e tassi sui prestiti totali alle società non finanziarie e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. A titolo di esempio, la figura C mostra un confronto tra l'indicatore del costo dei prestiti totali alle società non finanziarie basato sulle ponderazioni *smoothed* dei volumi delle nuove operazioni e l'indicatore corrispondente aggregato con gli importi in essere. Quest'ultimo tende a essere più sensibile alle variazioni nei tassi di interesse a lungo termine rispetto al primo, perché l'incidenza dei prestiti a lungo termine basata sugli importi in essere è maggiore di quella basata sui volumi delle nuove operazioni (cfr. figure A e B). Questa maggiore sensibilità è evidente nei periodi in cui i tassi sui prestiti aggregati sulla base degli importi in essere sono superiori a quelli aggregati sulla base dei volumi delle nuove operazioni.

A livello dell'area dell'euro sono stati costruiti otto tassi attivi compositi per scadenza e settore: tassi sui prestiti a breve e lungo termine alle società non finanziarie e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, tassi sui prestiti totali a breve e lungo termine e tassi sui prestiti totali alle società non finanziarie e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. Questi tassi compositi consentono altresì di calcolare un indicatore del costo complessivo dei prestiti per l'area dell'euro.

La BCE ha iniziato la regolare compilazione dei nuovi indicatori armonizzati nel dicembre 2012 e prevede di metterli a disposizione degli utenti esterni tramite lo Statistical Data Warehouse entro la fine del 2013.

VARIAZIONI DEI TASSI SUI PRESTITI BANCARI ALLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE E ALLE FAMIGLIE

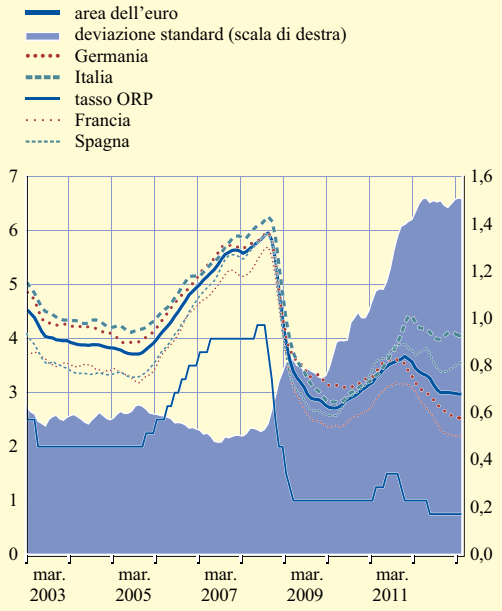
Nelle figure 1 e 2 sono riportati gli indicatori compositi, ossia le medie ponderate dei tassi sui prestiti a breve e lungo termine, relativi al costo dei prestiti rispettivamente per le società non finanziarie e le famiglie nell'area dell'euro. Come mostrano le figure, il costo dell'indebitamento presso le banche per le società non finanziarie e le famiglie ha evidenziato dinamiche diverse dall'inizio della crisi finanziaria e soprattutto dall'acuirsi dei timori per il debito sovrano. Nelle

quattro maggiori economie dell'area dell'euro i tassi sui prestiti bancari alle società non finanziarie hanno ricalcato in ampia misura l'andamento del tasso di rifinanziamento principale della BCE nelle prime fasi della crisi finanziaria a fine 2008 e nel 2009 (cfr. figura 1). Successivamente, in seguito all'acuirsi delle tensioni riguardanti il debito sovrano nel 2010 e in risposta all'aumento dei tassi di interesse di riferimento agli inizi del 2011, hanno iniziato ad aumentare più rapidamente in Spagna e Italia rispetto a Francia e Germania. Mentre in questi ultimi due paesi le riduzioni apportate ai tassi di interesse di politica monetaria da fine 2011 si sono tradotte sostanzialmente in tassi di interesse inferiori sui prestiti alle società non finanziarie, la trasmissione è stata molto più lenta nel caso di Spagna e Italia, dove i tassi di interesse rimangono su un livello superiore a quello registrato nelle altre due grandi economie dell'area.

Quanto ai mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, i tassi bancari attivi in Spagna e Italia hanno reagito in modo particolarmente accentuato alle riduzioni dei tassi di interesse di politica monetaria apportate a fine 2008 e nel 2009 (cfr. figura 2). Ciò è imputabile al fatto che la quota di mutui ipotecari con un periodo di determinazione del tasso di interesse a breve termine è più elevata in questi paesi rispetto alle altre grandi economie dell'area dell'euro. Dopo l'inizio della crisi del debito sovrano a inizio 2010, tuttavia, i tassi di interesse hanno registrato un aumento più brusco in questi due paesi rispetto a Germania e Francia. In seguito alle riduzioni dei tassi di riferimento da fine 2011, i tassi di interesse sui mutui ipotecari si sono contratti nei vari paesi secondo le attese. Tuttavia, i tassi sui mutui ipotecari in Italia e Spagna rimangono superiori ai livelli osservati nel 2010, sebbene i tassi di politica monetaria abbiano raggiunto minimi storici.

Figura 1 Indicatore composito del costo dei prestiti per le società non finanziarie

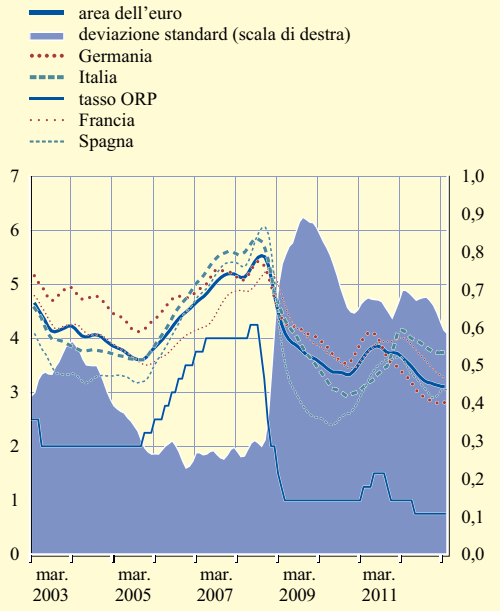
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di tre mesi per il periodo da marzo 2003 ad aprile 2013)



Fonte: BCE.
Note: per una descrizione dettagliata della costruzione dell'indicatore cfr. il riquadro 1. La deviazione standard è calcolata per una composizione fissa di dodici paesi dell'area dell'euro.

Figura 2 Indicatore composito del costo dei mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di tre mesi per il periodo da marzo 2003 ad aprile 2013)



Fonte: BCE.
Note: per una descrizione dettagliata della costruzione dell'indicatore cfr. il riquadro 1. La deviazione standard è calcolata per una composizione fissa di dodici paesi dell'area dell'euro.

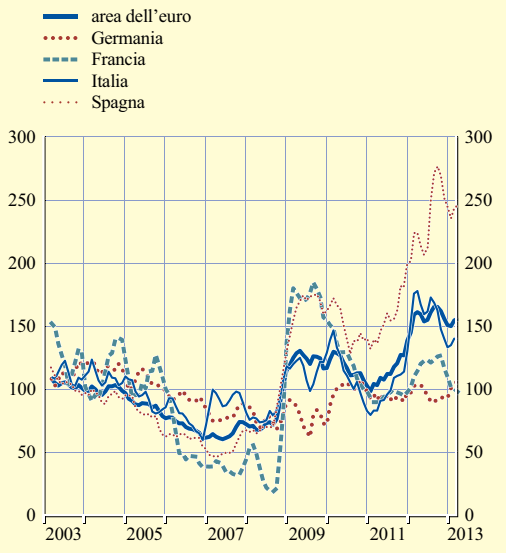
L'andamento eterogeneo dell'indicatore composito del costo dei prestiti per le società non finanziarie e le famiglie si riflette nelle misure del grado di dispersione dei tassi attivi fra i vari paesi (cfr. figure 1 e 2). In particolare, la dispersione dei tassi attivi compositi per le società non finanziarie e le famiglie ha registrato un notevole aumento nelle fasi iniziali della crisi a fine 2008 e nel 2009. Nel caso delle società non finanziarie, si è in qualche misura stabilizzata nel 2010, ma solo per iniziare a crescere nuovamente nel 2011. Più di recente, gli indicatori del grado di dispersione per le società non finanziarie hanno indicato una stabilizzazione nel corso del 2012 e agli inizi 2013. Quanto al tasso composito sui mutui alle famiglie, il grado di dispersione ha segnato una marcata diminuzione dal picco toccato nel 2009 e nel 2010, ma rimane elevato.

ETEROGENEITÀ DEI TASSI SUI PRESTITI BANCARI ALLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE

Dall'inizio della crisi finanziaria è stato eterogeneo anche il differenziale tra i tassi sui prestiti di piccola e grande entità alle società non finanziarie. Sulla base dell'ipotesi che i prestiti alle PMI sono in genere di dimensioni inferiori rispetto a quelli erogati alle grandi imprese, la scomposizione tra i tassi attivi applicati ai prestiti di modesta entità e quelli applicati ai prestiti di grande entità consente un'analisi più dettagliata dei costi dell'indebitamento delle PMI[2]. Nello Statistical Data Warehouse della BCE è disponibile una lunga serie di dati sui tassi di interesse delle IFM distinti fra i tassi attivi sui prestiti fino a 1 milione di euro e quelli sui prestiti di maggiore entità[3]. La figura 3 mostra che il differenziale tra i tassi attivi su queste due tipologie di prestito è positivo per tutti i paesi in esame[4]. Indica altresì che durante la crisi, a fine 2008 e nel 2009, le condizioni di finanziamento bancario per le PMI hanno subito un brusco peggioramento nei quattro maggiori paesi dell'area dell'euro, ma soprattutto in Spagna e Francia. Nel corso del 2010 la situazione è migliorata in tutti i paesi, ma si è poi nuovamente deteriorata a partire dal 2011. Nel 2012 il differenziale ha raggiunto massimi storici in Spagna e Italia, pur essendo in parte diminuito dall'autunno dello stesso anno.

Figura 3 Differenziale tra tassi sui prestiti di modesta e grande entità

(punti base; medie mobili di tre mesi per il periodo da marzo 2003 ad aprile 2013)



Fonte BCE.
Nota: i prestiti di modesta entità sono prestiti fino a 1 milione di euro, mentre quelli di grande entità superano tale importo.

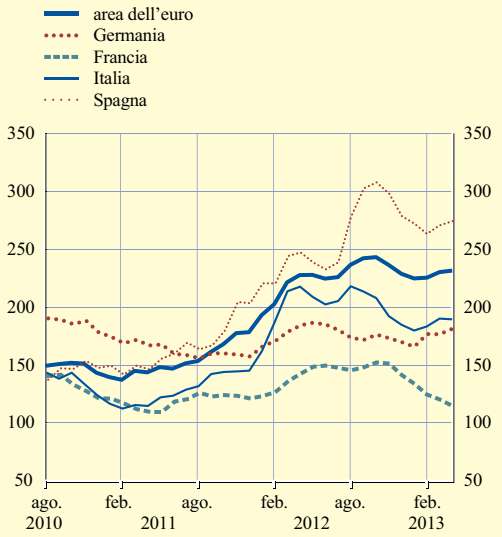
La soglia di 1 milione di euro utilizzata per definire i prestiti di piccola entità potrebbe essere troppo alta per costituire una valida misura in-

2) L'entità dei prestiti può anche essere connessa, in certa misura, alla loro finalità (ad esempio costituzione di scorte, capitale di esercizio, investimenti a lungo termine) e durata.
3) I dati sono scaricabili dallo Statistical Data Warehouse all'indirizzo http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9484266
4) È più difficile e oneroso per le PMI e le giovani aziende accedere al finanziamento esterno a causa dei più elevati costi di transazione, dell'inferiore potere contrattuale, del più alto rischio di impresa e del basso rapporto fra garanzie e passività. Cfr. Berger, A. N. e Udell, G. F., "Small Business and Debt Finance", *Handbook of Entrepreneurship Research*, Kluwer Academic Publishers, 2005, pagg. 299-328; Rauh, J.D., "Investment and Financing Constraints: Evidence from the Funding of Corporate Pension Plans", *Journal of Finance*, vol. 61, 2006, pagg. 33-71; nonché Fee, C. E., Hadlock, C.J. e Pierce, J.R., "Investment, Financing Constraints, and Internal Capital Markets: Evidence from the Advertising Expenditures of Multinational Firms", *Review of Financial Studies*, vol. 22, 2009, pagg. 2362-92.

diretta dei finanziamenti alle PMI. Dal giugno 2010 la BCE raccoglie quindi statistiche più precise per tale categoria di prestiti, che nello specifico è stata suddivisa in due sottocategorie (prestiti fino a 250.000 euro e prestiti tra 250.000 e 1 milione di euro) in modo da assicurare una misurazione più accurata dei costi di finanziamento sostenuti dalle PMI (per una descrizione dei miglioramenti apportati nel tempo alla raccolta dei tassi di interesse delle IFM, cfr. il riquadro 2). Come per il differenziale sui tassi per i prestiti fino a 1 milione di euro e quelli sui prestiti di importo maggiore, il differenziale tra i tassi di interesse sui prestiti molto modesti e quello sui prestiti di grande entità riportato nella figura 4 è aumentato dall'estate del 2011, soprattutto nel caso di Spagna e Italia. Anche in Germania e Francia si è ampliato dagli inizi del 2012, benché in misura decisamente inferiore. Il differenziale tra i tassi applicati dalle banche ai prestiti molto modesti e di grande entità si colloca attualmente su valori superiori alla media di lungo periodo.

Figura 4 Differenziale tra tassi sui prestiti di piccolissima e grande entità

(punti base; medie mobili di tre mesi per il periodo da marzo 2003 ad aprile 2013)



Fonte: BCE.
Nota: i prestiti di piccolissima entità sono prestiti fino a 250.000 euro, mentre quelli di grande entità sono superiori a 1 milione di euro.

Riquadro 2

MIGLIORAMENTI NELLA RACCOLTA DELLE STATISTICHE SUI TASSI DI INTERESSE DELLE IFM

Per consentire l'attuazione efficace della politica monetaria le statistiche monetarie e finanziarie devono essere accurate, tempestive e attendibili. L'innovazione finanziaria richiede un impegno costante a migliorare il quadro di riferimento dell'Eurosistema per le statistiche. A tale proposito dal gennaio 2003 sono state prodotte statistiche armonizzate sui tassi di interesse delle IFM, che sono state affinate ulteriormente nel giugno 2010[1]. Il presente riquadro descrive l'evoluzione della raccolta delle statistiche sui tassi di interesse delle IFM dalla loro introduzione nel 2003.

L'impiego delle statistiche sui tassi di interesse nell'analisi di politica monetaria

Il monitoraggio dei tassi di interesse nei vari paesi riveste un'importanza cruciale per la formulazione della politica monetaria. Innanzitutto, questi andamenti sono essenziali per analizzare il meccanismo attraverso il quale la politica monetaria si trasmette all'economia reale, dato il ruolo preminente del settore bancario quale fonte di finanziamento per il settore privato non finanziario[2]. Offrono poi informazioni sul grado di integrazione nel mercato dei servizi bancari

1) Regolamento BCE/2008/32.
2) Cfr., ad esempio, la sezione 4 dell'articolo *Una valutazione delle condizioni di finanziamento nel settore privato dell'area dell'euro durante la crisi del debito sovrano* nel numero di agosto 2012 di questo Bollettino.

al dettaglio dell'area dell'euro[3]. In terzo luogo, aiutano a tenere sotto osservazione gli sviluppi strutturali del sistema bancario fornendo indicazioni sul modo in cui le banche fissano i propri margini e su come questi reagiscono agli andamenti esterni; infine, integrano le statistiche sugli aggregati monetari con informazioni sui prezzi (tassi di interesse).

L'introduzione delle statistiche MIR nel 2003

Nel gennaio 2003 l'Eurosistema ha iniziato a compilare statistiche armonizzate su prestiti e depositi in euro degli enti creditizi nazionali (la principale componente delle IFM) nei confronti di famiglie e società non finanziarie residenti nell'area dell'euro. Le statistiche sui tassi di interesse al dettaglio raccolte in precedenza non erano armonizzate, ostacolando il confronto fra paesi. Il nuovo quadro di riferimento introdotto nel 2003 ha posto rimedio a questa carenza e, pertanto, ha rappresentato un progresso importante verso una descrizione più accurata del sistema bancario al dettaglio nei vari paesi dell'area dell'euro.

I miglioramenti introdotti nel 2010

Alla luce di un contesto macroeconomico in evoluzione e quale parte degli sforzi profusi per migliorare ulteriormente la qualità, l'affidabilità e l'accuratezza delle statistiche sui tassi di interesse, nel giugno 2010 è stata apportata una serie di migliorie[4] consistenti in:

- una scomposizione più dettagliata dei tassi di interesse bancari applicati ai prestiti di modesta entità alle società non finanziarie. La soglia della categoria dei piccoli prestiti (definiti fino a 1 milione di euro) è stata considerata troppo elevata per individuare i prestiti concessi alle PMI. Pertanto, sono state introdotte due sottocategorie riguardanti i prestiti fino a 250.000 euro e quelli compresi tra 250.000 e 1 milione di euro;

- segnalazioni distinte per i tassi di interesse applicati ai prestiti con garanzie personali e reali. Queste statistiche sono interessanti ai fini dello studio della dinamica alla base delle scelte degli istituti nella fissazione dei tassi di interesse;

- informazioni sulla scadenza originaria dei nuovi prestiti. Le nuove statistiche distinguono i volumi delle operazioni all'interno della categoria dei nuovi prestiti alle società non finanziarie con periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno e con scadenza originaria fino a un anno da quelli con una scadenza originaria superiore a un anno;

- individuazione dei tassi di interesse sui prestiti erogati a imprese individuali nel settore delle famiglie. Le nuove statistiche portano chiarezza nel settore delle famiglie individuando e separando queste microimprese, che spesso sono gestite da un'unica persona;

- un metodo armonizzato per compilare i tassi sugli scoperti di conto e sui prestiti rotativi, in modo distinto dal debito derivante da carte di credito.

3) Cfr., ad esempio, il riquadro *Eterogeneità tra paesi dell'area dell'euro dei tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle società non finanziarie* nel numero di novembre 2012 di questo Bollettino.
4) Per una descrizione più dettagliata di tutte le modifiche introdotte nel 2010, cfr. l'articolo *Assicurare l'adeguatezza delle statistiche monetarie e finanziarie della BCE* nel numero di agosto 2011 di questo Bollettino.

3 LA TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA AI TASSI BANCARI AL DETTAGLIO IN UN PERIODO DI FRAMMENTAZIONE FINANZIARIA

La precedente sezione ha mostrato che l'eterogeneità nei tassi sui prestiti bancari è aumentata dall'inizio della crisi finanziaria nel 2008, suggerendo che l'efficacia della politica monetaria è stata ostacolata dalla frammentazione finanziaria. Le divergenze tra paesi dei tassi sui prestiti delle IFM sarebbero ascrivibili a una serie di fattori in gioco. Tra quelli strutturali che influiscono sui tassi attivi rientra il fatto che la struttura del mercato finanziario differisce da un paese all'altro. I tassi attivi tendono a essere inferiori nelle economie dove la concorrenza tra banche è maggiore e sono disponibili fonti di finanziamento alternative, basate sul mercato, in virtù di settori finanziari più sviluppati. L'eterogeneità osservata nei tassi attivi delle IFM può anche riflettere l'eterogeneità dei prodotti, che potrebbero risultare difficili da classificare in categorie omogenee nelle statistiche sui tassi di interesse delle IFM. Potrebbe inoltre ricondursi a fattori istituzionali specifici per paese, quali il quadro normativo e fiscale, le procedure esecutive e le prassi vigenti in materia di garanzia. Altri fattori alla base della divergenza dei tassi attivi potrebbero essere imputabili agli effetti amplificatori della crescente avversione al rischio di credito e bancario in un contesto di debole espansione economica, potenziali vincoli patrimoniali da parte delle banche e frammentazione della provvista bancaria. Le sezioni seguenti si incentreranno sui fattori in grado di incidere sui tassi bancari attivi, oltre alla tradizionale trasmissione dei tassi di interesse di politica monetaria, che possono aiutare a spiegare le divergenze nelle decisioni relative all'erogazione dei prestiti durante la crisi finanziaria e del debito sovrano. Le differenze strutturali delle scelte operate nella fissazione dei tassi sui prestiti bancari sono state analizzate nel dettaglio in precedenti pubblicazioni della BCE[5].

LA ROTTURA DELLE RELAZIONI DI TRASMISSIONE TRADIZIONALI

Secondo i tradizionali modelli di trasmissione i tassi di interesse di riferimento e di mercato sono le determinanti più dirette dei tassi sui prestiti bancari al dettaglio. Tali modelli tuttavia non riescono a spiegare i livelli crescenti di eterogeneità dei tassi bancari attivi osservati durante la crisi[6]. La figura 5 (pannello di sinistra) mostra che nei vari paesi l'indicatore composito del costo dei prestiti per le società non finanziarie ha risposto in maniera rapida e relativamente omogenea alla riduzione di 325 punti base apportata ai tassi di interesse di riferimento della BCE tra ottobre 2008 e maggio 2009. Per contro, nei diversi paesi dell'area dell'euro i tassi sui prestiti bancari alle società non finanziarie non hanno reagito nello stesso modo alla riduzione di 75 punti base effettuata tra novembre 2011 e luglio 2012. Come riporta la figura 5 (pannello di destra), il limite inferiore dell'intervallo delle variazioni nel costo dei prestiti per le società non finanziarie è diminuito sostanzialmente in linea con il mutare del tasso di riferimento durante il periodo. Il limite superiore, invece, è aumentato nonostante i più bassi tassi di interesse ufficiali. Questa rilevazione indica un indebolimento della trasmissione della politica monetaria in alcuni paesi dell'area dell'euro a indicazione del fatto che l'orientamento monetario non è trasmesso in maniera adeguata nei vari paesi.

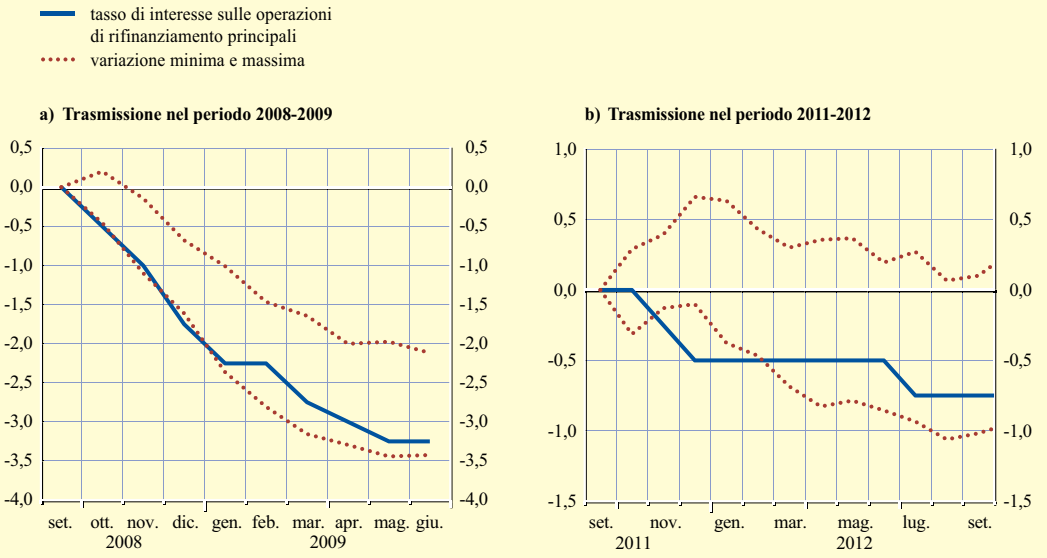
Le evidenze desunte dai modelli tendono a confermare che i modelli tradizionali di trasmissione non riescono a spiegare i crescenti livelli di eterogeneità dei tassi bancari attivi nei vari

5) Per un'analisi dell'eterogeneità dei tassi di interesse sui mutui ipotecari nell'area dell'euro cfr. Kok Sørensen, C. e Lichtenberger, J-D., "Mortgage interest rate dispersion in the euro area", *Working Paper Series*, n. 733, BCE, Francoforte sul Meno, febbraio 2007. Per un approccio statistico alle differenze nei tassi di interesse nell'area dell'euro cfr. anche *Differences in MFI interest rates across euro area countries*, BCE, Francoforte sul Meno, settembre 2006, e l'articolo *L'uso delle statistiche armonizzate sui tassi di interesse delle IFM* nel numero di luglio 2005 di questo Bollettino

6) Cfr. l'articolo *La trasmissione della politica monetaria ai tassi bancari al dettaglio nell'area dell'euro: andamenti recenti* nel numero di agosto 2009 di questo Bollettino.

Figura 5 Variazioni cumulate del tasso di interesse della BCE sulle operazioni di rifinanziamento principali e dell'indicatore composito del costo dei prestiti alle società non finanziarie

(variazioni in punti percentuali; da settembre 2008 a giugno 2009) (variazioni in punti percentuali; da settembre 2011 a settembre 2012)

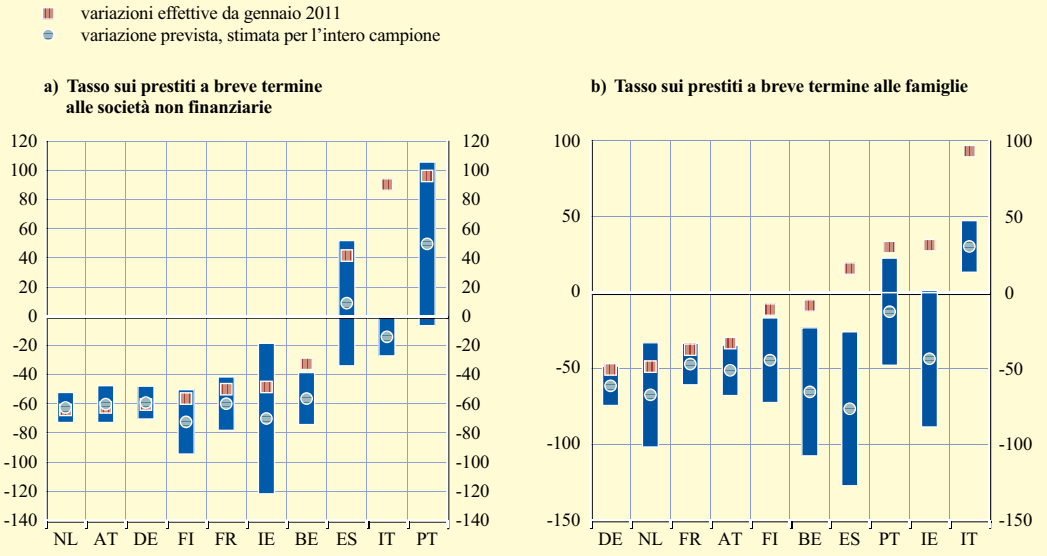


Fonte: BCE.
Nota: per una descrizione dettagliata della costruzione dell'indicatore cfr. il riquadro 1.

paesi dell'area dell'euro durante la crisi. La figura 6 mostra le variazioni effettive e previste dei tassi sui prestiti a breve termine per le società non finanziarie e le famiglie tra gennaio

Figura 6 Variazioni previste ed effettive dei tassi sui prestiti a breve termine tra il 2011 e il 2013

(variazioni in punti percentuali da gennaio 2011 ad aprile 2013)



Fonte: BCE.
Note: le variazioni sono state ottenute mediante un modello semplice di trasmissione. Le barre indicano l'intervallo medio di confidenza al 95 per cento nel periodo di previsione per un modello stimato sull'intero campione. Per maggiori dettagli sui modelli cfr. il riquadro 3. I paesi sono riportati in ordine progressivo per variazione effettiva dei tassi sui prestiti.

2011 (quando si è acuita la crisi del debito sovrano) e aprile 2013 utilizzando modelli tradizionali di trasmissione. Il campione di stima riguarda il periodo da gennaio 2003, quando si è iniziato a raccogliere dati armonizzati sui tassi attivi delle IFM, ad aprile 2013 (per ragguagli sui modelli econometrici impiegati nelle stime cfr. il riquadro 3). La figura mostra che i cambiamenti effettivi dei tassi sui prestiti a breve termine sono sistematicamente superiori a quelli previsti dai modelli tradizionali di trasmissione, mettendo in luce così la potenziale presenza di variabili omesse in tali modelli.

Riquadro 3

LA COSTRUZIONE DEI MODELLI DI TRASMISSIONE DEI TASSI DI INTERESSE NEI PAESI DELL'AREA DELL'EURO

La divergenza osservata nei tassi bancari attivi dallo scoppio della crisi finanziaria nel 2008 e la lentezza della loro risposta, in alcuni paesi, alle riduzioni dei tassi di interesse di politica monetaria a livelli prossimi allo zero riflettono in parte cicli economici asincroni e la differenza del rischio di credito percepito tra i vari paesi negli ultimi anni. I tassi sui prestiti nei singoli paesi non solo mostrano una diversa velocità di adeguamento ai tassi di interesse di mercato corrispondenti, ma risentono anche di differenti tassi di interesse di mercato e di fattori di rischio diversi.

I modelli tradizionali di trasmissione presuppongono nel meccanismo di adeguamento dei tassi di interesse attivi l'assenza di qualsiasi variabile esplicativa diversa dai tassi di interesse di mercato. Si tratta di un semplice schema a correzione di errore con la seguente struttura:

$$\Delta br_t = \sum_{k=0}^{K} \delta_k \Delta r_{t-k} + \sum_{m=1}^{M} \lambda_k \Delta br_{t-m} + \alpha(br_{t-1} - \beta r_{t-1} - \mu) + u_t \qquad (1)$$

dove br_t designa il tasso sui prestiti bancari e r_t il tasso di mercato di riferimento, ossia il tasso al quale le banche possono raccogliere fondi nel mercato monetario interbancario. Il coefficiente α rappresenta la velocità di adeguamento all'equilibrio di lungo termine, mentre il coefficiente β coglie l'elasticità di lungo periodo dei tassi bancari attivi rispetto ai tassi di mercato di riferimento. I coefficienti relativi ai ritardi della differenza prima dei tassi di mercato di riferimento colgono la trasmissione nel breve periodo. Infine, Δ rappresenta l'operatore differenza prima[1].

Il modello tradizionale può essere ampliato per tener conto di altri fattori che incidono sui prezzi applicati ai prodotti bancari. In particolare, di riflesso alle tensioni nei mercati delle obbligazioni sovrane, possono anche essere stimati modelli che includano il differenziale di rendimento sui titoli di Stato come fattore di rischio (indicato da s_t) rispetto a un tasso privo di rischio[2]:

$$\Delta br_t = \sum_{k=0}^{K} \delta_k \Delta r_{t-k} + \sum_{j=1}^{J} \lambda_k \Delta br_{t-j} + \sum_{n=1}^{N} \omega_s \Delta s_{t-n} + \alpha(br_{t-1} - \beta r_{t-1} - \beta_s s_{t-1} - \mu) + u_t \qquad (2)$$

Strutture diverse del comparto finanziario e bancario tra paesi dell'area dell'euro potrebbero comportare fattori di rischio differenti che incidono dal lato della domanda e dell'offerta nel

1) Per una rassegna della letteratura accademica, cfr. l'articolo *La trasmissione della politica monetaria ai tassi bancari al dettaglio nell'area dell'euro: andamenti recenti* nel numero di agosto 2009 di questo Bollettino.
2) Il differenziale tra i rendimenti dei titoli di Stato e un tasso privo di rischio coglie le tensioni nel mercato del debito sovrano per singolo paese, nonché gli effetti della "fuga verso la qualità" e dei premi di liquidità.

processo di erogazione dei prestiti, che andrebbero presi in considerazione nella modellizzazione dei tassi attivi. Le *proxy* per i fattori di rischio dal lato dell'offerta sono i tassi attesi di insolvenza delle banche, il rapporto fra capitale e attività e il rapporto fra liquidità e attività. Gli indicatori di rischio dal lato della domanda comprendono le probabilità di inadempienza delle società non finanziarie e delle famiglie, approssimate dai tassi attesi di insolvenza delle società non finanziarie, dalle aspettative per l'occupazione e dai tassi di disoccupazione, e il costo del capitale azionario per società finanziarie e banche[3]. Tuttavia, l'introduzione di più di due fattori di rischio in aggiunta ai rendimenti sui titoli di Stato in un modello dei tassi attivi potrebbe esaurire i gradi di libertà, considerando l'arco temporale relativamente breve delle statistiche sui tassi attivi. Pertanto, i fattori di rischio sono compresi nei modelli econometrici uno alla volta e il modello finale è selezionato sulla base dei criteri di diagnosi econometrica (cfr. di seguito). L'equazione (2) può essere ampliata per tenere conto, nel modello, dell'eventuale impatto dei fattori di rischio variabili nel tempo come segue:

$$\Delta br_t = \sum_{k=0}^{K} \delta_k \Delta r_{t-k} + \sum_{j=1}^{J} \lambda_k \Delta br_{t-j} + \sum_{n=1}^{N} \gamma_k \Delta k_{t-n} + \sum_{m=1}^{M} \sigma_k \Delta p_{t-m} + \sum_{n=1}^{N} \omega_s \Delta s_{t-n} + \alpha(br_{t-1} - \beta r_{t-1} - \beta_2 k_{t-1} - \beta_3 p_{t-1} - \beta_s s_{t-1} - \mu) + u_t \quad (3)$$

dove k_t e p_t indicano i fattori di rischio dal lato della domanda e dell'offerta del processo di erogazione dei prestiti.

Inoltre, lo stesso tasso di mercato di riferimento potrebbe consistere, anziché in un singolo tasso di mercato, in una serie temporale composita ricavata da vari tassi di mercato. A tale riguardo, si può impiegare l'analisi delle componenti principali per derivare da una lunga serie di dati sui tassi di mercato con scadenze diverse (curva dei rendimenti) una serie temporale composita. Se si applica questa metodologia, si riscontra che la variazione dei tassi di interesse con diverse scadenze nella curva dei rendimenti è imputabile per circa il 70 per cento alla prima componente principale e per oltre il 95 per cento alle prime tre componenti principali[4]. Il modello precedente è quindi ampliato per comprendere le prime due componenti principali della curva *swap* dell'area dell'euro (indicate da f_{1t} e f_{2t}) anziché il singolo tasso di mercato di riferimento:

$$\Delta br_t = \sum_{k=0}^{K} \delta_k \Delta f_{1,t-k} + \sum_{m=0}^{M} \phi_k \Delta f_{2,t-m} + \sum_{j=1}^{J} \lambda_k \Delta br_{t-j} + \sum_{n=1}^{N} \gamma_k \Delta k_{t-n} + \sum_{m=1}^{M} \sigma_k \Delta p_{t-m} + \sum_{n=1}^{N} \omega_s \Delta s_{t-n} + \alpha(br_{t-1} - \beta f_{1,t-1} - \beta_2 f_{2,t-1} - \beta_3 k_{t-1} - \beta_4 p_{t-1} - \beta_s s_{t-1} \mu) + u_t \quad (4)$$

La selezione dei fattori di rischio e dei tassi di mercato di riferimento, nonché la struttura del ritardo nel modello, è operata sulla base di criteri di diagnosi econometrica, tra cui adeguatezza *in sample* e risultati *out of sample*, stabilità dei coefficienti nel vettore di cointegrazione, importanza dei coefficienti, indicazione di sensibilità al rischio nel trasferimento all'equilibrio di lungo periodo e risposte a impulso. Quanto ai tassi *benchmark* specifici, per i prestiti a breve termine si utilizzano i tassi Euribor a tre e dodici mesi e per i prestiti a lungo termine i tassi di mercato relativi a scadenze più lunghe (dall'Euribor a dodici mesi fino ai rendimenti decennali). Infine, per distinguere l'impatto dei tassi di politica monetaria o dei tassi di interesse "privi di rischio" dell'area dell'euro per le scadenze più lunghe dall'impatto delle tensioni nei mercati specifici del debito sovrano, sono impiegati come tassi di mercato di riferimento il tasso *swap* dell'area dell'euro o l'Euribor (e non i rendimenti sui titoli di Stato dei singoli paesi).

3) Alcuni fattori di rischio sono disponibili a livello nazionale, mentre altri solo a livello dell'area dell'euro.
4) Le prime tre componenti principali di un insieme di tassi di interesse con scadenze diverse nella curva dei rendimenti colgono il "livello", l'"inclinazione" e il grado di "curvatura" di tale curva. Cfr. Litterman, R. e Scheinkman, J., "Common Factors Affecting Bond Returns", *The Journal of Fixed Income*, vol. 1, 1991, pagg. 54-61.

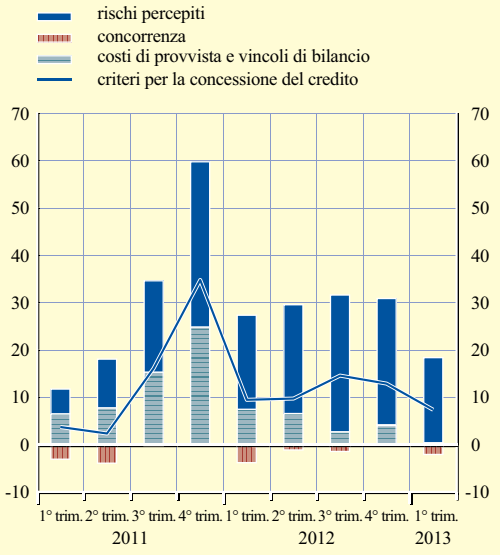
Di seguito sono analizzati vari fattori che possono concorrere a spiegare la rottura delle relazioni di trasmissione tradizionali.

FATTORI CHE INCIDONO SUL MECCANISMO DI TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA IN UN PERIODO DI FRAMMENTAZIONE FINANZIARIA

L'analisi del meccanismo di trasmissione della politica monetaria si è generalmente basata sull'ipotesi che vi sia un livello di rischio basso e stabile, che le istituzioni finanziarie siano patrimonializzate in maniera adeguata e che non sussista alcuna frammentazione nelle condizioni di provvista bancaria. Pertanto, i tassi di riferimento e i tassi di interesse di mercato sono stati considerati tradizionalmente le determinanti più dirette dei tassi sui prestiti bancari al dettaglio. Per questo motivo, la letteratura si è incentrata sulla velocità e sulla portata della trasmissione dei tassi di interesse di politica monetaria ai tassi bancari attivi. Si supponeva che altri fattori, quali il rischio di credito, la qualità e il volume del capitale delle banche nonché l'accesso alla provvista bancaria fossero meno variabili e quindi avessero una minore influenza sui tassi bancari attivi[7]. La crisi finanziaria, tuttavia, e la crisi del debito sovrano nell'area dell'euro hanno messo in risalto l'importanza del rischio di credito e del rischio percepito, dei bassi livelli e della scarsa qualità del capitale delle banche, nonché della frammentazione delle condizioni di provvista per i tassi bancari attivi e per le politiche di erogazione dei prestiti bancari più in generale. A tale riguardo, le evidenze desunte dall'indagine sul credito bancario mostrano che il rischio percepito dagli istituti, da un lato, e il costo di raccolta e i vincoli di bilancio, dall'altro, hanno esercitato un impatto notevole sui criteri di concessione del credito alle società non finanziarie nell'area dell'euro (cfr. figura 7).

Figura 7 Fattori che contribuiscono all'irrigidimento dei criteri per la concessione dei prestiti alle società non finanziarie

(percentuali nette medie per categoria)



Fonte: indagine dell'Eurosistema sul credito bancario.
Note: i costi di provvista e i vincoli di bilancio sono calcolati come media non ponderata delle voci "posizione patrimoniale", "accesso al finanziamento sul mercato" e "posizione di liquidità"; i rischi percepiti come media non ponderata delle voci "attese circa l'attività economica in generale" e "rischi specifici del settore"; la concorrenza come "concorrenza tra banche", "concorrenza dal settore non bancario" e "concorrenza dal finanziamento sul mercato".

In vari paesi la base patrimoniale delle banche si è erosa durante la crisi in seguito alle perdite di valutazione sui titoli detenuti e, in misura più significativa, alle perdite su crediti. Per effetto delle tensioni nei mercati delle obbligazioni sovrane e delle conseguenti difficoltà di provvista per le banche, in molti paesi la capacità di queste ultime di offrire credito è stata gravemente compromessa. Dalla fine del 2009 le banche dell'area dell'euro hanno compiuto notevoli progressi nel rafforzamento della loro capacità di tenuta ad andamenti economici avversi. L'aumento dei rispettivi coefficienti patrimoniali, in parte indotto dalle pressioni della regolamentazione e dei mercati che le hanno costrette a detenere maggiori riserve discrezionali, è dovuto principalmente ai consistenti sforzi di raccolta di capitale compiuti dalle banche e alle note-

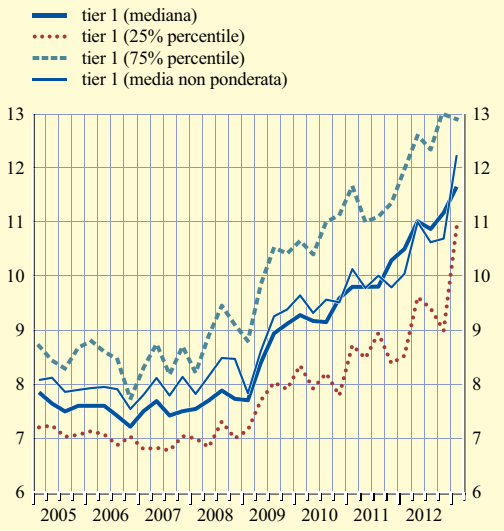
7) Tali fattori potrebbero tuttavia spiegare differenze di trasmissione tra i paesi; cfr. Gropp, R., Kok Sørensen, C. e Lichtenberger, J-D, "The dynamics of bank spreads and financial structure", *Working Paper Series*, n. 714, BCE, Francoforte sul Meno, gennaio 2007.

voli immissioni di capitale da parte dei governi dell'area dell'euro (cfr. figura 8). Più di recente, i progressi riflettono anche l'adeguamento alla quarta direttiva sui requisiti patrimoniali, di prossima adozione, che prevede requisiti più stringenti e adotta una definizione più restrittiva di capitale[8].

La frammentazione delle condizioni di provvista bancaria derivante dalle tensioni nei mercati del debito sovrano è un altro fattore che spiega il divergere dei tassi attivi delle IFM e delle politiche in materia di erogazione dei prestiti bancari. Nel fissare la remunerazione sui depositi ricevuti e il rendimento sulle obbligazioni emesse nel mercato, le banche si trovano a "competere" nel segmento al dettaglio con rendimenti elevati sui titoli di Stato a breve e lungo termine. In paesi dove tali rendimenti sono aumentati o non sono diminuiti allo stesso ritmo e nella stessa misura dei tassi di politica monetaria, questa associazione concorre ad accrescere i costi di provvista

Figura 8 Coefficiente relativo al patrimonio di base (tier 1) per le banche quotate dell'area dell'euro

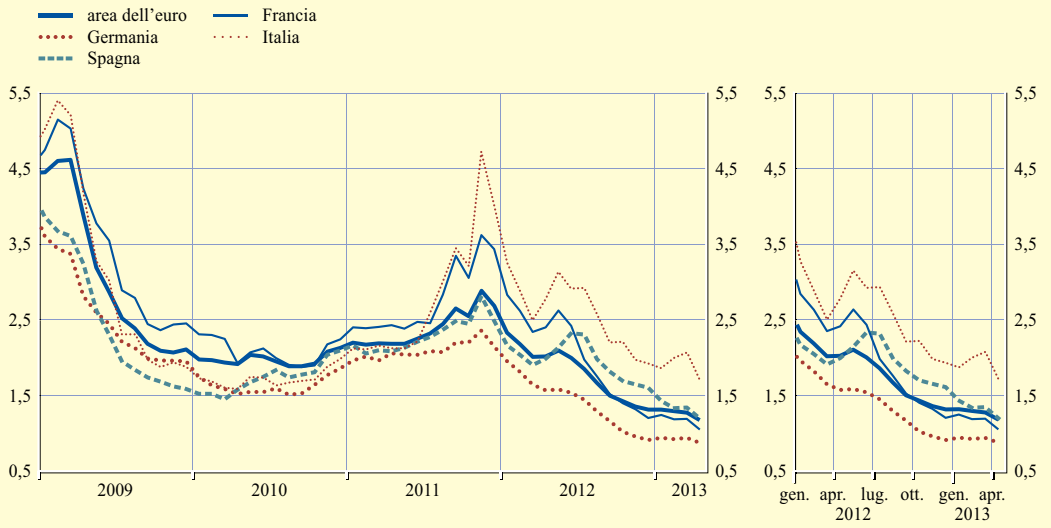
(percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Reuters.
Nota: la rilevazione più recente risale al primo trimestre del 2013.

Figura 9 Costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche

(costo composito dei depositi e del finanziamento mediante debito contratto sul mercato degli strumenti non garantiti; percentuali sul periodo corrispondente)



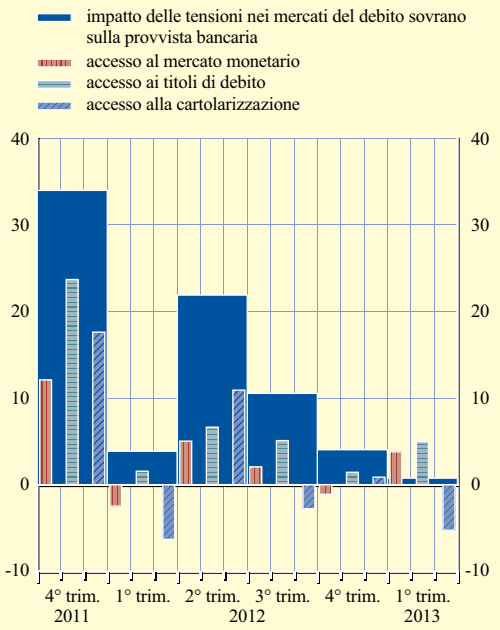
Fonti: BCE, Merrill Lynch Global Index ed elaborazioni della BCE.
Note: tassi sui depositi (per investitori sia al dettaglio sia istituzionali) e costo del finanziamento mediante ricorso al debito sul mercato, ponderati per gli importi in essere desunti dalle statistiche sui bilanci delle IFM. L'impatto del valore estremo connesso al fallimento di Lehman Brothers nel settembre 2008 è stato annullato.

8) In aggiunta al capitale raccolto nei mercati privati, dal 2007 molte banche dell'area dell'euro hanno anche ricevuto dai rispettivi governi apporti di capitale sotto varie forme. Ad esempio, le immissioni dirette di capitale da parte dei governi tra il 2007 e metà 2013 sono stimate attorno a 270 miliardi di euro. Inoltre, sono stati erogati anche aiuti di Stato impliciti con implicazioni patrimoniali per le banche nel quadro di piani a tutela delle attività e di trasferimenti di attività a società di gestione patrimoniale.

bancaria, che può trasmettersi ai tassi bancari attivi[9]. I costi di provvista bancaria hanno registrato un consistente aumento nelle fasi iniziali della crisi finanziaria nel 2008 e nel 2009, nonché durante la crisi del debito sovrano nel 2011 e nella prima metà del 2012. In quest'ultimo periodo gli incrementi sono stati particolarmente marcati nei paesi soggetti a tensioni sul debito sovrano. Tuttavia, con l'annuncio delle operazioni definitive monetarie (ODM) nel terzo trimestre del 2012, la graduale normalizzazione dei costi di finanziamento per alcuni governi ha contribuito a una riduzione del costo di provvista bancaria e a un migliore accesso al finanziamento (cfr. figura 9). Allo stesso tempo, le evidenze desunte dall'indagine sul credito bancario mostrano che l'accesso delle banche al finanziamento al dettaglio e all'ingrosso è migliorato per tutte le categorie di raccolta e che l'impatto delle tensioni nei mercati del debito sovrano si è ridotto a partire dalla seconda metà del 2012 (cfr. figura 10).

Figura 10 Impatto delle tensioni nei mercati del debito sovrano sul finanziamento e sull'accesso a specifici mercati della raccolta

(percentuali nette)



Fonti: indagine dell'Eurosistema sul credito bancario e BCE.
Nota: valori positivi/negativi corrispondono a un peggioramento/miglioramento dell'accesso al finanziamento.

A seguito di queste dinamiche, le banche sono state in grado di ridurre la loro dipendenza dall'Eurosistema. Nondimeno, la situazione della provvista bancaria presenta tuttora un notevole grado di eterogeneità fra i vari paesi.

La divergenza dei tassi attivi potrebbe anche risentire degli effetti amplificatori di una crescente avversione al rischio di credito e al rischio bancario in un contesto di debole crescita economica. Sulla redditività e sulle riserve finanziarie delle società non finanziarie hanno pesato periodi prolungati di deboli condizioni economiche e il protrarsi dell'incertezza circa la durata della crisi del debito sovrano. Quando l'attività economica è debole, aumenta la probabilità di fallimento per un'impresa e risulta pregiudicata la capacità di servizio del debito delle società non finanziarie. Inoltre, il livello elevato di disoccupazione in alcuni paesi rende rischioso per il settore finanziario concedere prestiti alle famiglie, specie se si tratta di mutui ipotecari a lungo termine. A fronte del maggior rischio assunto, le banche tenderanno ad applicare tassi attivi più elevati e a inasprire i criteri di concessione del credito per i mutuatari, soprattutto nei paesi in cui le condizioni economiche sono più deboli[10]. Le evidenze emerse dall'indagine sul credito bancario indicano che gli effetti del costo di provvista e dei vincoli di bilancio si sono attenuati

9) Inoltre, le operazioni di prestito garantito sul mercato interbancario sono solitamente condotte costituendo in garanzia titoli del debito sovrano e, di conseguenza, le tensioni sui relativi mercati riducono le garanzie disponibili delle banche e quindi l'accesso alla liquidità. Cfr. il riquadro *Misure di politica monetaria decise dal Consiglio direttivo il 6 settembre 2012* nel numero di settembre 2012 di questo Bollettino. Cfr. anche l'articolo *Una valutazione delle condizioni di finanziamento nel settore privato dell'area dell'euro durante la crisi del debito sovrano* nel numero di agosto 2012 sempre di questo Bollettino.

10) L'indagine sul credito bancario di aprile 2013 ha rilevato che l'elevata incertezza macroeconomica percepita dalle banche e il merito di credito dei prenditori hanno continuato ad acquisire importanza, rispetto ad altri fattori di offerta del credito, quali determinanti dell'evoluzione dei criteri di erogazione del credito applicati ai prestiti sia alle famiglie sia alle società non finanziarie.

sensibilmente rispetto a metà 2012, mentre il rischio percepito costituisce ora il principale fattore alla base dell'irrigidimento dei criteri per la concessione di prestiti alle società non finanziarie (cfr. figura 7).

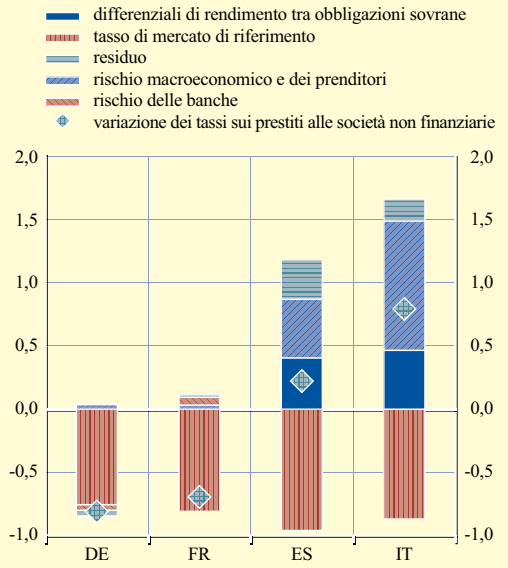
NUOVE EVIDENZE EMPIRICHE SULLA TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA AI TASSI BANCARI AL DETTAGLIO

La precedente sezione ha evidenziato l'importanza dei fattori di rischio, della dotazione patrimoniale delle banche e della frammentazione delle condizioni di provvista bancaria dovuta alle tensioni nei mercati dei titoli di Stato quali potenziali determinanti dei tassi bancari attivi durante la crisi finanziaria. Questa sezione presenta nuove evidenze empiriche sui modelli di trasmissione che evidenziano il grado di disfunzione del meccanismo di trasmissione della politica monetaria nelle quattro maggiori economie dell'area dell'euro derivante dalle tensioni nei mercati del debito sovrano e dai fattori di rischio (per maggiori informazioni sui modelli econometrici impiegati nelle stime cfr. il riquadro 3). In particolare, consentono di distinguere i vari fattori che incidono sui tassi applicati ai prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni.

Le figure 11 e 12 mostrano la variazione effettiva dei tassi attivi applicati alle società non finanziarie e alle famiglie tra marzo 2011 e aprile 2013 nelle quattro maggiori economie e il contributo stimato dei tassi di mercato di riferimento, dei fattori di rischio (connessi a banche e prenditori) e dei differenziali di rendimento sui titoli di Stato. Si può osservare che i tassi

Figura 11 Scomposizione delle variazioni dei tassi sui prestiti alle società non finanziarie per fattori esplicativi

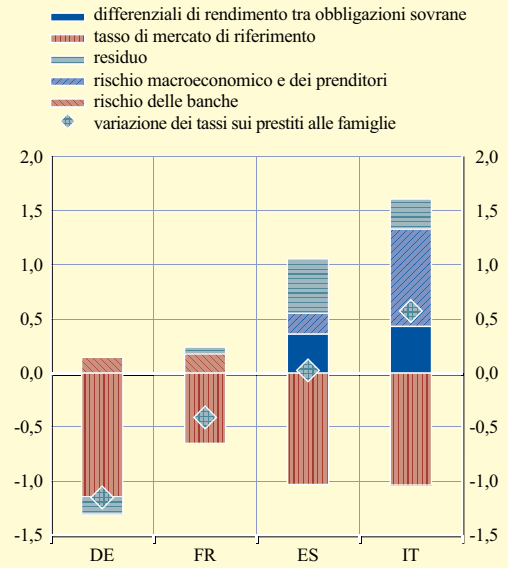
(valori percentuali in ragione d'anno; marzo 2011-aprile 2013)



Fonti: elaborazioni della BCE.
Note: la figura mostra la variazione dei tassi sui prestiti alle società non finanziarie e il contributo di ciascun fattore esplicativo tra marzo 2011 e aprile 2013. I tassi compositi sui prestiti alle società non finanziarie sono desunti dai tassi a breve e a lungo termine mediante uno schema di ponderazione basato sui volumi *smoothed* delle nuove operazioni. Per maggiori dettagli sui modelli cfr. il riquadro 3. I paesi sono riportati in ordine progressivo per variazione dei tassi sui prestiti.

Figura 12 Scomposizione delle variazioni dei tassi sui prestiti alle famiglie per fattori esplicativi

(valori percentuali in ragione d'anno; marzo 2011-aprile 2013)



Fonti: elaborazioni della BCE.
Note: la figura mostra la variazione dei tassi sui prestiti alle famiglie e il contributo di ciascun fattore esplicativo tra marzo 2011 e aprile 2013. I tassi compositi sui prestiti alle famiglie sono desunti dai tassi a breve e a lungo termine mediante uno schema di ponderazione basato sui volumi *smoothed* delle nuove operazioni. Per maggiori dettagli sui modelli cfr. il riquadro 3. I paesi sono riportati in ordine progressivo per variazione dei tassi sui prestiti.

attivi compositi applicati alle società non finanziarie e alle famiglie sono diminuiti in linea con le regolarità storiche in Francia e Germania. Ciò significa che le correzioni al ribasso dei tassi di mercato di riferimento si sono tradotte in una contestuale riduzione dei tassi bancari attivi. Anche in Spagna e Italia il calo dei tassi di mercato di riferimento associato alla flessione dei tassi di interesse di politica monetaria nello stesso arco temporale ha offerto un contributo negativo ai tassi sui prestiti bancari al dettaglio, secondo le attese. Tuttavia, in questi due paesi le tensioni nei mercati del debito sovrano e il peggioramento del contesto macroeconomico hanno esercitato una pressione al rialzo sui tassi attivi compositi applicati alle società non finanziarie e alle famiglie.

4 CONCLUSIONI

La divergenza dei tassi sui prestiti osservata dallo scoppio della crisi finanziaria nel 2008 e la lentezza della loro risposta in alcuni paesi alle riduzioni dei tassi di interesse di politica monetaria a livelli prossimi allo zero riflettono in parte cicli economici asincroni e la differenza del rischio di credito percepito tra i vari paesi negli ultimi anni. Allo stesso tempo, l'efficacia della politica monetaria è stata ostacolata dalla frammentazione finanziaria, poiché lo stimolo monetario introdotto dalla fine del 2011 ha esercitato un'influenza molto contenuta sulle condizioni creditizie generali in gran parte dell'area dell'euro. La BCE ha cercato di contrastare i rischi al ribasso per la stabilità dei prezzi sullo sfondo di una crescente frammentazione introducendo varie misure convenzionali e non convenzionali, tra cui l'abbassamento dei tassi di interesse di riferimento, un ampliamento del sistema delle garanzie dell'Eurosistema, due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, una riduzione della riserva obbligatoria e l'annuncio delle ODM. Di conseguenza, le tensioni nei mercati del debito sovrano e i vincoli di finanziamento delle banche si sono ridotti ed è stato circoscritto il rischio di un processo disordinato di ridimensionamento della leva finanziaria degli istituti. Per assicurare l'adeguata trasmissione della politica monetaria alle condizioni di finanziamento nei paesi dell'area dell'euro è essenziale ridurne ulteriormente la frammentazione dei mercati creditizi e consolidare, ove necessario, la capacità di tenuta delle banche. A tale riguardo, è fondamentale che i paesi agiscano contemporaneamente su vari fronti di politica economica, in particolare per quanto riguarda le finanze pubbliche e le riforme strutturali tese a promuovere l'attività economica e la stabilità finanziaria[11].

11) Cfr. l'articolo *L'eterogeneità delle condizioni finanziarie nell'area dell'euro e le implicazioni per la policy* nel numero di agosto 2012 di questo Bollettino.

UN QUADRO PER GLI ESERCIZI DI STRESS MACROPRUDENZIALI AI FINI DELL'ANALISI DI SOLVIBILITÀ DELLE BANCHE

*La crisi finanziaria e quella del debito sovrano hanno messo in luce l'importanza per le banche di disporre di riserve (*buffer*) patrimoniali solide che permettano loro di resistere a shock estremi e inattesi con impatto sui loro bilanci e quindi di svolgere il loro ruolo di intermediari finanziari in modo efficace anche nei periodi di turbolenza. Gli esercizi di stress macroprudenziali sono spesso utilizzati per valutare in modo prospettico la resilienza del sistema bancario a fronte degli andamenti (avversi) macroeconomici e finanziari. Anche la Banca centrale europea (BCE) si avvale di tali esercizi nell'ambito delle analisi di natura macroprudenziale condotte regolarmente, in linea con la sua responsabilità di preservare la stabilità finanziaria nell'area dell'euro.*

*In tale contesto, questo articolo offre una panoramica delle principali caratteristiche del quadro per gli esercizi di stress di natura macroprudenziale (*top-down*), dei quali si avvale la BCE nell'ambito delle valutazioni sulla solvibilità del sistema bancario, e fornisce esempi del loro impiego per finalità di* policy*. Tali esercizi vengono applicati nelle valutazioni prospettiche della solvibilità delle banche in molti contesti diversi, ad esempio per: analizzare l'impatto dei rischi sistemici relativi alla stabilità finanziaria complessiva, verificare i risultati delle prove di stress condotte secondo un approccio* bottom-up *nell'ambito dell'attività di vigilanza e calcolare le carenze patrimoniali delle banche in modo da valutare l'impatto delle variabili del sistema finanziario sugli andamenti macroeconomici. Questa metodologia potrà essere inoltre utilizzata a fini sia micro sia macroprudenziali una volta che la BCE avrà assunto i poteri di vigilanza in seguito all'istituzione del meccanismo di vigilanza unico.*

1 INTRODUZIONE

Una delle implicazioni principali della crisi finanziaria e di quella del debito sovrano è rappresentata dai significativi effetti negativi che queste hanno prodotto sulla posizione di solvibilità delle banche nell'area dell'euro. Le perdite sostenute a seguito delle turbative nel sistema finanziario e del conseguente rallentamento economico hanno destato gravi timori circa il livello di capitalizzazione degli enti creditizi dell'area, molti dei quali hanno visto accrescersi le difficoltà di provvista legate alla crisi e ridursi la capacità di finanziare l'economia reale.

Un passo fondamentale nella risoluzione di una crisi bancaria consiste nel valutare se le banche sono adeguatamente capitalizzate e in grado di resistere a ulteriori shock negativi. Uno strumento particolarmente utile per misurare le potenziali carenze patrimoniali del sistema bancario in caso di andamenti avversi è rappresentato dagli esercizi di stress. A livello macroprudenziale, questi esercizi sono stati quindi utilizzati spesso dalle autorità competenti, compresa la Banca centrale europea (BCE), durante la crisi finanziaria e del debito sovrano per calcolare le carenze patrimoniali degli enti creditizi rispetto ai coefficienti patrimoniali di riferimento comunemente accettati. In questo contesto è importante distinguere tra le prove di stress di tipo *bottom-up* condotte dalle banche (ancorché applicando frequentemente regole rigorose definite dalle autorità di vigilanza microprudenziale) e quelle *top-down* effettuate interamente a livello centrale senza coinvolgere gli enti creditizi [1]; quest'ultime tendono ad adottare una prospettiva più macroprudenziale rispetto alle prove di tipo *bottom-up* concentrandosi sulla valutazione della capacità di tenuta dell'intero sistema di fronte al manifestarsi di rischi sistemici.

1) Gli esercizi di stress condotti mediante un approccio di tipo *bottom-up* nell'ambito dell'attività di vigilanza sono ormai parte degli strumenti di *policy* per la gestione delle crisi sia negli Stati Uniti sia nell'Unione europea. Negli Stati Uniti, il *Supervisory Capital Assessment Program* (SCAP) è stato attuato nel 2009 e nell'UE l'Autorità bancaria europea ha coordinato esercizi di stress estesi all'intera Unione nel 2010 e 2011. Gli esercizi di stress macroprudenziali sono stati applicati durante i periodi di crisi a determinati Stati membri dell'UE nel quadro dei programmi di assistenza finanziaria dell'UE/FMI.

La BCE ha profuso un notevole impegno nello sviluppo di un quadro per gli esercizi di stress di tipo *dop-down* che copre al momento i maggiori 80-90 gruppi bancari dell'Unione europea (UE) [2]. Queste analisi prospettiche di solvibilità sono condotte dalla BCE per una serie di motivi.

Il primo e più rilevante è costituito dall'importanza che tali valutazioni rivestono per la BCE in un'ottica generale di stabilità finanziaria e dalla loro capacità di fornire elementi utili ai fini dell'analisi della politica monetaria, delle attività connesse alla crisi e – potenzialmente – delle politiche macroprudenziali. Oltre alla responsabilità primaria per la politica monetaria, nel mandato del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) occupa un ruolo di primo piano anche la salvaguardia della stabilità finanziaria [3] e questo richiede una verifica sistematica delle possibili fonti di rischio per il sistema finanziario con lo scopo ultimo di individuare i rischi di natura potenzialmente sistemica e analizzarne la possibile entità. A tal fine, si rende necessario valutare l'impatto derivante dal manifestarsi di questi rischi. Il monitoraggio dei rischi e la valutazione della loro entità sono pertanto complementari nella rilevazione del rischio sistemico, definito come il rischio di un'instabilità finanziaria così diffusa da compromettere il funzionamento del sistema finanziario al punto da provocare conseguenze significative per la crescita economica e il benessere.

In secondo luogo, la valutazione e l'analisi dell'impatto di shock specifici sulla resilienza del sistema bancario sono importanti anche nell'ottica di un monitoraggio dell'efficacia del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Questo vale in particolare nel contesto dell'area dell'euro, dato il ruolo predominante svolto dagli enti creditizi nelle strutture finanziarie dell'unione valutaria [4]. In altri termini, banche aventi una buona solidità a fronte di vari shock negativi saranno più probabilmente in grado di trasmettere gli impulsi monetari all'economia reale anche in situazioni di tensione.

In terzo luogo, gli strumenti relativi agli esercizi di stress di tipo *top-down* in uso presso la BCE vengono utilizzati regolarmente per verificare i risultati delle prove di stress condotte seguendo un approccio *bottom-up*, quali gli esercizi coordinati dall'Autorità bancaria europea (ABE) a livello di intera UE o quelli effettuati su scala nazionale nei diversi Stati membri nell'ambito dei programmi di aggiustamento congiunti dell'UE e del Fondo monetario internazionale (FMI). Gli esercizi di stress di tipo *top-down* si sono rivelati uno strumento efficace per garantire la qualità dei risultati ottenuti mediante l'approccio *bottom-up*, favorendo tra l'altro l'individuazione di valori anomali e irragionevoli relativi alle banche sottoposte a tale analisi.

Infine, grazie all'effetto congiunto della natura prospettica delle prove di stress di tipo *top-down* e della granularità delle informazioni riguardanti un gran numero di banche, il quadro della BCE per gli esercizi di stress è in grado di rilevare aspetti della dimensione sia temporale sia *cross-section* del rischio sistemico rilevante per la valutazione delle politiche macroprudenziali [5]. Tale quadro

2) La BCE ha definito un quadro per gli esercizi di stress anche nel settore assicurativo, sebbene questo strumento sia al momento meno sviluppato di quello riguardante il sistema bancario.
3) Nell'area dell'euro, questa responsabilità è attribuita al Sistema europeo di banche centrali (SEBC) dall'articolo 127, comma 5, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea ("Il SEBC contribuisce ad una buona conduzione delle politiche perseguite dalle autorità competenti per quanto riguarda la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario" e dall'articolo 25, comma 1, dello Statuto del SEBC e della BCE.
4) Cfr., in particolare, i seguenti articoli nei recenti numeri del Bollettino mensile della BCE: *Il ruolo delle banche nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria*, agosto 2008; *Il finanziamento esterno delle famiglie e delle società non finanziarie: un confronto tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti*, aprile 2009; *La politica monetaria e l'offerta di prestiti nell'area dell'euro*, ottobre 2009; *La trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro a dieci anni dall'introduzione dell'euro*, maggio 2010.
5) Cfr. ad esempio *Operationalising the selection and application of macro-prudential instruments*, *CGFS Papers*, n. 48, Comitato sul sistema finanziario globale, dicembre 2012. Per una disamina approfondita del concetto di rischio sistemico, cfr. la monografia B in *Financial Stability Review*, dicembre 2009.

può quindi affiancare altri approcci di modellizzazione che calibrano e valutano gli strumenti macroprudenziali [6].

Nonostante le suddette applicazioni, è importante riconoscere come gli esercizi di stress presentino anche dei limiti. Uno considerevole è rappresentato dalla loro incapacità di rilevare gli effetti di equilibrio generale dell'impatto degli shock sul sistema bancario. Ad esempio, l'aggiustamento dei bilanci degli enti creditizi di natura endogena è affrontato solo parzialmente e varie tipologie di effetti di retroazione (*feedback*) sui mercati sono spesso ignorate. Il fatto che non tengono conto di tali elementi può essere considerato un pregio delle prove di stress, perché ciò permette una proiezione più robusta dei bilanci bancari sulla base di una serie di ipotesi. Un'analisi di equilibrio pienamente esaustiva al livello di dettaglio richiesto per gli esercizi di stress è chiaramente impossibile. Gli elementi mancanti (o incompleti) sono d'altra parte importanti ai fini della trasmissione della politica monetaria, delle interazioni tra il contesto macroeconomico e il sistema finanziario e dell'analisi macroprudenziale. Il quadro della BCE per gli esercizi di stress intende affrontare alcuni di questi problemi analitici, ma è opportuno non sottovalutare i limiti evidenti di tali approcci. Infine, esso è principalmente finalizzato alla valutazione prospettica della solvibilità, mentre l'analisi macroprudenziale richiede altresì strumenti analitici per l'esame del rischio di liquidità/provvista. Tuttavia, anche detta valutazione prospettica può essere effettuata tenendo conto degli shock di liquidità e di provvista e quindi rilevando in qualche misura l'impatto delle tensioni legate alla liquidità.

In tale contesto, l'articolo fornisce una panoramica del quadro degli esercizi di stress di tipo *top-down* condotti dalla BCE e presenta alcuni esempi del suo utilizzo nei quattro ambiti di *policy* evidenziati in precedenza: 1) analisi generale della stabilità finanziaria; 2) sostegno all'analisi di politica monetaria; 3) verifica incrociata della validità dei risultati delle prove di stress effettuate secondo l'approccio *bottom-up*; 4) valutazione degli strumenti macroprudenziali.

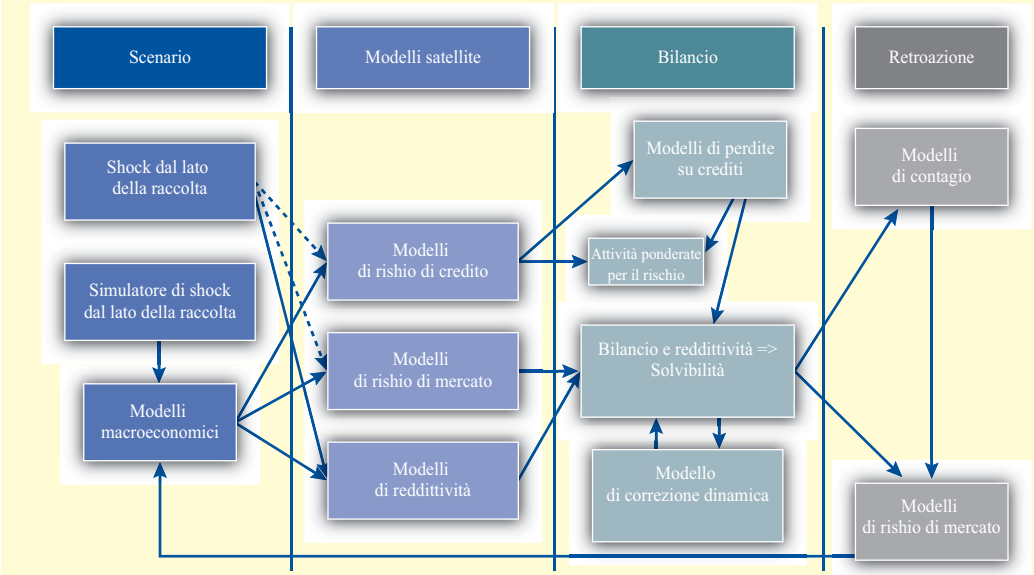
2 IL QUADRO PER L'ANALISI DELLA SOLVIBILITÀ

L'analisi prospettica della solvibilità delle banche, o esercizi di stress macroprudenziali di tipo *top-down,* specie se condotti utilizzando informazioni a livello di singoli enti creditizi, richiede una serie di misure analitiche diverse ma tra loro collegate. Il quadro della BCE per l'analisi della solvibilità riflette questo approccio e può essere generalmente descritto come un sistema modulare con una struttura a quattro pilastri (cfr. figura 1).

Il primo pilastro ("Scenario") è rappresentato dalla definizione degli scenari macrofinanziari da imporre al sistema bancario. Il secondo ("Modelli satellite") espande gli scenari macrofinanziari in una gamma più ampia di variabili connesse ai mercati finanziari e al deterioramento della qualità degli impieghi che influiscono sulla valutazione delle componenti dei bilanci bancari, vale a dire i modelli riguardanti il rischio di credito e di mercato e la capacità delle banche di assorbire le perdite. Il terzo pilastro ("Bilancio") considera i profitti e le perdite previsti attraverso i modelli satellite nei bilanci delle singole banche per calcolare gli effetti sulle condizioni di solvibilità delle stesse. Il quarto ("Retroazione") spinge l'analisi oltre l'impatto di primo livello sulla capitalizzazione delle banche per valutare i possibili effetti di secondo livello derivati dal primo in termini di propaga-

6) Per una rassegna della letteratura recente sui modelli per la valutazione delle politiche macroprudenziali, cfr. la monografia A, dal titolo "Exploring the nexus between macro-prudential policies and monetary policy measures", in *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2013.

Figura 1 La struttura a quattro pilastri del quadro della BCE per l'analisi della solvibilità



Fonte: BCE.

zione, o retroazione, nel sistema finanziario e più in generale nell'economia reale. Di seguito sono descritti i moduli alla base del quadro per gli esercizi di stress in uso presso la BCE. [7)]

LA DEFINIZIONE DEGLI SCENARI MACROFINANZIARI

Il primo pilastro del quadro per gli esercizi di stress è costituito dalla definizione degli scenari macrofinanziari, la fase iniziale del percorso analitico che conduce a una valutazione prospettica della capitalizzazione del sistema bancario. Il processo di definizione di un adeguato scenario macrofinanziario (avverso) si articola sostanzialmente in due fasi. Occorre anzitutto mappare i principali rischi sistemici considerati pertinenti in un momento dato rispetto agli elementi costitutivi dello scenario corrispondenti alla situazione generale che le prove di stress intendono rilevare. In secondo luogo, una volta che detti elementi saranno stati definiti ed espressi come shock esogeni per variabili specifiche rappresentanti i relativi fattori di rischio, è necessario quantificare l'impatto di questi shock sul contesto macroeconomico e finanziario più ampio usando le opportune tecniche di modellizzazione.

Nella definizione degli scenari occorre stabilire un livello di stress adeguatamente severo (che abbia cioè un impatto sufficientemente forte sulle banche), ma non eccessivamente implausibile (vale a dire, che rifletta un rischio concreto).

La calibrazione dei profili degli shock può essere effettuata in diversi modi. Un processo *ad hoc* si basa ad esempio sugli andamenti di una variabile specifica durante precedenti episodi di crisi, senza tuttavia ricorrere a modelli o distribuzioni storiche dei fattori di rischio. Un altro approccio,

7) In questo articolo, il quadro degli esercizi di stress viene descritto in termini relativamente non tecnici. Per una descrizione più particolareggiata dei moduli sottostanti, cfr. *An analytical framework for conducting macro stress tests*, *Occasional Paper Series*, BCE, 2013 (di prossima pubblicazione).

definito come calibrazione dell'entità degli shock basata sulle distribuzioni storiche senza l'utilizzo di modelli, si applica di norma agli shock sui prezzi delle attività finanziarie che per la loro struttura di interrelazione e la natura ad alta frequenza sono difficili da modellizzare. Infine, laddove la calibrazione della dimensione dello shock sia basata sulle distribuzioni dello shock medesimo con shock derivati da stime prodotte da un modello dinamico, i residui risultanti – vale a dire la parte di variazione delle variabili non spiegata dal modello – sono interpretati come shock. I profili degli shock possono quindi essere calibrati utilizzando le dimensioni e la distribuzione dei corrispondenti residui del modello.

Una volta calibrati, i profili degli shock che riflettono i rischi sistemici sottostanti sono introdotti nei relativi modelli macroeconometrici dinamici. È importante rilevare come il modulo di definizione dello scenario nel quadro della BCE per gli esercizi di stress segua un approccio eclettico in base al quale la tecnica di modellizzazione utilizzata per generare gli scenari macrofinanziari dipende dai rischi specifici che questi ultimi dovrebbero riflettere.

Gli scenari per gli shock che rispecchiano i rischi per il contesto esterno all'UE si basano frequentemente sul NiGEM, un modello macroeconomico multipaese/multiregione stimato su larga scala e avente portata mondiale. Nella calibrazione degli effetti di propagazione a livello internazionale (ad esempio, degli shock riguardanti i corsi azionari o i rendimenti obbligazionari), il NiGEM può essere affiancato da un modello globale di autoregressione vettoriale (*Global Vector Autoregression*, GVAR) [8].

Per il contesto interno, se gli shock da applicare devono riflettere i rischi provenienti soprattutto dal contesto economico più ampio (ad esempio investimenti e consumi, prezzi dei fattori, domanda estera), si utilizza di norma uno strumento basato sulle "*stress-testing elasticities*" (STE). Le STE sono funzioni di risposta all'impulso prodotte da modelli utilizzati presso le banche centrali nazionali appartenenti al SEBC, incluse in uno strumentario integrato per i processi di generazione di scenari. Possono di conseguenza essere impiegate per applicare shock esogeni a un'ampia gamma di variabili economiche reali e ad alcune variabili finanziarie (quali i corsi azionari e i tassi di interesse a breve e lungo termine), con lo scopo di derivare proiezioni relative a un gran numero di indicatori macrofinanziari per i 28 Stati membri dell'UE, tenendo altresì conto dei collegamenti commerciali tra paesi.

In altri casi, gli scenari dovrebbero piuttosto rispecchiare i rischi sistemici che possono emergere all'interno del sistema finanziario e che si propagano all'economia reale solo a seguito del manifestarsi di questi shock. Ciò potrebbe ad esempio riflettere i rischi relativi alla provvista bancaria che potrebbero emergere sotto forma di bruschi aumenti dei costi di provvista, incapacità di rinnovare finanziamenti all'ingrosso o deflussi di depositi. Vincoli quantitativi di raccolta dovrebbero in particolare determinare a loro volta correzioni dal lato delle attività che potrebbero dare origine a perdite connesse alla vendita forzata di attivi da parte delle banche in un mercato illiquido ed eventualmente a restrizioni dell'offerta di prestiti. Per generare scenari macroeconomici generali sulla base di questi shock riguardanti il sistema finanziario, si utilizzano di norma macro modelli che includono esplicitamente i collegamenti esistenti tra l'economia reale e il sistema finanziario. A questo scopo la BCE dispone tra l'altro dei modelli dinamici stocastici di equilibrio generale (*Dynamic Stochastic General Equilibrium*, DSGE) comprendenti specifiche

8) Per maggiori dettagli sul modello GVAR, cfr. Dees, S., di Mauro, F., Pesaran, M.H., Smith, L.V., "Exploring the international linkages of the euro area: a global VAR analysis", *Journal of Applied Econometrics,* vol. 22(1), 2007, pagg. 1-38.

del sistema bancario [9] e di diversi tipi di modelli autoregressivi vettoriali (*Vector Autoregressive*, VAR) con interrelazioni stimate tra le variabili relative all'economia reale e quelle concernenti il sistema bancario [10].

LA TRADUZIONE DEGLI SCENARI ATTRAVERSO I MODELLI SATELLITE

Per la traduzione degli scenari vengono applicati modelli satellite al rischio di credito e di interesse, oltre che ad altre tipologie di rischio di mercato (che interessano ad esempio il portafoglio di negoziazione). Nello specifico, si usano equazioni satellite al fine di tradurre uno scenario ipotizzato (base o avverso) in un andamento della variabile dipendente che catturi un certo rischio relativo al bilancio della banca.

Tra gli indicatori economici più importanti su cui si fonda l'analisi del rischio di credito figurano la probabilità di insolvenza (*probability of default*, PD), la perdita in caso di insolvenza (*loss-given-default*, LGD) e il tasso di perdita (*loss rate*, LR), che costituisce il prodotto di PD ed LGD. Ulteriori indicatori di bilancio utilizzabili in parallelo per la valutazione del rischio di credito sono il livello dei prestiti in sofferenza e lo stock di riserve per perdite su crediti. Anche le statistiche delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) sui tassi di cancellazione dei prestiti nel sistema bancario dei singoli paesi possono costituire un'ulteriore misura del rischio di credito, sebbene questo rifletta probabilmente una risposta piuttosto ritardata a tale rischio in quanto le cancellazioni avvengono nella fase finale del processo attraverso il quale le banche iscrivono a bilancio le perdite su crediti. Infine, i tassi di insolvenza (dati dal rapporto tra le partite anomale e il totale dei prestiti in essere) costituiscono un'ulteriore fonte di informazione che può essere utilizzata come base per la modellizzazione del rischio di credito [11].

I tassi di interesse al dettaglio vengono modellizzati a partire dalle serie statistiche contenute nella banca dati MIR della BCE, riguardanti i tassi applicati dalle IFM dei singoli paesi e dell'intera area dell'euro ai depositi e ai prestiti aventi famiglie e imprese non finanziarie come settori di controparte.

In totale, il quadro per la modellizzazione del rischio di mercato copre oltre 40 parametri connessi a tale rischio in più di dieci giurisdizioni diverse e include: corsi azionari non europei, *spread* creditizi, tassi *swap*, parametri di volatilità e variabili macrofinanziarie nei mercati emergenti. I collegamenti con lo scenario macrofinanziario sono costruiti utilizzando le variabili finanziarie che di norma sono sottoposte direttamente a stress negli scenari macroeconomici avversi (ad esempio, i corsi azionari negli Stati Uniti e nell'area dell'euro e i tassi di interesse del mercato monetario). Tali variabili sono a loro volta utilizzate come origine degli shock per la stima dei rimanenti parametri del rischio di mercato.

La tecnica che applica i modelli satellite ai parametri del rischio di credito, di tasso di interesse e di mercato all'interno del quadro degli esercizi di stress della BCE presenta due caratteristiche fondamentali.

9) Cfr. ad esempio Darracq Pariès, M., Kok, C. e Rodriguez Palenzuela, D., "Macroeconomic propagation under different regulatory regimes: evidence from an estimated DSGE model for the euro area", *International Journal of Central Banking*, dicembre 2011.
10) Cfr. ad esempio Giannone, D., Lenza, M. e Reichlin, L. *Money, credit, monetary policy and the business cycle in the euro area*, *Discussion Paper del CEPR,* n. 8944, aprile 2012.
11) Le definizioni delle varie misure del rischio di credito possono almeno in parte sovrapporsi, ma si può ritenere che si distinguano per la prospettiva temporale. In tale contesto la PD (che fornisce un'indicazione della probabilità di insolvenza di un mutuatario a "n" giorni) e i tassi di cancellazione dei prestiti (che riflettono il momento in cui le sofferenze sono di fatto cancellate) rappresentano rispettivamente la metrica più e meno prospettica.

1) Utilizza modelli autoregressivi a ritardi distribuiti (*Autoregressive Distributed Lag*, ADL) grazie ai quali è possibile tradurre uno scenario macrofinanziario nella misura del rischio prescelta, dove la misura (ad esempio, la PD per un determinato portafoglio di prestiti) è descritta in funzione dei suoi ritardi precedenti, e indicatori contemporanei e ritardati che descrivono lo stato dell'economia reale e dei mercati finanziari (comprese variabili predittive quali il PIL, la disoccupazione, l'inflazione e i tassi di interesse).

2) Segue un approccio di *model averaging* per tenere conto dell'incertezza insita nei modelli. Ciò risulta particolarmente utile nella modellizzazione dei parametri di rischio, in quanto le serie temporali storiche (come le PD, i tassi di cancellazione dei prestiti e le sofferenze) sono di norma piuttosto brevi e questo comporta a sua volta che, per economizzare sui "gradi di libertà", le equazioni satellite possono avere solo pochi predittori (ad esempio, un massimo di quattro per equazione). Un approccio di *model averaging* permette di utilizzare un numero ragionevolmente ampio di variabili predittive nelle diverse equazioni [12].

IL MODULO DI BILANCIO – CALCOLI DI SOLVIBILITÀ

La modellizzazione del bilancio negli esercizi di stress di tipo *top-down* utilizzato dalla BCE si fonda su uno strumento dinamico che permette l'applicazione alle principali voci di bilancio di percorsi esogenamente dati o endogenamente ottimizzati. Il modulo utilizzato per derivare endogenamente bilanci dinamici si basa su un approccio di modellizzazione del rapporto tra rischio e rendimento secondo cui le banche riequilibrano la loro allocazione in termini di attività e passività a seconda degli shock per la rischiosità e i rendimenti degli attivi in un determinato scenario [13]. Il punto di partenza per la proiezione degli andamenti di bilancio è il livello delle relative voci alla data di chiusura prescelta per gli esercizi di stress [14]. Vengono successivamente applicati percorsi esterni per le voci principali lungo l'orizzonte temporale delle prove di stress, fondandoli su una serie di ipotesi e proiezioni ricavate dai modelli satellite e /o da valutazioni esperte. A determinate voci si applicano livelli massimi (*cap*) o minimi (*floor*) per assicurare che la variazione della composizione del bilancio resti coerente con lo scenario macrofinanziario o con le condizioni di mercato previste.

È opportuno rilevare come il terzo pilastro si fondi su dati granulari relativi al bilancio e alla redditività delle singole banche. In altri termini, ciascuna banca nel sistema viene modellizzata individualmente utilizzando punti di partenza per le voci di bilancio specifici della banca stessa. Il livello di precisione che può essere raggiunto dai calcoli di solvibilità dipende in misura fondamentale dalla granularità dei dati bancari utilizzati [15]. L'approccio permette altresì un trattamento specifico delle singole banche ove esista un piano di ristrutturazione obbligatorio definito dalle autorità competenti o siano state realizzate acquisizioni o dismissioni non ancora riflesse nel bilancio iniziale.

12) Un tale approccio non fondato su teorie, ancorché necessario visti i dati in questione, presenta altresì degli svantaggi. Uno di questi è rappresentato dal fatto che le variabili specifiche del mercato finanziario dipendono in misura notevole dalla tipologia di shock considerata e i interrelazioni storiche medie possono risultare di conseguenza fuorvianti.
13) Il modello sottostante il bilancio dinamico endogeno si basa su Hałaj, G., "Optimal asset structure of a bank – bank reactions to stressful market conditions", *Working Paper Series*, BCE, n. 1533, aprile 2013.
14) Le informazioni sulle voci di bilancio si basano in alternativa su: 1) statistiche di dominio pubblico relative alle singole banche, oltre che dati sulle esposizioni bancarie comunicati nell'esercizio di stress condotto nel 2011 a livello di UE e nell'esercizio sul capitale per il 2011 promosso dall'Autorità bancaria europea (ABE) all'interno dell'Unione; 2) dati prudenziali specifici per paese nel caso degli Stati membri oggetto di programmi di assistenza finanziaria dell'UE/FMI. L'insieme di banche analizzate nei paesi dell'UE include almeno il campione di enti creditizi considerato nell'esercizio di stress condotto dall'ABE a livello di UE nel 2011.
15) Questo limite riguarda anche l'*input* di dati per i modelli in forma ridotta applicati nel secondo pilastro per tradurre i macroscenari in effetti sulle banche.

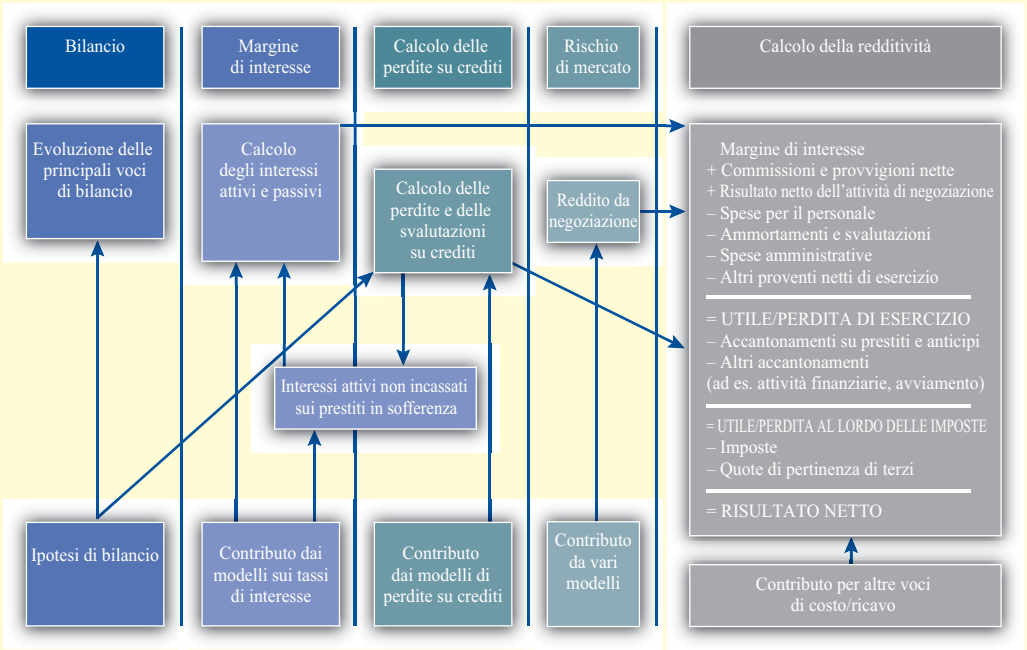
Il calcolo della redditività

Le ipotesi e le proiezioni ottenute attraverso i moduli satellite sono tradotte in ricavi, costi, perdite e accantonamenti ai fini del calcolo della redditività. L'approccio può essere suddiviso in quattro moduli utilizzati per calcolare: margine di interesse, perdite e svalutazioni su crediti, rischio di mercato e infine calcolo della redditività conformemente alle ipotesi relative alle altre componenti di reddito (cfr. figura 2).

Nel primo modulo, riguardante il margine di interesse, gli interessi attivi e passivi sono calcolati separatamente. Il contributo iniziale principale è costituito dall'evoluzione delle relative voci di bilancio (quali prestiti, depositi e raccolta all'ingrosso), che possono essere esogenamente date oppure derivate utilizzando l'approccio di ottimizzazione descritto in precedenza, oltre che dalle proiezioni dei tassi di interesse al dettaglio derivate dai modelli satellite. Le proiezioni e le ipotesi specifiche per paese sono tradotte per ciascun anno dell'orizzonte temporale delle prove di stress attraverso i fattori o le variazioni annuali nelle componenti di bilancio delle istituzioni partecipanti. Questo calcolo viene effettuato sulla base di una scomposizione granulare del bilancio per strumento, area geografica, scadenza e settore di appartenenza delle controparti. Sono altresì prese in considerazione caratteristiche specifiche delle banche quali le scadenze residue e il fabbisogno di rifinanziamento. Tali calcoli permettono di stimare gli interessi attivi e passivi previsti per ciascun ente creditizio partecipante [16].

Il secondo modulo, concernente le perdite e le svalutazioni (*impairment)* su crediti, combina i risultati delle ipotesi di bilancio e delle proiezioni degli indicatori della qualità degli attivi provenienti dai modelli

Figura 2 Rappresentazione schematica dei calcoli relativi alla redditività



Fonte: BCE.

16) Il modulo relativo al margine di interesse rileva principalmente le variazioni degli interessi attivi e passivi applicati dalle banche alla clientela al dettaglio e i costi di finanziamento all'ingrosso. Gli altri proventi e oneri connessi a interessi sono ipotizzati costanti. Inoltre, non sono formulate ipotesi in merito alle variazioni della copertura del rischio di tasso di interesse nell'orizzonte previsivo considerato.

satellite per valutare l'impatto del rischio di credito. Esso riunisce le proiezioni condizionali del rischio di credito a livello di paese con l'evoluzione del bilancio delle singole banche. Le variazioni previste dei tassi di perdita a livello di paese sono poi applicate a quelle specifiche delle banche per calcolare le perdite attese. Tenendo conto degli esistenti schemi di protezione degli attivi, dell'evoluzione delle esposizioni e della LGD, in una seconda fase tali risultati vengono tradotti in *impairment* lungo l'orizzonte temporale delle prove di stress [17]. L'impatto del mancato incasso degli interessi attivi risultante dai prestiti in sofferenza/anomali viene successivamente calcolato e sottratto dagli interessi attivi totali.

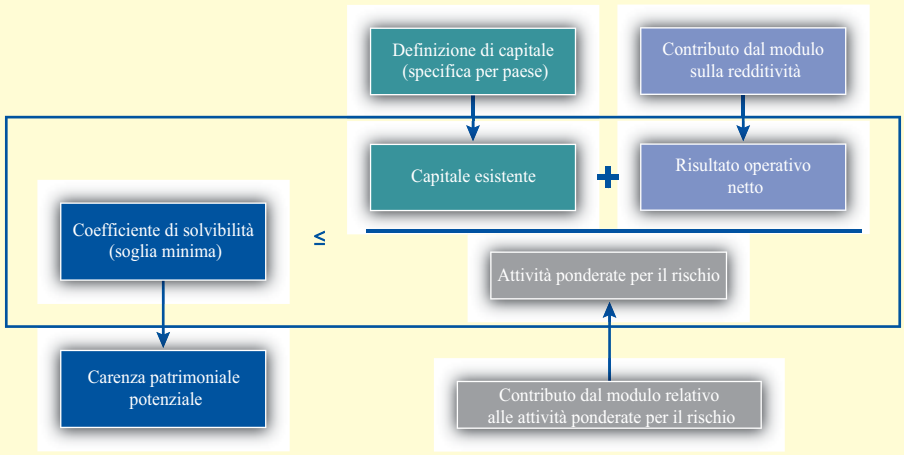
Il terzo modulo riguarda il rischio di mercato e mira a rilevare l'impatto sulla redditività esercitato dal portafoglio di investimenti degli enti partecipanti. Esso applica shock (ad esempio, gli *haircut* sulla valutazione dei titoli detenuti nel portafoglio di negoziazione) derivati dai modelli satellite a portafogli specifici in un momento determinato oppure lungo l'orizzonte temporale delle prove di stress.

L'ultimo modulo unisce il margine di interesse, le perdite e le svalutazioni su crediti e l'impatto in termini di rischio di mercato per ciascun ente partecipante ad altre componenti di reddito. L'impatto di queste ultime sulla redditività è derivato dal risultato di un approccio di *averaging* [18] condotto in conformità con ipotesi generali oppure specifiche della banca, quali un contributo minimo alle quote di pertinenza di terzi o aliquote fiscali costanti.

Il calcolo del coefficiente di solvibilità

Il calcolo del coefficiente di solvibilità include il capitale esistente, il risultato operativo netto e le attività ponderate per il rischio (cfr. figura 3). Nell'orizzonte temporale degli esercizi di stress, il risultato finale del

Figura 3 Rappresentazione schematica del calcolo del coefficiente di solvibilità



Fonte: BCE.

17) Nel contesto di alcuni esercizi di stress riguardanti paesi specifici, il calcolo delle perdite su crediti viene effettuato anche sulla base delle proiezioni relative alle sofferenze e ai tassi di copertura. Un'applicazione di questo approccio all'insieme dell'UE non è fattibile, non da ultimo perché esistono differenze tra paesi nella definizione del concetto di sofferenza.

18) L'approccio di *averaging* si basa di norma sugli andamenti delle altre componenti di costi e ricavi negli anni precedenti, ad esempio delle commissioni e provvigioni attive/passive, delle spese per il personale o degli ammortamenti. L'orizzonte temporale considerato dipende in larga parte dallo scenario prescelto e dalla disponibilità di dati storici. Perché un percorso risulti sufficientemente conservativo in uno scenario avverso, il periodo di riferimento storico sul quale calcolare la media viene definito in modo da comprendere una fase di recessione (ad esempio, gli anni fra il 2007 e il 2009).

modulo relativo alla redditività e di quello concernente le attività ponderate per il rischio innesca variazioni di misure di patrimonializzazione quali il coefficiente patrimoniale totale, il *Tier 1* e il *core Tier 1* (CT1). Uno scenario macroeconomico avverso che si traduca in perdite per una banca comporta ad esempio una conseguente riduzione del capitale esistente di quest'ultima e quindi, se le attività ponderate per il rischio rimangono invariate, un calo del coefficiente di solvibilità.

La variazione delle ponderazioni medie per il rischio relative ai portafogli di prestiti viene stimata sulla base dei tassi di perdita su crediti utilizzando la formula prevista dal metodo IRB (*Internal Rating-Based*) avanzato, introdotto con Basilea II. I calcoli sono effettuati a livello di portafoglio per tre portafogli regolamentari: *corporate*, mutui residenziali e prestiti al dettaglio. Le ponderazioni per il rischio sulle attività, sottoposte a misurazione dell'adeguatezza patrimoniale secondo il metodo standardizzato di Basilea II, sono al momento invariate nel quadro per gli esercizi di stress della BCE. Le attività ponderate per il rischio connesse al rischio di mercato e di controparte sono maggiorate di un fattore fisso, in linea con i requisiti minimi fissati nella metodologia dell'esercizio di stress condotto dall'ABE a livello di UE nel 2011. Ove lo scenario avverso determinasse un aumento delle attività ponderate per il rischio (ad esempio, come conseguenza di una più elevata probabilità di insolvenza del mutuatario), il coefficiente di solvibilità risulterebbe ridotto.

I requisiti patrimoniali per i rischi operativi e di altra natura non sono sottoposti a ipotesi di stress [19]. A seconda dei contributi provenienti dagli altri moduli, il calcolo della solvibilità può essere condotto su base consolidata, individuale oppure per le sole filiazioni nazionali/estere [20].

ANALISI DEGLI EFFETTI DI CONTAGIO E DI RETROAZIONE

Gli esercizi di stress di tipo *bottom-up* sono di norma considerati definitivi una volta derivati gli effetti di primo livello dello scenario avverso sulla patrimonializzazione della banca considerata [21]. Dal punto di vista delle prove condotte con l'approccio *top-down*, tuttavia, la valutazione non dovrebbe limitarsi a tali effetti. Ci si attende realisticamente che una banca colpita da shock riguardanti la propria situazione di solvibilità reagisca adeguando bilancio e attività, spesso al fine di tornare ad un livello predefinito di indici di bilancio. Tali reazioni potrebbero ad esempio comportare restrizioni in determinate attività (compresi i nuovi prestiti alle imprese), che potrebbero a loro volta presentare implicazioni più ampie per l'economia reale e quindi amplificare la gravità dello scenario macrofinanziario avverso originario con potenziali effetti di secondo livello sulla solvibilità delle banche.

Per tener conto di questi effetti di retroazione a livello macroeconomico, la BCE associa il risultato delle prove di stress di tipo *top-down* (ad esempio, sotto forma di carenze patrimoniali rispetto a determinate soglie predefinite) a modelli macroeconometrici che includono variabili del sistema bancario e relazioni stimate tra variabili reali e finanziarie [22].

19) Se tutti i moduli utilizzati per la generazione degli scenari e la implementazione degli shock sono tecnicamente integrati, è possibile condurre un esercizio di stress inverso per classificare una serie di scenari avversi, in particolare attraverso multipli. Questi ultimi sono fattori semplici applicati agli shock iniziali, che poi si riflettono sui bilanci bancari mediante modelli macrofinanziari e modelli satellite aggiuntivi.

20) Non è di norma possibile ottenere informazioni granulari sulle singole banche e filiazioni dalle fonti statistiche pubbliche.

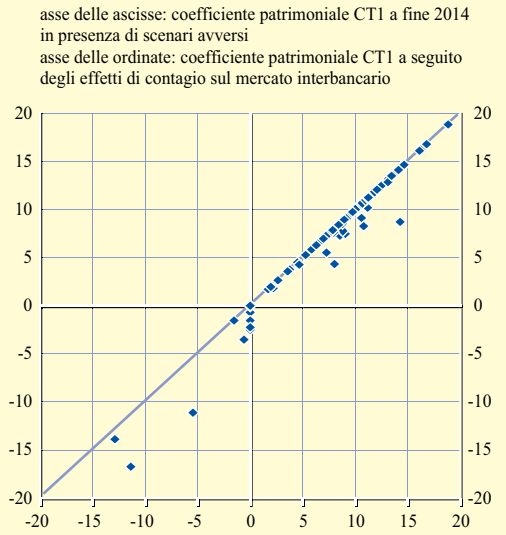
21) L'adozione di questo approccio negli esercizi di stress di tipo *bottom-up* nell'ambito dell'attività di vigilanza è dettata da motivazioni evidenti e pratiche. Gli eventuali effetti di retroazione e di contagio che potrebbero far seguito a quelli di primo livello sulla solvibilità delle banche sono di complessa e onerosa gestione quando gli esercizi di stress sono condotti a livello di singolo ente creditizio (con o senza l'aiuto delle autorità di vigilanza microprudenziale). Ad esempio, la verifica incrociata della validità della reazione dinamica delle banche a stress specifici imposti nell'esercizio richiederebbe un notevole sforzo da parte delle autorità.

22) Cfr. ad esempio: Christiano, L., Motto, R. e Rostagno M. "Financial factors in economic fluctuations", *Working Paper Series*, BCE, n. 1192, maggio 2010; Darracq *et al*., *op.cit*.; Giannone *et al*., *op. cit*.; Angeloni, I. e Faia E. "Capital regulation and monetary policy with fragile banks", *Journal of Monetary Economics*, 2013 (di prossima pubblicazione). Cfr. anche Maurin, L. e Toivanen, M., "Risk, capital buffer and bank lending: a granular approach to the adjustment of euro area banks", *Working Paper Series*, BCE, n. 1499, novembre 2012.

A parte gli effetti di retroazione a livello macroeconomico, un esercizio di stress di tipo *top-down* dovrebbe altresì prendere in considerazione gli effetti di contagio all'interno dello stesso sistema finanziario. Ad esempio, il deterioramento della situazione di solvibilità (o addirittura il dissesto) di determinate banche nel quadro di uno scenario di stress potrebbe dare origine a effetti di contagio negativi sugli altri enti creditizi del sistema attraverso i collegamenti bilaterali diretti oppure, più indirettamente, per il tramite di effetti di fiducia. Una situazione di grave tensione in una banca impedirebbe presumibilmente a quest'ultima di rimborsare le sue passività nel mercato interbancario. Ciò potrebbe a sua volta determinare perdite a cascata nell'intera rete interbancaria e in ultima istanza creare difficoltà ad altre banche, con effetti di propagazione all'intero sistema [23].

Figura 4 Coefficiente patrimoniale *Core Tier 1* dopo gli effetti di primo livello degli scenari avversi e a seguito degli effetti di secondo livello di contagio nel mercato interbancario

(percentuali)



Fonte: BCE.
Nota: il campione include 80 banche di grandi e medie dimensioni all'interno dell'UE e corrisponde al campione di banche utilizzato nello *stress test* condotto dall'Autorità bancaria europea a livello di intera Unione, ma è corretto per tener conto delle recenti operazioni di fusione e delle banche in fase di liquidazione.

A titolo illustrativo, la figura 4 mostra le conseguenze che detti effetti di contagio di secondo livello sul mercato interbancario potrebbero avere per i coefficienti patrimoniali come reazione agli effetti iniziali di primo livello sulla solvibilità delle banche derivanti da uno scenario avverso. I risultati di questa particolare configurazione di scenario negativo stanno a indicare che, per gran parte delle banche, l'inclusione degli effetti di contagio nell'analisi potrebbe tradursi in un ulteriore deterioramento della situazione di solvibilità [24]. Ciò trova riflesso nel numero di banche al di sotto della linea inclinata a 45 gradi, che indica gli istituti per i quali il coefficiente di solvibilità, una volta tenuto conto degli effetti di contagio di secondo livello nel mercato interbancario, è inferiore a quello elaborato considerando i soli effetti di primo livello calcolati negli esercizi di stress.

3 L'APPLICAZIONE DEL QUADRO ANALITICO ALL'ANALISI DELLE AZIONI DI *POLICY*

Il quadro per gli esercizi di stress di tipo *top-down* è uno strumento flessibile che può essere utilizzato per numerosi fini di *policy*. Seguono alcuni esempi delle sue modalità di impiego presso la BCE.

23) La letteratura sugli effetti di contagio nel mercato interbancario può essere approssimativamente divisa in due ampi filoni, fondati rispettivamente su simulazioni controfattuali condotte utilizzando dati di bilancio e su strumenti basati sui dati di mercato. Per quanto concerne il primo, lo strumento principale sviluppato presso la BCE a fini di esercizi di stress si fonda sullo studio di Halaj, G. e Kok C., "Assessing interbank contagion using simulated networks", *Computational Management Science,* vol. 10(2), 2013, pagg.157-186 e *Working Paper Series*, BCE, n. 1506, gennaio 2013. Con riferimento ad alcuni approcci basati maggiormente sui dati di mercato, tra i modelli utilizzati nel periodo recente figurano: Gross, M. e Kok, C., "Measuring contagion potential among sovereigns and banks using a mixed cross-section GVAR", *Working Paper Series*, BCE, 2013 (di prossima pubblicazione); Gray, D. Gross, M. Paredes, J. e Sydow, M., "Modelling banking, sovereign and macro risk in a CCA Global VAR", *Working Paper Series*, FMI, 2013 (di prossima pubblicazione).

24) Occorre tuttavia sottolineare che, nella maggioranza delle configurazioni di rete interbancaria disponibili, gli effetti di contagio sono di norma piuttosto limitati. Alcune strutture di rete sono più esposte di altre alla propagazione delle perdite, a sottolineare la natura fragile ma robusta di molte reti in tempo reale.

LA VALUTAZIONE DELLA RESILIENZA DEL SISTEMA BANCARIO DAL PUNTO DI VISTA DELLA STABILITÀ FINANZIARIA

Gli esercizi di stress di tipo *top-down* sono utilizzati regolarmente nelle analisi prospettiche della solvibilità delle banche per valutare la resilienza del sistema bancario dell'area dell'euro/dell'UE di fronte alla manifestazione di rischi sistemici ritenuti particolarmente pertinenti in un certo momento. Tale valutazione dei rischi si inserisce naturalmente nell'analisi macroprudenziale condotta dalla BCE e pubblicata periodicamente da quest'ultima nella *Financial Stability Review*.

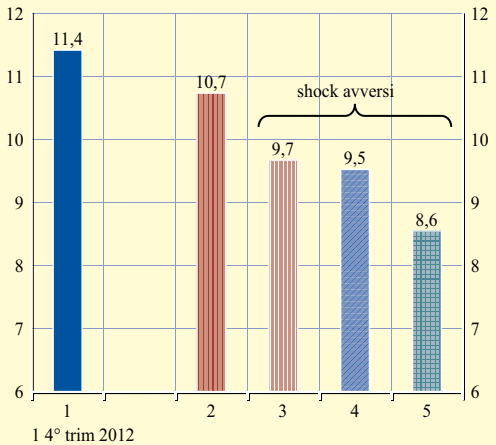
Il punto di partenza per l'analisi della valutazione dei rischi è rappresentato di norma da un insieme di rischi sistemici fondamentali e le prove di stress di tipo *top-down* possono favorire la comprensione dell'impatto di questi ultimi sia sul sistema bancario sia sul resto dell'economia. Poiché la valutazione si concentra generalmente sulla misurazione dell'impatto dei singoli rischi sistemici sul sistema finanziario, vengono predisposti elementi costitutivi dello scenario che riflettono la manifestazione di fattori di rischio specifici e che permettono di valutare in modo strutturato la resilienza delle banche di fronte a ciascuno di essi. Una volta completata la valutazione dei singoli fattori di rischio, è possibile altresì analizzare scenari comuni che includono diversi rischi sistemici.

A fini illustrativi, vengono considerati due scenari avversi: 1) uno scenario di crisi del debito sovrano che riflette il rischio di rinnovate tensioni nei mercati delle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro come conseguenza di bassi tassi di crescita e di una lenta attuazione delle riforme e che si concretizza attraverso un aumento dei tassi di interesse a lungo termine e un calo dei corsi azionari; 2) uno scenario di crescita economica che rispecchia il rischio di redditività delle banche connesso alle perdite su crediti e alla debolezza del contesto macroeconomico e che si realizza attraverso shock negativi per la domanda e l'offerta aggregata in diversi Stati membri dell'UE [25]. Per l'esistenza di strette interconnessioni tra il debito sovrano, l'attività economica e il sistema bancario, viene inoltre preso in considerazione un terzo scenario congiunto che combina gli shock connessi ai due precedenti.

Un'ovvia misura della resilienza del sistema bancario di fronte a tali circostanze avverse è il livello di patrimonializzazione successivo alla implementazione degli scenari attraverso i vari moduli del quadro di riferimento, che fornisce informazioni sulla capacità delle banche di fronteggiare le avversità senza diventare insolventi. La figura 5 mostra l'impatto a due anni sul coefficiente patrimoniale CT1 medio dell'UE nello scenario di base (fondato sulle previsioni economiche pubblicate dalla Commissione europea nella primavera del 2013) e nei tre scenari

Figura 5 Coefficiente patrimoniale *Core Tier 1* medio dell'UE nello scenario di base e negli scenari avversi

(percentuali)



1 4° trim 2012
2 scenario di base a fine 2014
3 scenario di crisi del debito sovrano
4 scenario di crescita economica debole
5 scenario congiunto di crisi del debito sovrano e crescita economica debole

Fonte: BCE.
Nota: il campione include 80 banche di grandi e medie dimensioni all'interno dell'UE e corrisponde a quello utilizzato negli esercizi stress condotto dall'Autorità bancaria europea a livello di intera Unione, ma è corretto per tener conto delle recenti operazioni di fusione e delle banche in fase di liquidazione.

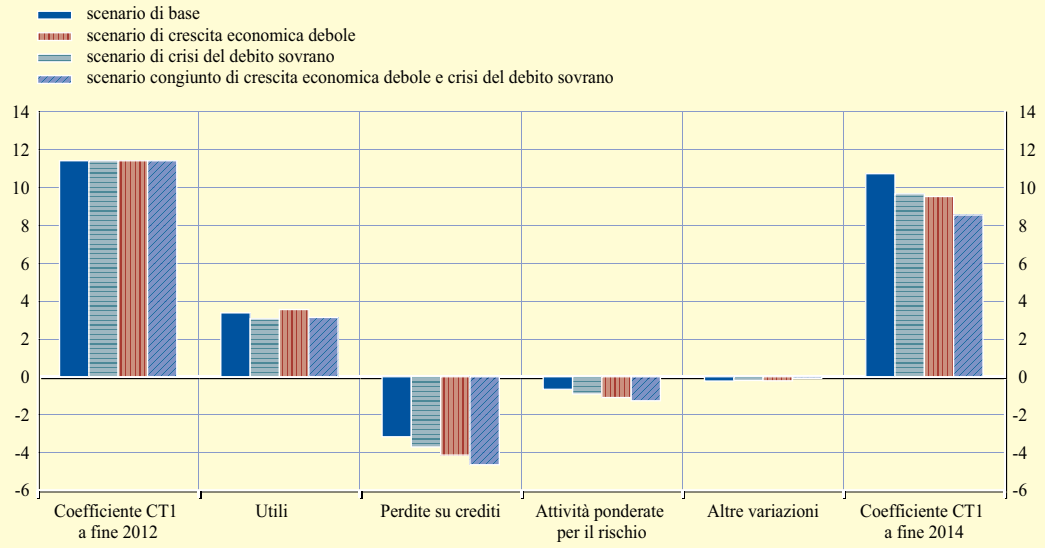
25) Per una descrizione più dettagliata degli scenari che riflettono questi rischi, cfr. ad esempio *Financial Stability Review*, BCE, dicembre 2012 e maggio 2013.

avversi descritti in precedenza. Si osserva come la riacutizzazione della crisi del debito sovrano e il pronunciato indebolimento della crescita economica (i primi due scenari) possano entrambi comportare una lieve riduzione dei coefficienti di solvibilità medi nel sistema bancario dell'UE, riducendo il CT1 di un punto percentuale al valore previsto nello scenario di base alla fine del 2014. Lo scenario congiunto (la barra verde nella figura 5) implica un impatto negativo maggiore, che fa scendere il CT1 all'8,6 per cento (vale a dire, oltre due punti percentuali in meno rispetto allo scenario di base).

Partendo da coefficienti di patrimonializzazione iniziali elevati, con un CT1 medio pari all'11,4 per cento alla fine del 2012, le banche dell'UE appaiono in media piuttosto robuste e si mantengono ben al di sopra dei requisiti minimi anche dopo l'applicazione di un livello considerevole di stress. Gli andamenti medi possono tuttavia celare variazioni sostanziali tra banche e tra Stati membri dell'Unione. Dal punto di vista della stabilità finanziaria (e microprudenziale), è necessario prestare particolare attenzione agli enti creditizi che appaiono più deboli in situazioni di stress.
La proiezione della situazione di solvibilità delle banche attraverso gli esercizi di stress è un procedimento complesso, articolato in diverse fasi di modellizzazione (come descritto in precedenza). Per meglio comprendere i fattori alla base del risultato dell'analisi di solvibilità, è di conseguenza utile scomporre la differenza tra i coefficienti patrimoniali iniziali e quelli a fine orizzonte temporale nelle determinanti principali. Ciò viene illustrato nella figura 6, che mostra i fattori fondamentali alla base della riduzione prevista del coefficiente CT1 tra il 2012 e il 2014 nello scenario di base e nei tre scenari avversi. Si osserva come l'accumulo di utili al lordo degli accantonamenti, il quale tende ad attenuare l'impatto negativo sulla solvibilità derivante dalle perdite su crediti e dalle variazioni delle attività ponderate per il rischio, sia di norma inferiore negli scenari avversi rispetto a quello di base [26]. Nello scenario di crisi del debito sovrano, in particolare, l'accumulo di utili è minore per motivi

Figura 6 Principali determinanti del coefficiente patrimoniale Core Tier 1 medio dell'UE negli scenari avversi

(percentuali)



Fonte: BCE.

26) Nello scenario di crescita economica debole, gli utili al lordo degli accantonamenti sono di norma maggiori che in quello di base. Ciò provoca a prima vista una certa sorpresa, dal momento che in tale scenario il livello delle imposte e dei dividendi pagati è inferiore. Gli utili ante imposte sono invece minori.

principalmente riconducibili al maggior costo della provvista e alle perdite dovute all'impatto della valutazione ai prezzi di mercato (*mark-to-market*) delle esposizioni collegate al portafoglio di negoziazione. Nello scenario di debole crescita economica, le perdite su crediti sono considerevolmente superiori come conseguenza dell'indebolimento dell'attività economica. Nello scenario congiunto, infine, gli utili sono ancora più bassi e le perdite su crediti ancora più alte che nei due scenari distinti.

IL CONTRIBUTO ALL'ANALISI DELLE POLITICHE MACROECONOMICA E MONETARIA

In virtù del suo approccio prospettico, lo strumento di valutazione della solvibilità può essere utilmente impiegato anche come contributo iniziale per l'analisi delle politiche macroeconomica e monetaria. Dato il ruolo predominante delle banche nel sistema finanziario dell'area dell'euro e la conseguente importanza che esse rivestono nella trasmissione degli orientamenti di politica monetaria all'economia reale, una valutazione prospettica della loro solvibilità può fornire indicazioni preziose ai fini dell'analisi di politica monetaria [27].

Il quadro per l'analisi di solvibilità viene ad esempio utilizzato nel contesto della regolare conduzione degli esercizi di proiezione macroeconomica da parte degli esperti della BCE per fornire informazioni sulle potenziali restrizioni dell'offerta di credito conseguenti ai vincoli di capitale che emergono nell'orizzonte di previsione. Nello specifico, una determinata proiezione macroeconomica può essere inserita nei modelli satellite e nei calcoli di bilancio del quadro per gli esercizi di stress con lo scopo di elaborare proiezioni della capacità di una banca di assorbire le perdite su un orizzonte temporale di "n" anni. Le proiezioni patrimoniali che ne conseguono possono poi essere messe a confronto con una soglia predefinita per i coefficienti di solvibilità al fine di derivare le carenze patrimoniali, che possono a loro volta essere utilizzate nel calcolo delle restrizioni sul credito (o di altre correzioni di bilancio), le quali dovrebbero in ultima istanza agire da freno sulle proiezioni relative all'attività economica reale.

Inoltre, gli esercizi di stress possono fornire un utile parametro di riferimento per le implicazioni delle misure (convenzionali e non convenzionali) di politica monetaria. Ad esempio, la valutazione dell'impatto sulla solvibilità in uno scenario avverso che includa vincoli per l'accesso delle banche alla raccolta può informare i responsabili delle azioni di *policy* circa gli effetti per il sistema bancario e il resto dell'economia derivanti da una mancata compensazione di questi vincoli quantitativi attraverso interventi di politica monetaria.

Analogamente, il quadro per le prove di stress si presta altresì a essere impiegato per analizzare l'impatto delle principali misure di politica monetaria. Sfruttando la natura prospettica dello strumento, è possibile collegare il risultato degli esercizi di stress a un modello macroeconomico per valutare gli effetti sul sistema bancario e sul contesto macroeconomico derivanti ad esempio da misure eccezionali di offerta di liquidità della banca centrale e da ipotesi precedenti circa il loro utilizzo da parte degli enti creditizi. Ciò risulta particolarmente utile in un contesto di crisi, in cui si rendono spesso necessari provvedimenti senza precedenti che – data la loro natura eccezionale – hanno un impatto generalmente meno noto.

L'UTILIZZO DEL QUADRO DEGLI ESERCIZI DI STRESS *TOP-DOWN* PER LA VERIFICA INCROCIATA DEI RISULTATI DEGLI ESERCIZI *BOTTOM-UP*

Negli ultimi anni è divenuto consueto affiancare agli esercizi di stress di tipo *bottom-up* un riesame *top-down* e la BCE ha partecipato di recente a diverse iniziative in questo senso a livello sia naziona-

27) Cfr. anche l'articolo *Una valutazione delle condizioni di finanziamento del settore privato dell'area dell'euro durante la crisi del debito sovrano* nel numero di agosto 2012 del Bollettino mensile della BCE.

le sia dell'UE. La logica di una verifica incrociata dei risultati delle prove di stress di tipo *bottom-up* con strumenti basati su un approccio *top-down* risiede nel fatto che tale verifica viene svolta a livello centralizzato senza coinvolgere le banche sottoposte alle prove e che può quindi fornire una valutazione più imparziale (ancorché forse meno accurata [28]) della situazione di solvibilità dei singoli enti creditizi. Dal punto di vista della vigilanza, i risultati degli esercizi di stress di tipo *bottom-up* effettuati dalle banche vanno inevitabilmente esaminati con occhio critico, dato il disallineamento degli incentivi (nel senso che le singole banche saranno naturalmente predisposte a produrre risultati con implicazioni pecuniarie minime). Il riesame *top-down* può contribuire alla maggiore obiettività della valutazione dei risultati delle prove *bottom-up* condotta dalle autorità di vigilanza [29].

A seconda della disponibilità dei dati, la verifica incrociata può concentrarsi sulle singole determinanti di un'analisi di solvibilità oppure sulle carenze patrimoniali complessive rispetto a un coefficiente patrimoniale minimo predefinito [30].

Gli esercizi di stress richiedono in generale più dati rispetto all'attività tradizionale di vigilanza sulle banche, poiché per modellizzare voci specifiche dello stato patrimoniale e del conto economico serve una serie di statistiche estremamente granulari. Il livello di dettaglio necessario dipende dalla tipologia di esercizio di stress, nel senso che un esercizio *bottom-up* (utilizzato per esempio nella modellizzazione del rischio di inadempimento su prestiti al consumo specifici per una banca determinata) richiede un numero di dati molto superiore rispetto a uno condotto seguendo l'approccio *top-down* (impiegato ad esempio per modellizzare il portafoglio aggregato dei prestiti al consumo di una banca specifica in un paese determinato).

Per quanto concerne le parti interessate, risulta utile coinvolgerle tutte fin dall'inizio di un esercizio di stress che includa sia una componente *bottom-up* sia una *top-down* in modo da razionalizzare le esigenze di entrambi i processi. Una prova di stress condotta con un approccio *bottom-up* coinvolge di norma: 1) le singole banche, che ricevono istruzioni dall'autorità di vigilanza; 2) oppure, nel caso dei programmi di assistenza finanziaria UE/FMI, una società di consulenza indipendente cui sia stato affidato il compito di condurre la prova utilizzando dati interni alla banca, o un organismo di vigilanza nazionale. Gli esercizi di stress di tipo *top-down* sono condotti da uno dei soggetti seguenti: 1) l'autorità di vigilanza (nazionale o sovranazionale); 2) un'organizzazione internazionale senza compiti di vigilanza (ad esempio la Commissione europea, la BCE e l'FMI); 3) una società di consulenza indipendente.

Il riesame *top-down* dei risultati dell'esercizio *bottom-up* si svolge di norma seguendo le fasi principali indicate nella tavola 1.

Il processo di verifica incrociata dei risultati ottenuti con i due approcci inizia di norma dopo l'ottenimento del risultato finale delle prove di tipo *bottom-up*, generalmente comunicato a tutte le parti interessate sotto forma di dati granulari accompagnati da un rapporto dettagliato che illustra tutte le ipotesi metodologiche e i relativi modelli. In pratica, la verifica comprende un esame qualitativo e

28) Ciò è dovuto al fatto che negli esercizi di stress di tipo *top-down* le statistiche disponibili a livello di singole banche sono di norma meno granulari.
29) Evidentemente, perché la verifica incrociata abbia un senso, gli esercizi di stress di tipo *bottom-up* e *top-down* dovrebbero utilizzare lo stesso campione di banche.
30) Per le banche con modelli operativi molto complessi (ad esempio, con un'intensa attività di negoziazione comprendente posizioni in derivati e operazioni di copertura), può essere difficile fornire una stima *top-down* della carenza patrimoniale complessiva in un determinato scenario di stress: per alcuni dei dati potrebbe rendersi necessaria una notevole granularità e questo richiederebbe un eccessivo investimento di risorse. In questi casi, pertanto, l'esame delle singole determinanti delle carenze patrimoniali (quali ad esempio le perdite su crediti o il margine di interesse) risulta spesso più significativo di quello della carenza patrimoniale complessiva.

Tavola 1 Il processo di verifica incrociata dei risultati degli esercizi di *stress* di tipo *bottom-up* e *top-down*

1 Definizione del perimetro generale dell'esercizio e indicazioni metodologiche di massima.

2 Definizione degli schemi per i dati, raccolta dei dati ed esame della qualità degli attivi.

3 Risultati intermedi degli *stress* test di tipo *bottom-up* e *top-down*.

4 Raffronto tra i risultati intermedi degli esercizi di *stress* di tipo *bottom-up* e *top-down* nel quadro del processo di *due diligence*.

5 Revisione dei risultati degli esercizi di *stress* di tipo *bottom-up* e produzione dei risultati finali.

6 Approvazione dei risultati finali da parte di tutti i soggetti interessati.

7 Pubblicazione dei risultati.

Tavola 2 Le principali fasi analitiche della verifica incrociata dei risultati degli esercizi di *stress* di tipo *bottom-up* e *top-down*

1 Chiarimento delle discrepanze iniziali tra i dati degli esercizi di *stress* di tipo *bottom-up* e *top-down* conseguenti all'aggregazione/al consolidamento delle informazioni *bottom-up*.

2 Rilevazione dei valori anomali per i dati iniziali delle prove *bottom-up* e delle previsioni nell'ambito dello scenario di base/degli scenari avversi attraverso un'analisi statistica che utilizza come riferimento i dati storici o i dati aggregati relativi al sistema bancario.

3 Raffronto tra i risultati basati su modelli degli esercizi di *stress* di tipo *bottom-up* e *top-down*.

4 Raffronto tra le ipotesi non basate su modelli (ad esempio spese per il personale, trattamento del rischio operativo, commissioni e provvigioni attive).

5 Verifica di plausibilità dei piani aziendali delle singole banche e dei risultati relativi al sistema bancario.

quantitativo delle varie componenti delle prove. La tavola 2 elenca le principali fasi da seguire per ciascuna banca del campione e per il sistema in aggregato.
La prima rappresenta di norma la parte più lunga del riesame *top-down* dei risultati degli esercizi di stress di tipo *bottom-up* ed è pertanto necessario prevedere tempi sufficientemente ampi per il suo completamento in sede di programmazione. Le tre fasi successive analizzano di solito le singole determinanti degli esercizi di stress (ad esempio, le perdite su crediti), mentre l'ultima riunisce tutte le determinanti per fornire un panorama generale dei vari enti creditizi considerati e del sistema bancario nazionale nel suo insieme. Ciò permette altresì di effettuare una verifica di plausibilità dei piani aziendali adottati dalle singole banche e spesso presentati dalle stesse assieme alle proiezioni di base; tale verifica dovrebbe coprire l'aspetto delle variazioni dei dati di bilancio in termini sia di volumi sia di relativi prezzi. Una volta completati tutti i controlli, è possibile procedere alla validazione dei risultati delle prove condotte secondo l'approccio *bottom-up*.

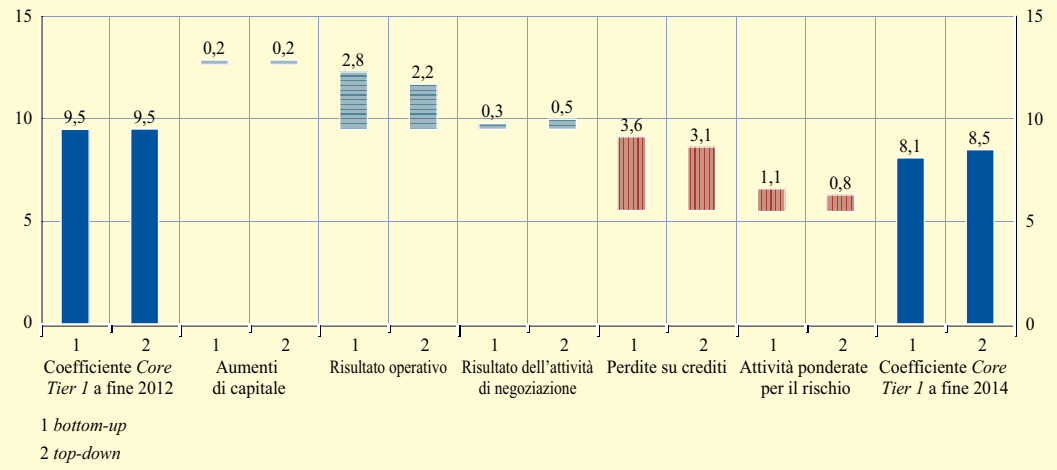
La figura 7 illustra le possibili discrepanze tra i risultati degli esercizi di stress di tipo *bottom-up* e *top-down* ponendo a confronto le singole determinanti dei rischi. Si può osservare come le differenze tra gli effetti dei due esercizi sulla solvibilità non siano sostanziali nel loro complesso, ma siano invece pronunciate per alcune sottocomponenti (ad esempio, il risultato operativo e le perdite su crediti) e questo segnala la necessità di effettuare ulteriori verifiche qualitative di queste ultime. Occorre inoltre tenere presente che la figura illustra i risultati relativi al sistema bancario nel suo insieme e che a livello di singole banche le discrepanze tra le due serie di risultati possono essere maggiori, giustificando quindi uno sforzo specifico di verifica qualitativa per determinati enti creditizi.

LA VALUTAZIONE DELLE POLITICHE MACROPRUDENZIALI

L'introduzione di poteri di natura macroprudenziale nuovi e per lo più non sperimentati in precedenza all'interno dell'UE – a livello sia nazionale sia sovranazionale nel contesto del meccanismo di vigilanza unico – pone considerevoli problemi analitici per la formulazione, la calibrazione e la valutazione dei relativi strumenti di politica macroprudenziale (SPM). L'analisi dell'impatto

Figura 7 Contributo cumulato delle diverse determinanti dei rischi all'evoluzione del patrimonio *Core Tier 1* aggregato nello scenario avverso dalla fine del 2012 alla fine del 2014

(percentuali)



Fonte: BCE.
Nota: le barre celesti rappresentano un contributo positivo e quelle marroni uno negativo.

qualitativo e quantitativo di un SPM specifico è essenziale per i responsabili delle azioni di *policy* al momento di determinare l'entità/intensità della loro risposta. A questo scopo, servono strumenti in grado di: 1) riprodurre il funzionamento dei canali di propagazione degli impulsi della politica macroprudenziale; 2) fornire informazioni circa l'impatto relativo dei singoli SPM o di una combinazione degli stessi.

Per quanto concerne i canali di propagazione della politica macroprudenziale, sono già stati compiuti dei tentativi di rappresentazione di quest'ultima attraverso modelli di equilibrio generale sia dinamici [31] sia statici [32], ma non è ancora stato effettuato un approfondimento dell'importanza e delle modalità di interazione dei diversi canali [33].

Il quadro della BCE per gli esercizi di stress è uno strumento che si aggiunge agli esistenti modelli di equilibrio generale per fornire informazioni potenzialmente preziose circa l'impatto relativo dei vari SPM, o di una combinazione degli stessi, sulle carenze patrimoniali delle singole banche. L'approfondimento delle informazioni granulari fornite dal quadro in merito alle grandezze di bilancio

31) Cfr. ad esempio: Kannan, P., Rabanal, P. e Scott, A., "Monetary and macroprudential policy rules in a model with house price booms", *Working Paper Series*, n. WP/09/251, FMI, novembre 2009; Darracq *et al., op.cit.*; Angelini, P., Neri, S. e Panetta, F., "Politica monetaria e politica macroprudenziale", *Temi di discussione*, n. 801, Banca d'Italia, 2011; Beau, D., Clerc, L. e Mojon, B., "Macroprudential policy and the conduct of monetary policy", *Working Paper Series*, n. 390, Banque de France, luglio 2012; Lambertini, L., Mendicino, C. e Punzi, M.T., "Leaning against boom-bust cycles in credit and housing prices", *Journal of Economic Dynamics and Control*, di prossima pubblicazione; Angeloni e Faia, *op. cit*.

32) Cfr. ad esempio Goodhart, C.A.E., Kashyap, A.K., Tsomocos, D.P. e Vardoulakis, A.P., "Financial regulation in general equilibrium", *Working Paper dell'NBER*, n. 17909, 2012.

33) Nonostante alcuni tentativi di inclusione di più di uno strumento di *policy* in un quadro di equilibrio generale (ad esempio Goodhart *et al.*, *op. cit.*), gran parte degli studi si è finora concentrata sull'analisi dell'impatto di un unico strumento macroprudenziale. Ciò rende difficile valutare gli effetti di una combinazione di strumenti in un contesto di equilibrio generale. Inoltre, poiché la definizione delle politiche macroprudenziali costituisce in larga parte un territorio ancora inesplorato e i fondamenti teorici delle stesse sono relativamente meno noti di quelli ad esempio della politica monetaria, risulta prudente applicare una serie di strumenti/modelli nelle valutazioni di impatto. Per una panoramica della letteratura recente, cfr. anche la monografia A, dal titolo "Exploring the nexus between macro-prudential and monetary policies", in *Financial Stability Review*, maggio 2013.

delle banche può rendere possibile una valutazione quantitativa immediata degli effetti diretti (o di primo livello) di un determinato SPM sulle banche del campione. Il risultato di tale esercizio può essere utilizzato come contributo iniziale per altri modelli macro al fine di quantificare i possibili rischi derivanti da effetti di contagio o di retroazione a livello macroeconomico. Il quadro della BCE può in particolare fungere da piattaforma per la calibrazione della risposta ottimale sul piano delle politiche macroprudenziali a uno shock specifico o a una combinazione di shock inclusi in un determinato scenario, fornendo ai responsabili delle azioni di *policy* risposte concrete su come mettere il sistema finanziario al riparo in caso di manifestazione di rischi specifici. Ad esempio, il livello ottimale delle riserve patrimoniali può essere stimato simulando la reazione del sistema bancario a uno scenario macroeconomico dal punto di vista della minimizzazione degli effetti di retroazione di secondo livello.

Inoltre, le informazioni granulari sulle esposizioni delle banche permettono di calibrare i requisiti patrimoniali settoriali e/o le ponderazioni per il rischio in modo da individuare la risposta macroprudenziale ottimale a un determinato shock settoriale riguardante ad esempio una riduzione dei prezzi delle abitazioni oppure l'aumento della PD in un particolare settore societario. Per quanto concerne gli SPM basati sulla liquidità, in linea di principio il quadro può anche fornire informazioni sul livello ottimale dell'indicatore di breve termine o *Liquidity Coverage Ratio* (LCR) e dell'indicatore strutturale o *Net Stable Funding Ratio* (NSFR), ad esempio in uno scenario avverso che comporti condizioni di liquidità generalmente e particolarmente restrittive nei mercati della provvista. Diversi livelli dei rapporti *loan-to-value (LTV)* e *loan–to-income (LTI)*, la cui definizione resta di competenza delle autorità locali, possono rispecchiarsi nella differenziazione dei parametri, rispettivamente, di LGD e PD all'interno del quadro per gli esercizi di stress.

Ciò nonostante, l'utilizzo del quadro per gli esercizi di stress a fini macroprudenziali pone diverse difficoltà analitiche. In particolare, è importante tenere presente che esso rappresenta un quadro di equilibrio parziale e che deve quindi essere affiancato da altri strumenti analitici per rilevare tutti gli effetti dinamici di un determinato SPM. Tuttavia, poiché include elementi relativi sia alla dimensione temporale sia di *cross-section* dei rischi sistemici che gli SPM dovrebbero affrontare, fornisce un'utile integrazione degli altri sistemi di modellizzazione impiegati nell'analisi macroprudenziale.

4 CONCLUSIONI

Gli esercizi di stress macroprudenziali che utilizzano un approccio *top-down* hanno assunto un ruolo di rilievo nella valutazione dell'impatto sulla solvibilità. Questo articolo ha descritto il sistema attualmente in uso presso la BCE per la conduzione di valutazioni prospettiche della solvibilità e ne ha evidenziato alcuni degli impieghi principali ai fini di *policy*. Le prove di stress di tipo macroprudenziale costituiscono uno strumento efficace per la misurazione dinamica della resilienza e della solidità del sistema bancario, fondamentale nell'assunzione di decisioni informate sul piano delle azioni di *policy* da un punto di vista sia micro sia macroprudenziale, oltre che a fini di politica monetaria. È tuttavia importante sottolineare come i risultati di tali prove siano necessariamente caratterizzati da incertezze e debbano quindi essere integrati da altri strumenti e da un parere esperto per permettere una valutazione completa del sistema finanziario.

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO

INDICE [1)]

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro S5

1 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 interesse [1]

	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	4,0	3,1	2,9	-	-0,2	1,1	0,58	1,72
2012 3° trim.	4,6	3,2	3,1	-	-0,6	0,9	0,36	1,94
4° trim.	6,2	4,2	3,6	-	-0,8	0,8	0,20	1,72
2013 1° trim.	6,8	4,3	3,2	-	-0,8	1,7	0,21	1,76
2° trim.	8,1	4,6	2,8	-	-1,1	.	0,21	2,14
2013 feb.	7,0	4,3	3,1	3,0	-0,8	1,7	0,22	1,88
mar.	7,1	4,2	2,5	2,9	-0,7	0,8	0,21	1,76
apr.	8,7	4,9	3,2	2,9	-0,9	0,0	0,21	1,55
mag.	8,4	4,7	2,9	2,8	-1,1	0,3	0,20	1,84
giu.	7,5	4,1	2,3	.	-1,6	.	0,21	2,14
lug.	.	.	.	.	.	.	0,22	1,95

2. Prezzi, produzione, domanda e mercato del lavoro [5]

	IAPC [1]	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	PIL (dest.)	Produzione industriale (escluse costruzioni)	Utilizzo della capacità produttiva nell'industria manifatturiera (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	2,1	1,5	3,2	80,6	0,3	10,2
2012	2,5	2,9	1,5	-0,6	-2,4	78,6	-0,7	11,4
2012 4° trim.	2,3	2,4	1,3	-0,9	-3,1	77,4	-0,7	11,8
2013 1° trim.	1,9	1,2	1,6	-1,1	-2,4	77,5	-1,0	12,0
2° trim.	1,4	.	.	.	.	77,9	.	12,1
2013 feb.	1,8	1,3	-	-	-3,3	-	-	12,0
mar.	1,7	0,6	-	-	-1,5	-	-	12,1
apr.	1,2	-0,2	-	-	-0,6	77,5	-	12,1
mag.	1,4	-0,1	-	-	-1,3	-	-	12,1
giu.	1,6	.	-	-	.	-	-	12,1
lug.	1,6	.	-	-	.	78,3	-	.

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-21 [6] (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti e di portafoglio				Nominale	Reale (IPC)	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2011	26,0	6,8	133,9	667,1	-13,9	121,2	103,4	100,6	1,3920
2012	137,5	98,9	26,3	689,4	-13,1	125,9	97,9	95,5	1,2848
2012 3° trim.	44,9	30,3	-19,7	733,8	-11,9	125,9	95,9	93,7	1,2502
4° trim.	72,5	36,2	44,9	689,4	-13,1	125,9	97,9	95,5	1,2967
2013 1° trim.	34,2	32,5	-13,0	687,8	-12,4	127,3	100,8	98,2	1,3206
2° trim.	.	.	.	564,3	.	.	100,9	98,2	1,3062
2013 feb.	13,1	11,9	-7,4	671,8	-	-	101,7	99,0	1,3359
mar.	25,2	22,9	-20,3	687,8	-	-	100,2	97,8	1,2964
apr.	17,9	16,3	-5,3	640,0	-	-	100,5	97,8	1,3026
mag.	11,8	17,1	30,1	621,4	-	-	100,6	98,0	1,2982
giu.	.	.	.	564,3	-	-	101,6	98,9	1,3189
lug.	.	.	.	.	-	-	101,5	98,7	1,3080

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

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

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

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

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

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

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

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

STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema
(milioni di euro)

1. Attività

	28 giugno 2013	5 luglio 2013	12 luglio 2013	19 luglio 2013	26 luglio 2013
Oro e crediti in oro	319.968	319.967	319.968	319.968	319.968
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	247.607	248.016	248.288	247.212	247.668
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	27.541	26.422	26.584	26.181	25.890
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	18.070	20.424	21.623	20.742	20.790
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	822.689	811.424	803.340	804.371	800.574
Operazioni di rifinanziamento principali	117.310	107.696	102.064	104.427	102.302
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	705.350	703.290	701.141	699.926	697.544
Operazioni temporanee di *fine tuning*	0	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	29	438	135	18	729
Crediti connessi a scarti di garanzia	0	0	0	0	0
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	92.068	91.841	87.689	88.336	86.040
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	609.453	608.407	606.940	606.564	607.637
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	256.830	256.433	256.115	255.709	255.384
Altri titoli	352.623	351.974	350.825	350.855	352.253
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	28.408	28.356	28.356	28.356	28.356
Altre attività	264.619	265.489	260.547	257.230	259.258
Attività totali	2.430.423	2.420.347	2.403.333	2.398.959	2.396.181

2. Passività

	28 giugno 2013	5 luglio 2013	12 luglio 2013	19 luglio 2013	26 luglio 2013
Banconote in circolazione	911.032	915.769	916.981	916.769	916.657
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	563.994	570.126	565.472	536.641	530.590
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	276.329	271.264	275.347	264.662	255.821
Depositi *overnight*	92.180	103.862	94.619	76.431	79.242
Depositi a tempo determinato	195.000	195.000	195.500	195.500	195.500
Operazioni temporanee di *fine tuning*	0	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	485	1	6	48	27
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	7.055	6.195	6.402	6.426	6.693
Certificati di debito	0	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	135.334	109.644	105.468	135.414	137.115
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	141.610	145.033	140.875	136.375	136.388
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	3.986	2.595	2.949	1.746	1.640
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	4.910	5.622	5.535	5.267	5.420
Contropartite dei DSP dell'FMI	54.240	54.240	54.240	54.240	54.240
Altre passività	233.189	236.048	230.337	231.006	232.362
Rivalutazioni	284.680	284.680	284.680	284.680	284.680
Capitale e riserve	90.392	90.395	90.395	90.396	90.395
Passività totali	2.430.423	2.420.347	2.403.333	2.398.959	2.396.181

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

1) Dal 1° gennaio 1999 al 9 marzo 2004 la data si riferisce ai depositi presso l'Eurosistema e alle operazioni di rifinanziamento marginale. Per le operazioni di rifinanziamento principali, le variazioni del tasso hanno effetto dalla prima operazione successiva alla data indicata. La variazione decisa il 18 settembre 2001 ha avuto effetto dallo stesso giorno. Dal 10 marzo 2004 in poi, se non diversamente indicato, la data si riferisce sia ai depositi presso l'Eurosistema e alle operazioni di rifinanziamento marginale, sia alle operazioni di rifinanziamento principali (le variazioni avranno effetto dalla prima operazione di rifinanziamento principale successiva alla decisione del Consiglio direttivo).

2) Il 22 dicembre 1998 la BCE ha fissato a 50 punti base l'ampiezza del corridoio tra il tasso di interesse sui depositi overnight presso il SEBC e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale per il periodo 4-21 gennaio 1999. Tale provvedimento, a carattere eccezionale, mirava ad agevolare la transizione al nuovo regime da parte degli operatori di mercato.

3) L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.

4) Dal 9 ottobre 2008 la BCE ha ridotto da 200 a 100 punti base il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti intorno al tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Il 21 gennaio il corridoio è stato riportato a 200 punti base.

5) L'8 ottobre 2008 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali sarebbero state condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Questa modifica sostituisce la decisione precedente (assunta lo stesso giorno) di ridurre di 50 punti base il tasso minimo d'offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali condotte mediante asta a tasso fisso.

I.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 fisso	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale [4)]	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8
	Operazioni di rifinanziamento principali							
2013 24 apr.	110.407	71	110.407	0,75	-	-	-	8
2 mag.	105.011	70	105.011	0,75	-	-	-	6
8	110.290	65	110.290	0,50	-	-	-	7
15	103.844	64	103.844	0,50	-	-	-	7
22	103.399	62	103.399	0,50	-	-	-	7
29	103.192	63	103.192	0,50	-	-	-	7
5 giu	103.020	70	103.020	0,50	-	-	-	7
12	108.332	70	108.332	0,50	-	-	-	7
19	102.040	73	102.040	0,50	-	-	-	7
26	117.310	99	117.310	0,50	-	-	-	7
3 lug.	107.696	78	107.696	0,50	-	-	-	7
10	102.064	70	102.064	0,50	-	-	-	7
17	104.427	73	104.427	0,50	-	-	-	7
24	102.302	76	102.302	0,50	-	-	-	7
31	109.163	78	109.163	0,50	-	-	-	7
	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine [5)]							
2013 13 feb.	7.759	16	7.759	0,75	-	-	-	28
28	8.328	36	8.328	0,69	-	-	-	91
13 mar.	4.208	19	4.208	0,75	-	-	-	28
28	9.113	46	9.113	0,61	-	-	-	91
10 apr.	5.159	17	5.159	0,75	-	-	-	28
25	2.977	40	2.977	0,53	-	-	-	98
8 mag.	5.230	17	5.230	0,50	-	-	-	35
30 [6)]	5.830	36	5.830	.	-	-	-	91
12 giu.	3.591	20	3.591	0,50	-	-	-	28
27 [6)]	9.477	50	9.477	.	-	-	-	91
10 lug.	3.536	21	3.536	0,50	-	-	-	28
1 ago [6)]	2.683	43	2.683	.	-	-	-	91

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso massimo di offerta	Tasso marginale [4)]	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2013 24 apr.	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
8	Raccolta di depositi a tempo determinato	267.807	95	201.000	-	-	0,50	0,08	0,05	7
15	Raccolta di depositi a tempo determinato	249.425	95	201.000	-	-	0,50	0,08	0,05	7
22	Raccolta di depositi a tempo determinato	254.150	96	201.000	-	-	0,50	0,08	0,06	7
29	Raccolta di depositi a tempo determinato	235.125	89	197.000	-	-	0,50	0,15	0,07	7
5 giu	Raccolta di depositi a tempo determinato	276.043	106	197.000	-	-	0,50	0,09	0,07	7
12	Raccolta di depositi a tempo determinato	278.426	101	195.000	-	-	0,50	0,08	0,07	7
19	Raccolta di depositi a tempo determinato	251.866	102	195.000	-	-	0,50	0,08	0,07	7
26	Raccolta di depositi a tempo determinato	215.280	83	195.000	-	-	0,50	0,45	0,18	7
3 lug.	Raccolta di depositi a tempo determinato	239.734	91	195.000	-	-	0,50	0,13	0,09	7
10	Raccolta di depositi a tempo determinato	250.588	105	195.500	-	-	0,50	0,13	0,09	7
17	Raccolta di depositi a tempo determinato	239.283	102	195.500	-	-	0,50	0,12	0,10	7
24	Raccolta di depositi a tempo determinato	231.318	106	195.500	-	-	0,50	0,14	0,11	7
31	Raccolta di depositi a tempo determinato	229.883	112	195.500	-	-	0,50	0,20	0,13	7

Fonte: BCE.

1) Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della sezione 1.1 per effetto di operazioni aggiudicate ma non regolate.

2) Con effetto a partire da aprile 2002, le operazioni di *split tender*, ovvero quelle operazioni aventi scadenza a una settimana ed effettuate mediante procedure d'asta standard parallelamente a una operazione di rifinanziamento principale, vengono classificate come operazioni di rifinanziamento principale.

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 qualsialsi 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
2013 gen.	18.558,8	9.900,6	636,4	2.569,8	1.259,2	4.192,8
feb.	18.689,3	9.899,3	635,7	2.562,3	1.368,4	4.223,7
mar.	18.689,6	9.951,8	626,1	2.580,0	1.382,3	4.149,5
apr.	18.676,1	9.928,0	626,5	2.574,1	1.437,0	4.110,5
mag.	18.639,0	9.884,9	610,0	2.571,8	1.496,7	4.075,6

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
2013 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	322,2	217,3	0,0	0,75
11 giu.	105,3	300,3	195,0	0,0	0,50
9 lug.	105,1	286,5	181,4	0,0	0,50
6 ago.	104,5	.	.	.	.

3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
		Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema										
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità [2]	Depositi *overnight* presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità [3]	Banconote in circolazione	Conti delle amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2009	407,6	55,8	593,4	0,7	24,6	65,7	9,9	775,2	150,1	-130,2	211,4	1.052,3
2010	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1.073,1
2011	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
2013 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
7 mag.	657,3	113,0	749,9	0,9	265,7	114,5	204,3	897,1	82,5	166,2	322,2	1.333,8
11 giu.	656,0	104,7	728,4	0,5	259,9	90,5	199,4	904,1	83,1	172,3	300,3	1.294,9
9 lug.	615,9	108,8	708,0	1,3	256,4	92,1	195,0	909,3	92,5	115,1	286,5	1.287,9

Fonte: BCE.

1) È applicato un coefficente dell'1 per cento a partire dal periodo di mantenimento che comincia il 18 gennaio 2012. Un coefficente 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.

2 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	4.700,4	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	5.287,6	3.351,2	16,9	1,0	3.333,3	723,1	568,3	10,5	144,3	-	23,4	799,9	8,3	381,8
2013 1° trim.	4.675,5	2.727,4	16,9	1,2	2.709,4	747,5	590,6	24,6	132,4	-	23,9	791,7	8,2	376,7
2° trim. (p)	4.399,4	2.572,6	15,1	1,2	2.556,3	741,7	588,8	25,3	127,5	-	23,6	664,3	8,1	389,2
2013 mar.	4.675,5	2.727,4	16,9	1,2	2.709,4	747,5	590,6	24,6	132,4	-	23,9	791,7	8,2	376,7
apr.	4.648,1	2.749,4	15,9	1,2	2.732,3	744,3	588,8	25,3	130,1	-	24,2	744,2	8,2	377,8
mag.	4.489,5	2.612,9	15,9	1,2	2.595,8	741,4	587,1	25,5	128,7	-	24,3	723,2	8,2	379,5
giu. (p)	4.399,4	2.572,6	15,1	1,2	2.556,3	741,7	588,8	25,3	127,5	-	23,6	664,3	8,1	389,2
	IFM escluso l'Eurosistema													
2011	33.533,5	18.476,5	1.159,6	11.163,1	6.153,8	4.765,1	1.395,9	1.517,3	1.852,0	50,2	1.212,0	4.253,5	232,3	4.543,9
2012	32.694,1	17.995,3	1.153,4	11.044,9	5.796,9	4.901,6	1.627,0	1.423,3	1.851,4	66,8	1.227,8	4.044,3	214,6	4.243,7
2013 1° trim.	32.760,9	17.781,1	1.124,3	11.045,8	5.611,1	4.936,0	1.704,1	1.406,9	1.825,0	64,0	1.234,1	4.051,5	210,1	4.484,1
2° trim. (p)	31.996,3	17.524,7	1.101,9	10.981,7	5.441,1	4.954,8	1.782,9	1.406,6	1.765,4	51,3	1.246,3	3.998,8	209,5	4.010,7
2013 mar.	32.760,9	17.781,1	1.124,3	11.045,8	5.611,1	4.936,0	1.704,1	1.406,9	1.825,0	64,0	1.234,1	4.051,5	210,1	4.484,1
apr.	32.912,9	17.745,2	1.135,0	11.012,4	5.597,7	4.951,4	1.721,6	1.414,5	1.815,4	56,5	1.260,2	4.074,7	210,0	4.614,8
mag.	32.479,1	17.587,8	1.109,5	10.993,5	5.484,8	4.982,2	1.765,5	1.421,1	1.795,7	59,2	1.269,3	4.073,3	208,9	4.298,5
giu. (p)	31.996,3	17.524,7	1.101,9	10.981,7	5.441,1	4.954,8	1.782,9	1.406,6	1.765,4	51,3	1.246,3	3.998,8	209,5	4.010,7

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	4.700,4	913,6	2.609,0	63,8	12,1	2.533,1	-	0,0	481,3	284,3	412,2
2012	5.287,6	938,2	3.062,2	81,4	64,5	2.916,4	-	0,0	536,1	298,7	452,4
2013 1° trim.	4.675,5	921,9	2.500,3	93,4	38,0	2.368,9	-	0,0	539,6	268,2	445,5
2° trim. (p)	4.399,4	936,8	2.350,1	107,9	45,1	2.197,1	-	0,0	421,4	241,8	449,3
2013 mar.	4.675,5	921,9	2.500,3	93,4	38,0	2.368,9	-	0,0	539,6	268,2	445,5
apr.	4.648,1	927,1	2.510,1	71,8	66,5	2.371,8	-	0,0	500,6	264,9	445,4
mag.	4.489,5	931,0	2.378,0	97,4	57,7	2.222,8	-	0,0	483,9	251,8	444,9
giu. (p)	4.399,4	936,8	2.350,1	107,9	45,1	2.197,1	-	0,0	421,4	241,8	449,3
	IFM escluso l'Eurosistema										
2011	33.533,5	-	17.312,0	195,5	10.752,1	6.364,4	570,6	5.008,2	2.230,8	3.803,4	4.608,3
2012	32.694,1	-	17.204,1	170,8	10.871,5	6.161,9	534,7	4.849,2	2.346,4	3.489,6	4.270,0
2013 1° trim.	32.760,9	-	17.119,8	209,0	11.017,5	5.893,3	523,8	4.733,3	2.349,8	3.525,1	4.509,1
2° trim. (p)	31.996,3	-	17.074,3	238,7	11.082,4	5.753,2	483,3	4.592,9	2.390,7	3.396,5	4.058,6
2013 mar.	32.760,9	-	17.119,8	209,0	11.017,5	5.893,3	523,8	4.733,3	2.349,8	3.525,1	4.509,1
apr.	32.912,9	-	17.102,4	180,0	11.008,2	5.914,2	512,6	4.695,2	2.360,1	3.563,7	4.678,8
mag.	32.479,1	-	17.061,2	216,8	11.037,2	5.807,2	513,0	4.646,1	2.378,8	3.500,0	4.379,9
giu. (p)	31.996,3	-	17.074,3	238,7	11.082,4	5.753,2	483,3	4.592,9	2.390,7	3.396,5	4.058,6

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	26.718,7	12.341,7	1.177,6	11.164,1	3.480,2	1.952,8	1.527,4	741,0	5.032,7	240,4	4.882,7
2012	26.243,4	12.216,2	1.170,3	11.045,9	3.629,0	2.195,3	1.433,7	767,0	4.844,2	222,9	4.564,1
2013 1° trim.	26.566,9	12.188,1	1.141,2	11.047,0	3.726,2	2.294,7	1.431,4	784,7	4.843,2	218,2	4.806,5
2° trim. [p]	25.925,7	12.099,8	1.117,0	10.982,9	3.803,6	2.371,7	1.431,9	792,4	4.663,2	217,6	4.349,0
2013 mar.	26.566,9	12.188,1	1.141,2	11.047,0	3.726,2	2.294,7	1.431,4	784,7	4.843,2	218,2	4.806,5
apr.	26.707,5	12.164,5	1.151,0	11.013,6	3.750,2	2.310,4	1.439,8	815,4	4.819,0	218,2	4.940,2
mag.	26.369,7	12.120,1	1.125,4	10.994,7	3.799,2	2.352,6	1.446,7	810,2	4.796,5	217,1	4.626,6
giu. [p]	25.925,7	12.099,8	1.117,0	10.982,9	3.803,6	2.371,7	1.431,9	792,4	4.663,2	217,6	4.349,0
	Transazioni										
2011	993,1	60,3	-55,6	115,9	127,7	151,8	-24,1	-29,9	-37,2	7,8	864,3
2012	79,9	-36,9	-4,7	-32,2	113,0	183,6	-70,5	38,6	-153,3	-14,0	132,4
2013 1° trim.	-70,4	-8,2	-29,6	21,3	97,7	99,9	-2,2	18,3	7,4	-3,5	-182,1
2° trim. [p]	-446,2	-67,5	-23,5	-44,0	78,2	77,3	1,0	7,8	-2,7	-0,5	-461,6
2013 mar.	-5,0	12,9	5,5	7,3	41,6	29,6	12,0	10,0	-42,1	-1,4	-25,9
apr.	206,5	-13,8	9,9	-23,7	0,0	-7,7	7,7	27,0	60,0	0,0	133,3
mag.	-307,4	-41,1	-25,5	-15,7	57,1	49,8	7,3	-5,7	-2,1	-1,0	-314,5
giu. [p]	-345,3	-12,5	-7,9	-4,6	21,1	35,1	-14,0	-13,5	-60,6	0,5	-280,3

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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	Consistenze									
2011	26.718,7	857,5	259,3	10.764,3	520,4	3.006,1	2.220,8	4.087,7	5.020,5	-17,9
2012	26.243,4	876,8	252,1	10.936,0	467,9	2.853,5	2.398,3	3.788,3	4.722,5	-52,0
2013 1° trim.	26.566,9	867,5	302,4	11.055,6	459,9	2.775,9	2.416,1	3.793,3	4.954,6	-58,3
2° trim. [p]	25.925,7	885,9	346,6	11.127,5	432,0	2.700,0	2.334,6	3.638,3	4.507,8	-47,2
2013 mar.	26.566,9	867,5	302,4	11.055,6	459,9	2.775,9	2.416,1	3.793,3	4.954,6	-58,3
apr.	26.707,5	874,7	251,8	11.074,7	456,1	2.749,8	2.391,6	3.828,6	5.124,3	-44,1
mag.	26.369,7	879,6	314,3	11.094,9	453,8	2.721,8	2.379,3	3.751,8	4.824,8	-50,6
giu. [p]	25.925,7	885,9	346,6	11.127,5	432,0	2.700,0	2.334,6	3.638,3	4.507,8	-47,2
	Transazioni									
2011	993,1	49,1	-0,8	168,1	-29,0	49,9	141,4	-200,0	860,6	-46,1
2012	79,9	19,5	-5,1	187,3	-18,2	-124,6	156,1	-253,6	140,9	-22,4
2013 1° trim.	-70,4	-9,3	50,3	114,0	7,5	-67,1	32,2	-26,1	-167,6	-4,4
2° trim. [p]	-446,2	18,4	44,2	79,9	-27,6	-63,7	50,3	-115,8	-435,2	3,3
2013 mar.	-5,0	11,7	10,8	85,1	-6,0	-39,0	19,7	-54,0	-23,6	-9,7
apr.	206,5	7,2	-50,7	25,1	-3,7	-13,0	3,6	64,6	160,6	12,8
mag.	-307,4	4,9	62,5	19,5	-2,2	-28,9	12,2	-77,0	-290,5	-8,0
giu. [p]	-345,3	6,3	32,4	35,3	-21,7	-21,8	34,5	-103,4	-305,3	-1,6

Fonte: BCE.

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

2.3 Statistiche monetarie [1]

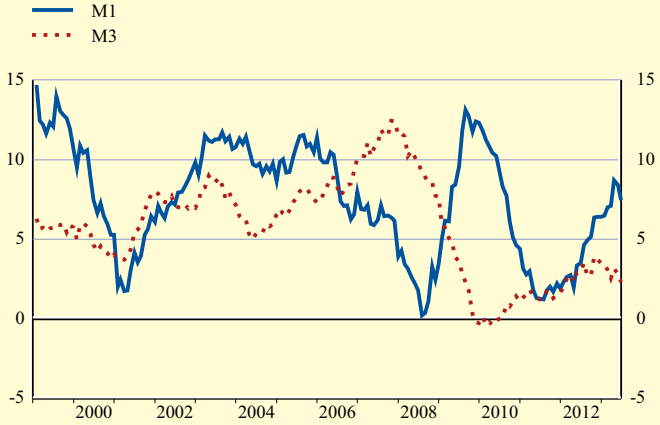
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Aggregati monetari [2] e loro contropartite

	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						Prestiti	Prestiti corretti per vendite e cartolarizzazioni [5]	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Consistenze											
2011	4.803,1	3.802,6	8.605,6	894,1	9.499,8	-	7.680,6	3.165,2	13.283,4	11.016,6	-	929,1
2012	5.105,4	3.884,9	8.990,3	792,5	9.782,9	-	7.571,6	3.406,1	13.058,2	10.858,9	-	1.038,6
2013 1° trim.	5.204,1	3.885,8	9.089,8	719,0	9.808,8	-	7.563,3	3.430,7	13.049,3	10.833,2	-	1.062,9
2° trim. [p]	5.252,5	3.868,1	9.120,6	688,3	9.808,8	-	7.384,7	3.453,1	12.936,6	10.705,8	-	1.013,8
2013 mar.	5.204,1	3.885,8	9.089,8	719,0	9.808,8	-	7.563,3	3.430,7	13.049,3	10.833,2	-	1.062,9
apr.	5.233,1	3.878,2	9.111,3	709,0	9.820,2	-	7.501,7	3.451,6	13.008,6	10.795,5	-	1.021,5
mag.	5.283,5	3.863,1	9.146,6	699,9	9.846,5	-	7.477,4	3.465,7	12.989,1	10.759,1	-	1.065,6
giu. [p]	5.252,5	3.868,1	9.120,6	688,3	9.808,8	-	7.384,7	3.453,1	12.936,6	10.705,8	-	1.013,8
	Transazioni											
2011	89,5	70,3	159,8	-7,5	152,3	-	211,6	95,8	48,9	103,7	130,3	162,3
2012	307,6	78,7	386,3	-55,3	330,9	-	-116,3	184,5	-102,2	-69,9	-15,9	98,9
2013 1° trim.	95,3	0,5	95,8	-44,9	50,8	-	2,5	24,6	12,1	-5,4	0,5	63,8
2° trim. [p]	53,5	-18,2	35,4	-30,6	4,7	-	-31,3	23,2	-91,9	-107,4	-99,5	89,1
2013 mar.	26,5	-3,9	22,6	-27,7	-5,1	-	4,9	27,6	31,2	4,9	4,1	37,0
apr.	32,5	-6,5	26,0	-9,2	16,8	-	-19,8	-2,2	-35,2	-28,1	-28,0	13,6
mag.	50,9	-15,3	35,6	-9,9	25,7	-	-0,5	21,8	-16,4	-33,2	-27,1	64,7
giu. [p]	-29,9	3,6	-26,3	-11,5	-37,8	-	-11,0	3,7	-40,3	-46,1	-44,4	10,9
	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	162,3
2012	6,4	2,1	4,5	-6,5	3,5	3,6	-1,5	5,8	-0,8	-0,6	-0,1	98,9
2013 1° trim.	7,1	0,5	4,2	-13,9	2,5	2,9	-1,2	3,5	-0,9	-0,7	-0,3	180,0
2° trim. [p]	7,5	-0,1	4,1	-16,4	2,3	2,8	-0,9	2,7	-1,1	-1,6	-1,0	287,8
2013 mar.	7,1	0,5	4,2	-13,9	2,5	2,9	-1,2	3,5	-0,9	-0,7	-0,3	180,0
apr.	8,7	0,1	4,9	-14,0	3,2	2,9	-1,4	3,5	-0,9	-0,9	-0,5	205,6
mag.	8,4	0,0	4,7	-15,8	2,9	2,8	-0,9	3,2	-1,0	-1,1	-0,7	266,8
giu. [p]	7,5	-0,1	4,1	-16,4	2,3	.	-0,9	2,7	-1,1	-1,6	-1,0	287,8

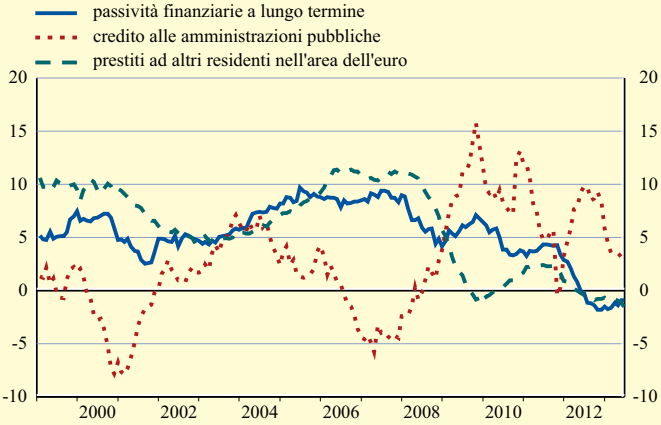
F1 Aggregati monetari [1]

(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.
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 pronti 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]

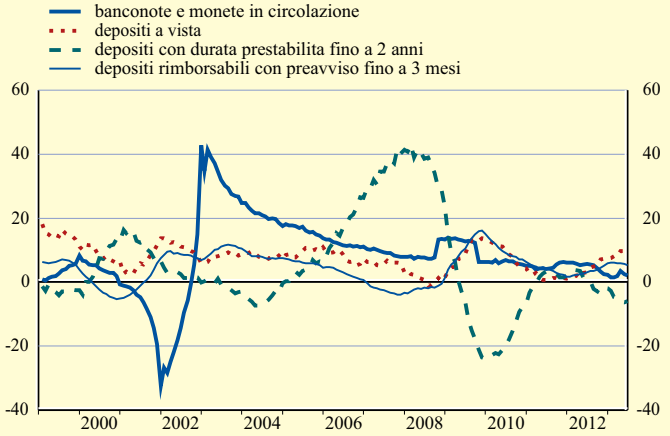
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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	844,2	3.958,9	1.841,6	1.961,0	147,4	536,8	209,9	2.815,7	115,3	2.543,5	2.206,1
2012	864,0	4.241,4	1.805,4	2.079,5	124,8	482,2	185,5	2.688,2	106,0	2.394,5	2.382,8
2013 1° trim.	869,1	4.334,9	1.784,3	2.101,5	122,2	458,9	137,9	2.632,1	100,8	2.407,9	2.422,5
2° trim. [p]	879,3	4.373,2	1.745,3	2.122,8	116,5	434,1	137,6	2.555,7	96,6	2.405,4	2.327,0
2013 mar.	869,1	4.334,9	1.784,3	2.101,5	122,2	458,9	137,9	2.632,1	100,8	2.407,9	2.422,5
apr.	880,0	4.353,0	1.767,5	2.110,7	121,6	448,7	138,6	2.599,0	99,5	2.395,3	2.407,8
mag.	879,6	4.403,9	1.744,3	2.118,8	122,1	444,4	133,4	2.580,5	97,6	2.406,9	2.392,4
giu. [p]	879,3	4.373,2	1.745,3	2.122,8	116,5	434,1	137,6	2.555,7	96,6	2.405,4	2.327,0
	Transazioni										
2011	49,2	40,4	36,9	33,4	-16,7	-29,7	38,9	18,0	-2,5	55,9	140,2
2012	20,0	287,6	-35,8	114,5	-17,0	-20,0	-18,3	-105,3	-10,2	-156,1	155,3
2013 1° trim.	5,1	90,2	-21,5	22,0	-2,8	-7,7	-34,5	-58,0	-5,2	11,7	54,0
2° trim. [p]	10,2	43,4	-39,5	21,3	-5,5	-24,6	-0,6	-64,0	-4,2	0,5	36,4
2013 mar.	3,5	23,0	-8,1	4,2	-4,0	-7,9	-15,7	-37,1	-1,5	18,5	25,0
apr.	10,9	21,6	-15,8	9,3	-0,4	-10,1	1,3	-20,6	-1,3	-11,5	13,6
mag.	-0,4	51,3	-23,3	8,0	0,5	-4,2	-6,2	-18,5	-1,9	10,6	9,3
giu. [p]	-0,3	-29,6	-0,4	4,0	-5,5	-10,2	4,3	-24,9	-1,0	1,4	13,5
	Variazioni percentuali										
2011	6,2	1,0	2,1	1,7	-9,7	-5,1	29,0	0,7	-2,1	2,3	6,9
2012	2,4	7,3	-1,9	5,8	-11,6	-4,0	-9,5	-3,8	-8,8	-6,1	6,9
2013 1° trim.	1,9	8,2	-5,2	5,9	-7,8	-6,7	-33,9	-4,2	-11,7	-5,0	7,3
2° trim. [p]	2,1	8,6	-5,9	5,4	-9,6	-12,1	-31,1	-5,1	-14,8	-2,9	6,9
2013 mar.	1,9	8,2	-5,2	5,9	-7,8	-6,7	-33,9	-4,2	-11,7	-5,0	7,3
apr.	3,4	9,8	-6,1	5,9	-6,8	-9,2	-30,1	-4,6	-13,3	-5,1	7,2
mag.	2,6	9,7	-6,2	5,7	-6,2	-11,7	-32,3	-4,5	-14,5	-3,6	7,0
giu. [p]	2,1	8,6	-5,9	5,4	-9,6	-12,1	-31,1	-5,1	-14,8	-2,9	6,9

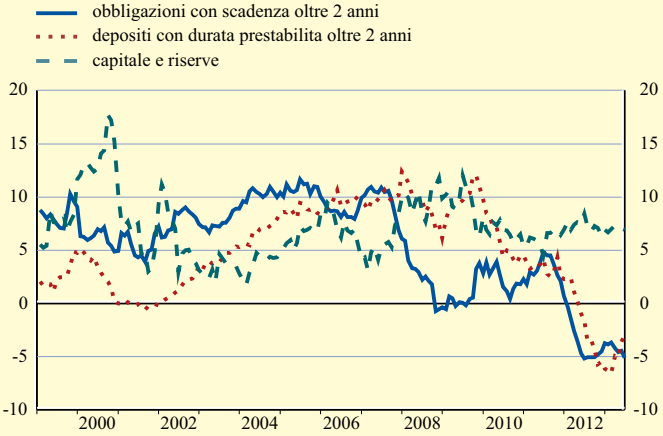
F3 Componenti degli aggregati monetari [1]

(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]

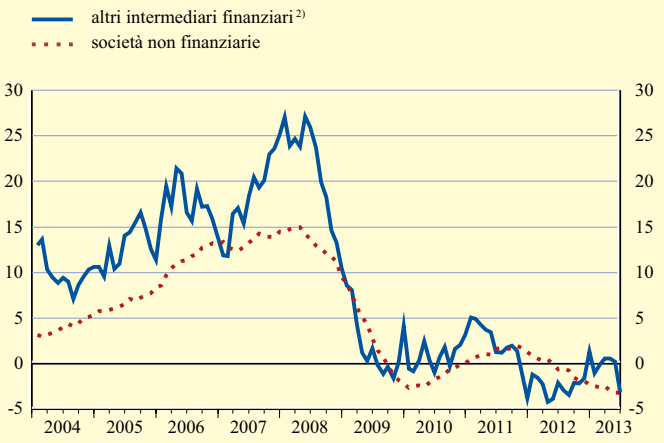
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

3. Prestiti in contropartita di M3

	Società di assicurazione e fondi pensione	Altri intermediari finanziari [2]	Società non finanziarie					Famiglie [3]				
	Totale	Totale	Totale	Prestiti corretti per cessioni e cartolarizzazioni [4]	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	Prestiti corretti per cessioni e cartolarizzazioni [4]	Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Consistenze											
2011	91,0	969,6	4.723,7	-	1.147,7	860,7	2.715,2	5.232,3	-	626,2	3.777,2	828,9
2012	88,9	981,7	4.545,6	-	1.134,8	795,9	2.614,9	5.242,7	-	602,0	3.824,1	816,5
2013 1° trim.	92,5	978,5	4.511,7	-	1.137,7	778,5	2.595,5	5.250,5	-	593,2	3.843,1	814,1
2° trim. (p)	93,2	927,1	4.451,0	-	1.108,6	768,6	2.573,9	5.234,5	-	586,7	3.838,3	809,5
2013 mar.	92,5	978,5	4.511,7	-	1.137,7	778,5	2.595,5	5.250,5	-	593,2	3.843,1	814,1
apr.	95,4	961,8	4.489,4	-	1.130,2	772,5	2.586,8	5.248,9	-	592,5	3.842,5	813,9
mag.	93,1	955,8	4.469,3	-	1.116,2	774,5	2.578,6	5.240,9	-	591,2	3.838,2	811,6
giu. (p)	93,2	927,1	4.451,0	-	1.108,6	768,6	2.573,9	5.234,5	-	586,7	3.838,3	809,5
	Transazioni											
2011	1,3	-37,1	58,0	63,9	24,0	-22,9	56,8	81,6	102,3	-11,6	85,7	7,4
2012	-2,0	13,2	-106,8	-61,3	7,1	-51,3	-62,6	25,7	34,3	-17,8	48,2	-4,8
2013 1° trim.	3,6	-3,4	-15,2	-5,7	7,3	-13,7	-8,8	9,7	4,3	-6,7	17,3	-0,9
2° trim.	0,7	-49,2	-47,4	-47,8	-27,8	-7,4	-12,3	-11,4	-3,0	-5,4	-3,0	-3,1
2013 mar.	0,0	3,4	0,3	-2,3	5,5	-5,4	0,2	1,2	2,1	-3,0	3,4	0,7
apr.	2,9	-15,1	-17,3	-17,9	-8,2	-4,5	-4,5	1,4	2,2	0,3	0,5	0,6
mag.	-2,3	-5,7	-17,4	-17,9	-13,4	2,1	-6,1	-7,7	-1,1	-1,7	-3,3	-2,7
giu. (p)	0,2	-28,4	-12,8	-12,1	-6,2	-4,9	-1,7	-5,1	-4,0	-3,9	-0,2	-1,0
	Variazioni percentuali											
2011	1,5	-3,8	1,2	1,4	2,1	-2,6	2,1	1,6	2,0	-1,8	2,3	0,9
2012	-2,2	1,3	-2,3	-1,3	0,6	-6,0	-2,3	0,5	0,7	-2,9	1,3	-0,6
2013 1° trim.	6,2	0,6	-2,4	-1,3	1,7	-6,3	-2,9	0,4	0,3	-3,5	1,3	-0,9
2° trim. (p)	11,1	-3,2	-3,2	-2,3	-2,1	-6,4	-2,7	0,0	0,3	-3,6	0,8	-1,0
2013 mar.	6,2	0,6	-2,4	-1,3	1,7	-6,3	-2,9	0,4	0,3	-3,5	1,3	-0,9
apr.	16,0	0,6	-3,0	-1,9	-0,6	-6,7	-2,8	0,4	0,3	-3,2	1,2	-0,8
mag.	12,0	0,3	-3,1	-2,1	-1,4	-6,3	-2,9	0,2	0,3	-3,5	1,0	-1,0
giu. (p)	11,1	-3,2	-3,2	-2,3	-2,1	-6,4	-2,7	0,0	0,3	-3,6	0,8	-1,0

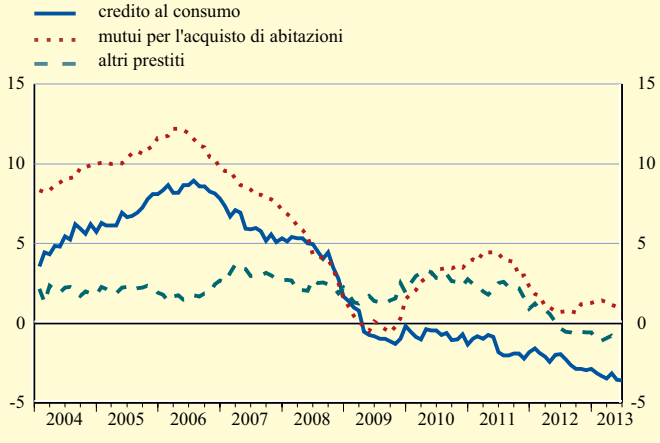
F5 Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie [1]

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



F6 Prestiti alle famiglie [1]

(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 vaziazioni 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	Pronti contro termine con controparti centrali	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Consistenze												
2012	81,6	64,2	4,5	12,9	1.169,7	196,2	599,7	229,5	340,5	4.541,1	1.126,4	794,7	2.620,0
2013 1° trim.	91,5	75,4	3,9	12,2	1.203,9	234,9	630,6	219,6	353,7	4.510,0	1.138,7	778,9	2.592,4
2° trim. (p)	94,5	78,4	3,8	12,2	1.186,0	252,6	628,3	216,4	341,2	4.459,9	1.118,1	769,5	2.572,3
2013 apr.	94,5	78,3	4,1	12,1	1.192,6	227,9	623,9	220,8	347,9	4.487,6	1.132,7	773,1	2.581,8
mag.	94,8	78,8	3,8	12,1	1.195,9	238,1	629,6	219,4	346,9	4.471,2	1.120,2	776,2	2.574,8
giu. (p)	94,5	78,4	3,8	12,2	1.186,0	252,6	628,3	216,4	341,2	4.459,9	1.118,1	769,5	2.572,3
	Transazioni												
2012	-1,7	0,6	-1,8	-0,5	52,0	38,7	21,2	13,1	17,7	-107,7	6,4	-51,4	-62,7
2013 1° trim.	9,9	11,2	-0,6	-0,7	33,9	38,6	30,8	-4,8	7,9	-12,4	16,7	-12,2	-17,0
2° trim. (p)	3,1	3,0	0,0	0,1	-15,8	17,8	-1,1	-2,8	-11,8	-36,8	-19,3	-6,8	-10,8
2013 apr.	3,1	2,9	0,2	-0,1	-9,7	-7,0	-5,9	1,5	-5,3	-17,4	-6,7	-4,3	-6,4
mag.	0,3	0,5	-0,2	0,1	3,6	10,2	6,0	-1,4	-1,0	-13,7	-11,9	3,2	-4,9
giu. (p)	-0,3	-0,4	0,0	0,1	-9,6	14,5	-1,2	-2,9	-5,6	-5,7	-0,6	-5,7	0,6
	Variazioni percentuali												
2012	-2,0	0,9	-28,6	-3,5	4,6	24,7	3,6	6,1	5,5	-2,3	0,6	-6,0	-2,3
2013 1° trim.	6,1	11,7	-27,3	-8,8	4,6	25,7	6,6	0,3	4,1	-2,4	1,7	-6,3	-2,9
2° trim. (p)	10,8	16,3	-28,5	-2,2	3,9	42,7	8,8	-0,7	-1,4	-3,2	-2,1	-6,5	-2,7
2013 apr.	15,7	24,5	-24,2	-9,4	5,2	29,8	8,6	1,5	1,7	-3,0	-0,6	-6,7	-2,8
mag.	11,9	19,5	-29,8	-8,6	5,2	31,6	9,1	1,8	0,6	-3,1	-1,3	-6,3	-2,9
giu. (p)	10,8	16,3	-28,5	-2,2	3,9	42,7	8,8	-0,7	-1,4	-3,2	-2,1	-6,5	-2,7

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	Imprese individuali	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Consistenze													
2012	5.252,6	604,3	136,4	175,2	292,7	3.830,9	14,4	56,6	3.759,9	817,4	419,4	139,8	80,7	596,9
2013 1° trim.	5.240,4	590,9	130,0	172,2	288,7	3.837,9	13,5	56,0	3.768,4	811,5	415,1	139,2	78,5	593,8
2° trim. (p)	5.241,3	589,7	130,8	171,5	287,4	3.836,8	13,6	55,7	3.767,4	814,9	413,8	144,5	78,3	592,0
2013 apr.	5.237,8	591,1	130,2	172,4	288,6	3.836,2	13,6	56,0	3.766,6	810,4	413,9	140,1	78,3	592,0
mag.	5.231,6	590,3	129,3	173,0	288,0	3.831,3	13,6	55,9	3.761,9	810,1	414,6	137,6	79,1	593,3
giu. (p)	5.241,3	589,7	130,8	171,5	287,4	3.836,8	13,6	55,7	3.767,4	814,9	413,8	144,5	78,3	592,0
	Transazioni													
2012	25,1	-17,8	-3,2	-6,2	-8,4	47,8	0,2	0,2	47,4	-4,9	-5,7	-0,3	-6,9	2,3
2013 1° trim.	-10,1	-11,2	-5,0	-3,5	-2,7	5,5	-0,6	-0,9	6,9	-4,4	-4,2	-0,8	-1,9	-1,6
2° trim. (p)	5,5	0,0	1,5	-0,8	-0,7	0,7	0,1	-0,3	0,9	4,8	-2,2	3,4	-0,1	1,5
2013 apr.	0,4	1,2	0,6	0,4	0,2	-0,5	0,1	0,0	-0,6	-0,3	-1,2	-0,7	-0,1	0,5
mag.	-5,9	-1,3	-0,8	0,0	-0,5	-3,9	0,0	-0,1	-3,8	-0,7	-0,2	-2,3	0,1	1,5
giu. (p)	11,0	0,1	1,7	-1,1	-0,4	5,2	0,0	-0,2	5,3	5,8	-0,7	6,4	-0,1	-0,5
	Variazioni percentuali													
2012	0,5	-2,8	-2,2	-3,4	-2,8	1,3	1,3	0,3	1,3	-0,6	-1,4	-0,3	-7,8	0,4
2013 1° trim.	0,4	-3,5	-2,7	-4,2	-3,4	1,3	0,0	-1,4	1,4	-0,9	-1,8	-0,7	-8,4	0,1
2° trim. (p)	0,0	-3,6	-2,4	-4,9	-3,3	0,8	-0,4	-2,0	0,8	-1,0	-1,7	-1,3	-7,4	0,0
2013 apr.	0,4	-3,2	-2,6	-3,9	-3,0	1,2	0,5	-1,9	1,2	-0,8	-1,8	-0,7	-8,3	0,3
mag.	0,2	-3,5	-3,5	-4,0	-3,2	1,0	0,1	-2,0	1,1	-1,0	-1,6	-2,2	-7,9	0,3
giu. (p)	0,0	-3,6	-2,4	-4,9	-3,3	0,8	-0,4	-2,0	0,8	-1,0	-1,7	-1,3	-7,4	0,0

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)]

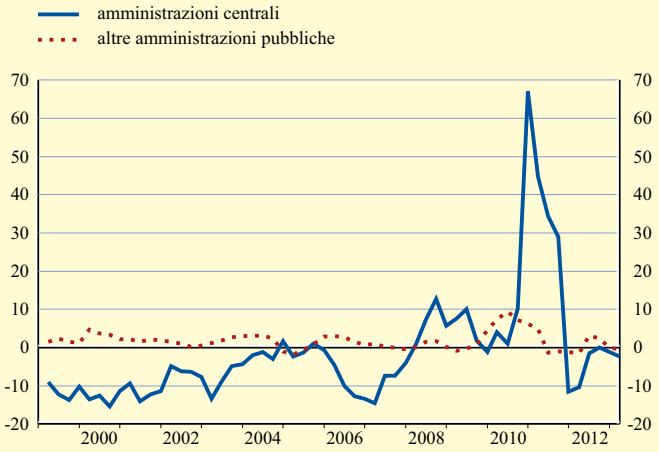
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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									
2011	1.159,6	348,9	221,7	567,4	21,7	3.021,6	2.022,7	998,9	62,4	936,4
2012	1.153,4	341,8	221,6	565,9	24,1	2.866,9	1.908,0	958,8	60,7	898,1
2012 2° trim.	1.169,9	339,6	240,1	565,1	25,1	3.087,0	2.064,0	1.023,0	58,0	964,9
3° trim.	1.163,0	341,4	231,5	564,0	26,2	3.006,3	1.988,5	1.017,8	59,7	958,1
4° trim.	1.153,4	341,8	221,6	565,9	24,1	2.866,9	1.908,0	958,8	60,7	898,1
2013 1° trim. [(p)]	1.124,3	312,4	217,0	568,8	25,7	2.890,1	1.892,3	997,8	60,1	937,7
	Transazioni									
2011	-54,9	-45,9	-0,4	14,6	-23,3	15,6	-26,2	41,6	13,0	28,7
2012	-3,6	-4,1	-4,9	2,9	2,4	-130,4	-102,3	-28,0	-1,0	-27,0
2012 2° trim.	34,9	19,5	16,1	-1,8	1,1	-14,1	-3,3	-10,8	-3,0	-7,7
3° trim.	-7,7	1,8	-9,3	-1,3	1,1	-54,9	-59,9	5,0	2,3	2,7
4° trim.	-9,5	0,6	-9,9	1,9	-2,1	-103,4	-57,5	-45,9	1,9	-47,8
2013 1° trim. [(p)]	-29,5	-29,5	-4,5	2,5	1,5	11,1	-25,4	36,6	-1,0	37,6
	Variazioni percentuali									
2011	-4,5	-11,6	-0,2	2,7	-51,6	0,6	-1,1	4,4	26,7	3,2
2012	-0,3	-1,1	-2,2	0,5	11,2	-4,2	-5,0	-2,8	-1,8	-2,9
2012 2° trim.	1,8	-1,5	7,2	2,0	-6,6	-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.	-0,3	-1,1	-2,2	0,5	11,2	-4,2	-5,0	-2,8	-1,8	-2,9
2013 1° trim. [(p)]	-1,1	-2,4	-3,4	0,2	7,0	-5,2	-7,1	-1,4	0,2	-1,6

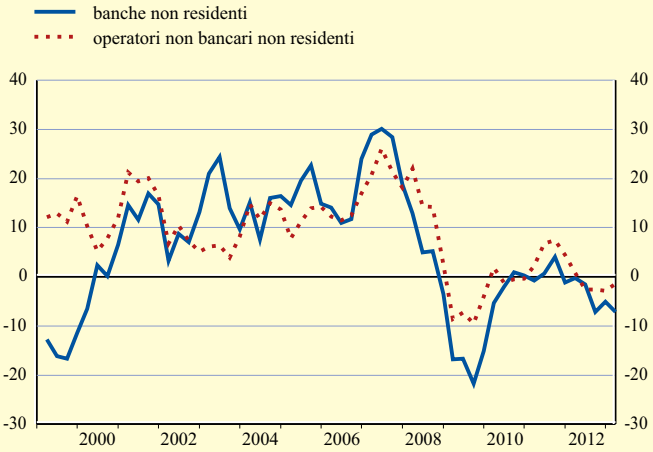
F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche [2)]

(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)]

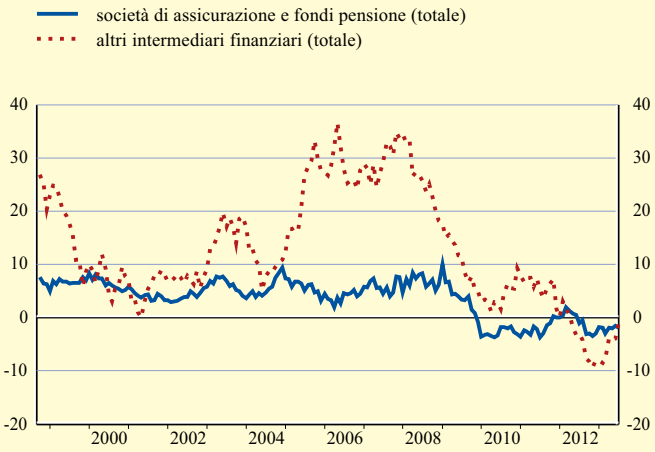
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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	703,8	91,9	79,9	512,4	4,0	0,2	15,5	2.221,0	390,0	284,9	1.190,7	14,7	0,5	340,2	260,0
2012	692,0	107,1	81,4	484,4	6,4	0,2	12,5	2.015,7	410,3	236,6	1.020,7	13,6	0,3	334,4	256,7
2013 1° trim.	697,5	114,3	83,3	480,3	7,9	0,3	11,4	2.108,7	442,3	237,8	1.014,1	15,0	0,2	399,2	314,1
2° trim. (p)	678,6	104,1	79,4	477,9	7,9	0,3	8,9	2.123,3	455,2	230,7	994,4	16,9	0,2	426,0	343,4
2013 mar.	697,5	114,3	83,3	480,3	7,9	0,3	11,4	2.108,7	442,3	237,8	1.014,1	15,0	0,2	399,2	314,1
apr.	702,7	119,2	82,8	478,7	8,1	0,3	13,5	2.083,2	447,5	231,1	1.003,1	15,8	0,2	385,4	299,8
mag.	696,6	112,7	82,5	481,3	8,3	0,3	11,5	2.084,9	443,9	231,8	996,6	15,4	0,2	397,0	310,2
giu. (p)	678,6	104,1	79,4	477,9	7,9	0,3	8,9	2.123,3	455,2	230,7	994,4	16,9	0,2	426,0	343,4
	Transazioni														
2011	0,0	11,5	4,2	-14,2	1,1	-0,1	-2,6	2,4	28,8	-29,2	5,7	-2,6	0,1	-0,4	5,5
2012	-12,0	15,7	2,6	-27,6	2,0	0,0	-4,7	-177,2	23,4	-49,5	-166,0	-2,0	-0,3	17,2	13,3
2013 1° trim.	6,8	8,1	1,9	-4,3	1,5	0,1	-0,5	88,1	29,1	0,8	-7,2	1,5	-0,1	64,0	57,3
2° trim. (p)	-18,3	-10,1	-4,2	-2,0	0,0	0,0	-2,0	17,3	14,4	-7,0	-19,0	1,8	0,0	26,9	29,4
2013 mar.	-1,8	-0,4	1,1	-1,8	0,7	-0,1	-1,3	49,8	9,5	1,7	10,7	0,4	0,0	27,6	26,0
apr.	5,3	5,0	-0,4	-1,6	0,2	0,0	2,1	-23,4	5,9	-6,3	-10,0	0,7	0,0	-13,7	-14,2
mag.	-5,4	-6,5	-0,3	2,6	0,1	0,0	-1,3	0,8	-3,2	0,3	-7,6	-0,4	0,0	11,7	10,4
giu. (p)	-18,2	-8,6	-3,4	-3,0	-0,3	0,0	-2,9	39,8	11,8	-1,0	-1,4	1,5	0,0	29,0	33,2
	Variazioni percentuali														
2011	0,0	14,1	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	17,1	3,4	-5,4	50,8	-	-32,1	-8,1	6,0	-17,4	-14,0	-14,0	-	4,3	4,2
2013 1° trim.	-1,8	17,7	-2,4	-4,9	65,3	-	-40,4	-3,8	5,1	-11,4	-11,6	-9,6	-	17,2	20,3
2° trim. (p)	-1,9	6,5	1,4	-4,4	27,2	-	-5,8	-1,2	12,0	-9,0	-9,0	12,4	-	11,5	16,3
2013 mar.	-1,8	17,7	-2,4	-4,9	65,3	-	-40,4	-3,8	5,1	-11,4	-11,6	-9,6	-	17,2	20,3
apr.	-2,0	14,2	-3,2	-5,1	62,2	-	-28,0	-4,2	10,6	-14,9	-11,8	-4,0	-	11,3	14,0
mag.	-1,5	10,1	-2,1	-4,2	43,0	-	-9,0	-3,9	7,9	-12,7	-9,8	-0,9	-	6,3	7,4
giu. (p)	-1,9	6,5	1,4	-4,4	27,2	-	-5,8	-1,2	12,0	-9,0	-9,0	12,4	-	11,5	16,3

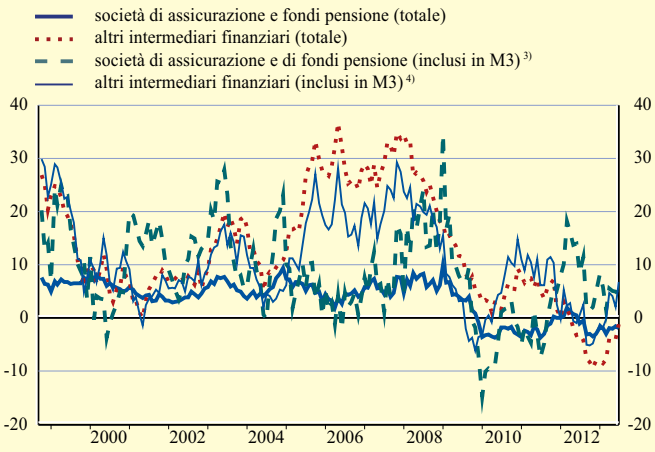
F9 Depositi totali per settore [2)]

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM [1), 2)]

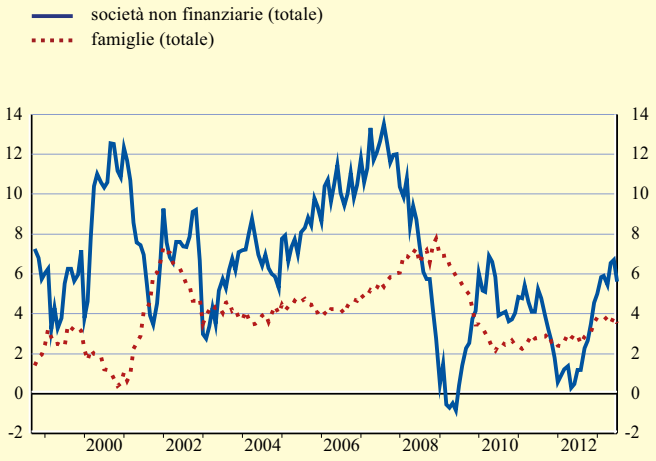
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie [3)]						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Consistenze													
2011	1.686,9	1.054,3	444,3	97,7	72,3	2,0	16,3	5.894,0	2.255,7	948,1	723,7	1.837,1	106,7	22,7
2012	1.766,4	1.153,1	408,2	106,8	85,4	2,0	10,9	6.119,2	2.346,5	979,1	747,8	1.937,3	98,0	10,4
2013 1° trim.	1.753,2	1.128,1	409,7	110,8	91,8	1,7	11,1	6.166,4	2.377,3	966,0	758,1	1.963,5	93,1	8,5
2° trim. [p]	1.763,1	1.152,8	384,7	121,1	92,4	1,6	10,5	6.208,9	2.445,4	929,3	769,9	1.970,0	88,2	6,2
2013 mar.	1.753,2	1.128,1	409,7	110,8	91,8	1,7	11,1	6.166,4	2.377,3	966,0	758,1	1.963,5	93,1	8,5
apr.	1.754,3	1.131,7	404,8	112,9	92,2	1,5	11,1	6.176,2	2.395,2	952,1	762,4	1.967,9	91,5	7,2
mag.	1.764,2	1.149,1	392,2	115,6	92,6	1,6	13,1	6.187,7	2.409,7	942,7	768,4	1.970,7	89,4	6,9
giu. [p]	1.763,1	1.152,8	384,7	121,1	92,4	1,6	10,5	6.208,9	2.445,4	929,3	769,9	1.970,0	88,2	6,2
	Transazioni													
2011	9,5	10,0	-4,6	8,8	-5,0	0,4	-0,2	139,0	7,4	42,4	55,3	43,6	-2,6	-7,0
2012	84,5	101,9	-35,5	12,9	9,5	0,0	-4,3	224,9	90,4	33,8	21,8	100,7	-9,6	-12,3
2013 1° trim.	-13,6	-25,6	1,6	4,2	6,4	-0,3	0,1	46,8	30,7	-12,6	9,5	26,0	-4,9	-1,9
2° trim. [p]	13,3	27,3	-25,5	11,4	0,6	0,0	-0,5	44,2	68,7	-36,4	12,5	6,5	-4,9	-2,3
2013 mar.	29,5	24,0	6,1	1,0	1,3	-0,1	-2,9	14,7	18,9	-11,2	4,8	3,5	-1,2	-0,2
apr.	3,6	5,8	-4,7	2,2	0,5	-0,2	0,1	10,7	18,4	-13,6	4,4	4,5	-1,6	-1,4
mag.	10,2	17,4	-12,2	2,6	0,4	0,1	2,0	11,5	14,5	-9,4	6,0	2,8	-2,1	-0,3
giu. [p]	-0,5	4,2	-8,5	6,6	-0,2	0,0	-2,6	22,0	35,8	-13,4	2,1	-0,7	-1,2	-0,7
	Variazioni percentuali													
2011	0,6	1,0	-1,0	10,0	-6,5	28,9	-3,4	2,4	0,3	4,7	8,3	2,4	-2,4	-23,6
2012	5,0	9,7	-8,0	13,4	13,0	-1,4	-26,5	3,8	4,0	3,6	3,0	5,5	-8,9	-54,2
2013 1° trim.	5,4	9,8	-7,5	12,9	16,4	-22,8	-12,6	3,7	6,9	-2,6	2,4	5,2	-11,7	-57,3
2° trim. [p]	5,6	8,7	-6,4	20,7	10,5	-5,2	-13,7	3,5	6,9	-3,9	3,1	4,9	-15,4	-56,7
2013 mar.	5,4	9,8	-7,5	12,9	16,4	-22,8	-12,6	3,7	6,9	-2,6	2,4	5,2	-11,7	-57,3
apr.	6,5	11,0	-6,5	13,3	15,8	-15,8	-12,8	3,5	6,7	-3,4	2,4	5,3	-13,4	-59,2
mag.	6,7	10,8	-6,1	15,3	12,5	-6,1	-4,2	3,8	7,4	-3,3	2,9	5,2	-15,0	-57,4
giu. [p]	5,6	8,7	-6,4	20,7	10,5	-5,2	-13,7	3,5	6,9	-3,9	3,1	4,9	-15,4	-56,7

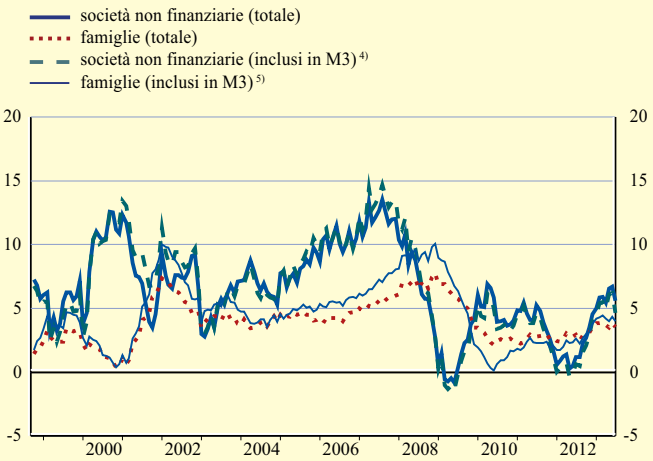
F11 Depositi totali per settore [2)]

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
3) 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)]

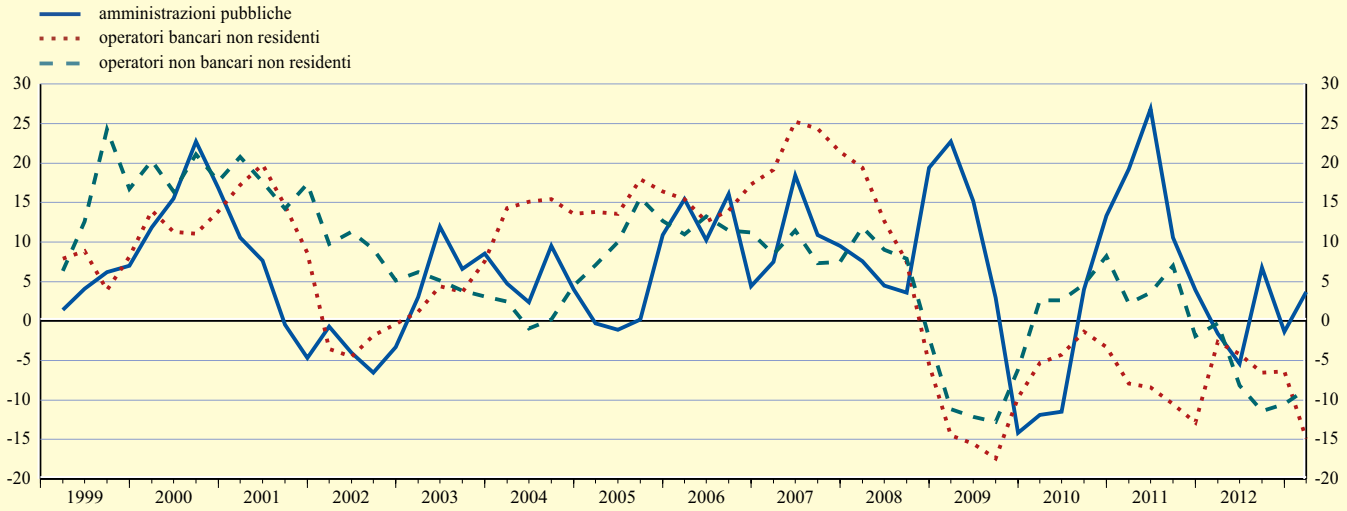
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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									
2011	442,0	195,5	48,6	112,6	85,4	3.153,6	2.175,0	978,6	44,3	934,3
2012	449,0	170,8	62,8	111,7	103,8	2.892,3	2.013,9	878,3	38,7	839,6
2012 2° trim.	507,3	190,9	98,4	112,3	105,7	3.243,5	2.290,3	953,2	41,6	911,6
3° trim.	510,1	202,6	93,1	111,3	103,1	3.131,0	2.176,6	954,4	42,5	912,0
4° trim.	449,0	170,8	62,8	111,7	103,8	2.892,3	2.013,9	878,3	38,7	839,6
2013 1° trim. [(p)]	500,7	209,0	67,2	111,9	112,6	2.901,9	1.988,4	914,9	36,5	878,4
	Transazioni									
2011	17,1	3,3	0,6	2,3	10,8	-334,9	-314,6	-20,3	-2,1	-18,2
2012	-7,9	-22,6	-0,3	-0,4	15,5	-242,1	-138,5	-103,6	-5,1	-98,5
2012 2° trim.	25,0	0,8	18,9	-1,3	6,7	-133,6	-76,4	-57,3	-13,9	-43,3
3° trim.	2,8	11,8	-5,5	-0,9	-2,7	-93,1	-101,2	8,0	1,1	6,9
4° trim.	-61,5	-32,3	-30,2	0,4	0,6	-208,8	-141,6	-67,2	-3,4	-63,8
2013 1° trim. [(p)]	50,6	38,3	4,1	0,2	8,0	-2,6	-31,4	30,2	-2,4	32,7
	Variazioni percentuali									
2011	3,9	1,3	1,3	2,1	14,6	-9,8	-12,8	-1,9	-4,4	-1,8
2012	-1,4	-11,7	10,3	-0,4	18,2	-7,6	-6,4	-10,6	-11,9	-10,5
2012 2° trim.	-5,4	-27,4	51,5	0,8	17,7	-5,3	-4,2	-8,2	-16,3	-7,8
3° trim.	6,7	-2,9	45,5	1,1	14,0	-7,9	-6,5	-11,4	-16,4	-11,2
4° trim.	-1,4	-11,7	10,3	-0,4	18,2	-7,6	-6,4	-10,6	-11,9	-10,5
2013 1° trim. [(p)]	3,7	9,7	-12,3	-1,4	12,9	-13,0	-14,9	-8,7	-33,9	-7,2

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.

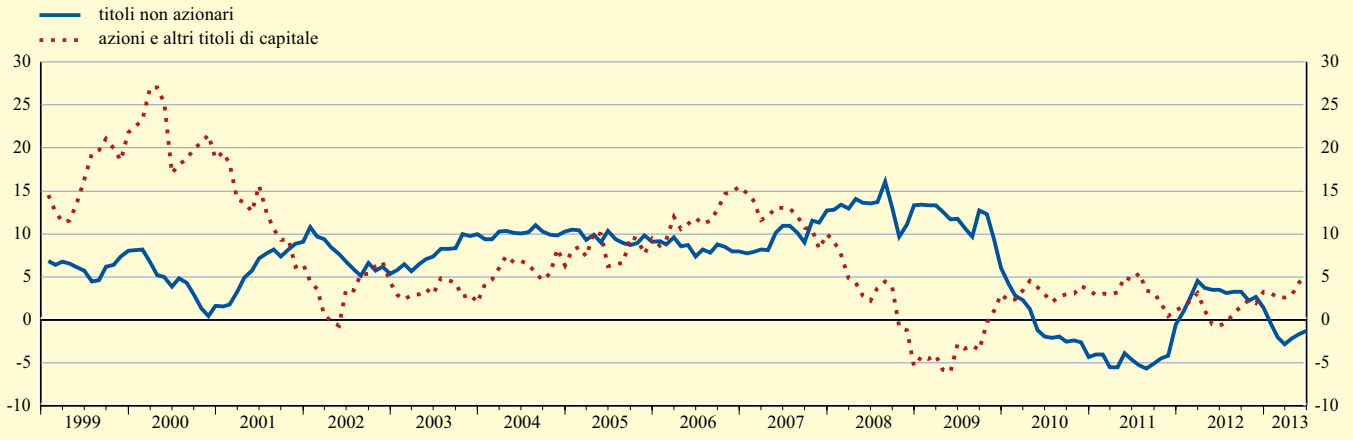
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM [1), 2)]

(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	5.697,6	1.764,2	87,8	1.373,0	22,9	1.489,0	28,3	932,5	1.507,4	484,0	728,0	295,4
2012	5.774,4	1.748,5	102,9	1.594,2	32,8	1.399,6	23,6	872,8	1.528,5	475,7	752,1	300,7
2013 1° trim.	5.783,6	1.704,2	120,8	1.672,4	31,7	1.379,8	27,1	847,6	1.544,0	464,8	769,3	309,9
2° trim. (p)	5.768,0	1.649,9	115,4	1.753,5	29,4	1.380,0	26,5	813,1	1.554,7	469,0	777,3	308,4
2013 mar.	5.783,6	1.704,2	120,8	1.672,4	31,7	1.379,8	27,1	847,6	1.544,0	464,8	769,3	309,9
apr.	5.784,3	1.698,9	116,5	1.690,8	30,8	1.385,9	28,5	832,9	1.570,7	460,5	799,7	310,5
mag.	5.817,2	1.680,4	115,2	1.734,9	30,5	1.392,6	28,5	834,9	1.583,4	474,9	794,5	314,1
giu. (p)	5.768,0	1.649,9	115,4	1.753,5	29,4	1.380,0	26,5	813,1	1.554,7	469,0	777,3	308,4
	Transazioni											
2011	-29,2	45,1	7,8	-2,6	5,5	-24,8	-0,1	-60,1	17,0	60,2	-31,5	-11,7
2012	82,5	-17,8	15,9	191,7	10,5	-67,6	-3,9	-46,3	49,9	6,6	37,9	5,3
2013 1° trim.	6,5	-59,3	17,8	78,6	-1,4	-19,6	3,4	-13,0	21,4	-9,9	17,9	13,5
2° trim. (p)	2,9	-48,8	-6,6	81,0	-1,7	0,3	-0,1	-21,1	18,1	9,9	7,9	0,3
2013 mar.	-4,6	-32,7	-0,2	30,5	-0,7	-2,9	2,4	-1,0	19,1	-2,3	9,9	11,5
apr.	-11,0	-7,1	-3,3	1,2	-0,5	5,2	1,7	-8,2	24,5	-2,8	27,0	0,4
mag.	42,8	-17,4	-0,4	49,9	-0,2	7,1	-0,1	3,9	13,7	15,3	-5,6	4,0
giu. (p)	-28,9	-24,2	-2,9	30,0	-1,1	-12,1	-1,8	-16,8	-20,1	-2,5	-13,4	-4,1
	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	-1,0	18,1	14,1	47,7	-4,6	-14,2	-4,9	3,3	1,3	5,2	1,8
2013 1° trim.	-2,8	-7,5	20,9	8,7	-4,3	-6,3	4,8	-9,3	2,6	-3,3	5,0	6,5
2° trim. (p)	-1,3	-7,6	18,2	10,2	-8,8	-3,6	6,9	-7,4	5,2	-1,3	7,9	9,6
2013 mar.	-2,8	-7,5	20,9	8,7	-4,3	-6,3	4,8	-9,3	2,6	-3,3	5,0	6,5
apr.	-2,2	-6,7	18,4	8,5	-7,0	-5,7	17,9	-7,7	2,9	-4,0	5,7	6,9
mag.	-1,6	-7,1	18,3	9,6	-6,1	-5,2	18,9	-6,9	4,4	-1,2	6,4	8,7
giu. (p)	-1,3	-7,6	18,2	10,2	-8,8	-3,6	6,9	-7,4	5,2	-1,3	7,9	9,6

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													
	Residenti nell'area dell'euro													
2011	6.153,8	-	-	-	-	-	-	12.322,7	96,2	3,8	1,9	0,3	1,1	0,4
2012	5.796,9	-	-	-	-	-	-	12.198,3	96,4	3,6	1,7	0,2	0,9	0,5
2012 4° trim.	5.796,9	-	-	-	-	-	-	12.198,3	96,4	3,6	1,7	0,2	0,9	0,5
2013 1° trim. [p]	5.611,1	-	-	-	-	-	-	12.170,0	96,4	3,6	1,8	0,2	0,9	0,5
	Non residenti nell'area dell'euro													
2011	2.022,7	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	1.908,0	47,3	52,7	31,8	1,9	3,5	10,3	958,8	40,2	59,8	38,3	2,0	2,9	9,7
2012 4° trim.	1.908,0	47,3	52,7	31,8	1,9	3,5	10,3	958,8	40,2	59,8	38,3	2,0	2,9	9,7
2013 1° trim. [p]	1.892,3	45,7	54,3	33,1	2,2	3,1	9,8	997,8	39,4	60,6	39,5	2,6	2,6	8,8
	Titoli non azionari													
	Emessi da residenti nell'area dell'euro													
2011	1.852,0	95,3	4,7	2,5	0,1	0,3	1,5	2.913,1	98,2	1,8	1,0	0,2	0,1	0,4
2012	1.851,4	94,4	5,6	2,7	0,1	0,4	2,0	3.050,2	98,1	1,9	1,2	0,1	0,1	0,4
2012 4° trim.	1.851,4	94,4	5,6	2,7	0,1	0,4	2,0	3.050,2	98,1	1,9	1,2	0,1	0,1	0,4
2013 1° trim. [p]	1.825,0	93,4	6,6	3,1	0,1	0,3	2,7	3.111,0	98,1	1,9	1,1	0,1	0,1	0,5
	Emessi da non residenti nell'area dell'euro													
2011	457,0	56,4	43,6	21,1	0,3	0,3	16,0	475,5	32,2	67,8	39,4	5,8	0,7	13,7
2012	434,0	54,9	45,1	19,8	0,3	0,3	19,1	438,8	34,1	65,9	39,1	5,4	0,9	11,8
2012 4° trim.	434,0	54,9	45,1	19,8	0,3	0,3	19,1	438,8	34,1	65,9	39,1	5,4	0,9	11,8
2013 1° trim. [p]	419,0	55,4	44,6	22,2	0,2	0,3	15,9	428,7	32,8	67,2	41,8	4,6	1,0	10,6
	Depositi di													
	Residenti nell'area dell'euro													
2011	6.364,4	92,1	7,9	5,1	0,2	1,2	0,7	10.947,6	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2012	6.161,9	93,8	6,2	3,9	0,2	1,0	0,6	11.042,3	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2012 4° trim.	6.161,9	93,8	6,2	3,9	0,2	1,0	0,6	11.042,3	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2013 1° trim. [p]	5.893,3	93,3	6,7	4,2	0,2	1,1	0,6	11.226,5	96,9	3,1	2,1	0,1	0,1	0,4
	Non residenti nell'area dell'euro													
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	2.013,9	58,3	41,7	27,7	1,6	1,0	7,3	878,3	52,3	47,7	31,3	1,9	1,2	6,3
2012 4° trim.	2.013,9	58,3	41,7	27,7	1,6	1,0	7,3	878,3	52,3	47,7	31,3	1,9	1,2	6,3
2013 1° trim. [p]	1.988,4	56,5	43,5	29,4	1,9	1,0	6,6	914,9	51,2	48,8	32,7	1,9	1,0	5,7

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
2011	5.236,8	82,0	18,0	9,4	1,7	2,0	2,6
2012	5.068,3	81,8	18,2	9,6	1,6	1,9	2,5
2012 4° trim.	5.068,3	81,8	18,2	9,6	1,6	1,9	2,5
2013 1° trim. [p]	4.969,7	81,0	19,0	10,6	1,4	1,8	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 nov.	7.145,0	495,7	2.940,2	1.939,7	945,8	245,9	577,7
dic.	7.180,7	476,0	2.968,2	1.986,0	962,8	247,2	540,5
2013 gen.	7.289,9	494,0	2.952,5	2.035,6	975,3	247,8	584,7
feb.	7.462,0	511,1	3.005,4	2.083,2	995,6	248,3	618,3
mar.	7.604,0	503,5	3.068,5	2.140,9	1.025,6	247,9	617,6
apr.	7.737,5	516,5	3.129,4	2.152,9	1.035,3	247,9	655,5
mag. [p]	7.794,1	516,7	3.126,1	2.184,2	1.045,9	248,2	672,9
	Transazioni						
2012 3° trim.	129,1	23,8	66,0	0,1	15,2	0,9	23,1
4° trim.	42,7	-23,4	82,9	21,6	29,2	2,9	-70,4
2013 1° trim.	226,3	25,3	81,8	33,8	32,1	0,4	52,9

2. Passività

	Totale	Depositi e prestiti ricevuti	Quote di fondi di investimento emesse				Altre passività (incl. prodotti finanziari derivati)
			Totale	Detenute da residenti nell'area dell'euro		Detenute da non residenti nell'area dell'euro	
					Fondi di investimento		
	1	2	3	4	5	6	7
	Consistenze in essere						
2012 nov.	7.145,0	154,6	6.465,4	4.736,2	739,9	1.729,1	525,0
dic.	7.180,7	148,6	6.560,8	4.797,7	757,5	1.763,1	471,3
2013 gen.	7.289,9	152,7	6.624,9	4.849,6	770,4	1.775,2	512,3
feb.	7.462,0	157,2	6.740,8	4.913,6	785,3	1.827,3	564,0
mar.	7.604,0	157,9	6.887,5	4.999,5	813,9	1.888,0	558,6
apr.	7.737,5	163,0	6.991,4	5.070,8	824,3	1.920,6	583,1
mag. [p]	7.794,1	167,4	7.020,5	5.084,0	830,1	1.936,4	606,2
	Transazioni						
2012 3° trim.	129,1	22,5	81,6	29,8	29,3	51,8	25,0
4° trim.	42,7	-5,8	124,9	64,4	32,9	60,6	-76,4
2013 1° trim.	226,3	9,2	159,1	96,1	31,1	62,9	58,1

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 ott.	6.391,8	2.323,7	1.645,6	1.556,8	318,5	137,8	409,4	6.308,9	82,9	947,6
nov.	6.465,4	2.354,0	1.665,7	1.574,4	319,8	136,6	414,9	6.382,2	83,2	947,5
dic.	6.560,8	2.378,2	1.705,1	1.597,7	320,4	141,2	418,2	6.477,2	83,5	912,9
2013 gen.	6.624,9	2.371,1	1.750,4	1.620,0	322,8	139,9	420,5	6.539,3	85,5	896,9
feb.	6.740,8	2.406,8	1.792,1	1.645,5	325,5	143,6	427,4	6.655,3	85,6	901,2
mar.	6.887,5	2.447,0	1.840,9	1.685,2	327,6	150,2	436,6	6.801,4	86,1	910,6
apr.	6.991,4	2.499,7	1.852,8	1.715,3	329,3	150,6	443,6	6.905,6	85,8	898,0
mag. [p]	7.020,5	2.494,0	1.873,1	1.721,7	330,5	153,8	447,5	6.932,1	88,4	893,1
	Transazioni									
2012 nov.	33,4	27,9	-1,6	6,5	0,3	-1,8	2,2	33,3	0,2	1,3
dic.	53,6	17,9	18,2	11,4	0,7	3,9	1,5	52,8	0,8	-29,5
2013 gen.	60,2	22,5	25,7	13,2	1,9	-1,3	-1,8	59,3	0,9	-2,9
feb.	45,9	13,8	10,7	15,8	0,9	-0,1	4,8	45,9	0,0	-0,9
mar.	53,0	18,6	6,6	19,6	0,7	2,8	4,6	52,4	0,6	1,2
apr.	58,2	35,1	3,2	15,4	0,6	-0,6	4,4	58,1	0,1	-3,0
mag. [p]	39,0	23,7	5,7	5,7	0,1	0,8	3,0	39,1	0,0	-4,1

Fonte: BCE.

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

2.9 Titoli di debito detenuti dai fondi di investimento [1], suddivisi per emittente

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

1. Titoli non azionari

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
		Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie		Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze in essere										
2012 2° trim.	2.731,1	1.507,6	412,5	697,2	208,0	5,0	184,8	1.223,6	315,1	467,5	17,8
3° trim.	2.857,7	1.568,9	414,5	713,9	232,7	6,0	201,8	1.288,7	323,8	493,8	18,3
4° trim.	2.968,2	1.623,6	416,1	747,1	241,6	7,7	211,0	1.344,6	332,2	510,2	16,2
2013 1° trim. [p]	3.068,5	1.631,7	407,2	752,6	245,2	8,2	218,3	1.436,8	332,7	563,4	16,0
	Transazioni										
2012 3° trim.	66,0	19,3	-7,2	-4,4	18,4	0,5	12,0	46,8	0,3	28,8	-0,4
4° trim.	82,9	30,4	-3,1	22,1	3,5	1,2	6,6	52,5	7,8	16,5	-1,3
2013 1° trim. [p]	81,8	18,3	-10,0	7,8	7,5	0,5	12,5	63,5	-0,8	38,2	-0,3

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

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
		Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie		Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze in essere										
2012 2° trim.	1.818,1	639,6	45,5	-	39,1	21,9	533,1	1.178,5	163,7	392,3	78,2
3° trim.	1.920,3	685,5	52,8	-	45,1	24,1	563,4	1.234,8	172,0	412,5	72,1
4° trim.	1.986,0	721,7	60,8	-	50,9	27,6	582,3	1.264,3	175,6	407,8	78,1
2013 1° trim. [p]	2.141,0	737,7	56,4	-	49,8	27,0	604,6	1.403,2	187,7	478,9	95,0
	Transazioni										
2012 3° trim.	0,1	-3,2	0,6	-	3,5	-0,5	-6,6	3,3	-0,7	4,6	-3,9
4° trim.	21,6	1,0	2,0	-	4,0	0,5	-5,6	20,6	0,7	6,4	4,5
2013 1° trim. [p]	34,0	-4,7	-0,5	-	-1,7	-1,2	-1,2	38,7	3,7	16,9	5,8

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 2° trim.	881,9	744,4	79,6	0	664,8	0	0	137,5	24,9	43,6	0,6
3° trim.	926,2	792,5	75,1	0	717,4	0	0	133,7	27,4	41,3	0,6
4° trim.	962,8	829,6	72,1	0	757,5	0	0	133,2	28,9	41,3	0,6
2013 1° trim. [p]	1.025,6	887,9	74,3	0	813,6	0	0	137,4	32,5	43,5	0,6
	Transazioni										
2012 3° trim.	15,2	22,4	-6,9	0	29,3	0	0	-7,2	1,0	-2,7	0,1
4° trim.	29,2	29,5	-3,4	0	32,9	0	0	-0,3	1,2	0,6	0,0
2013 1° trim. [p]	32,1	33,0	1,9	0	31,1	0	0	-0,9	2,1	0,9	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 finanaziarie 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												
2012 1° trim.	2.234,0	321,8	1.506,1	1.198,5	551,6	150,4	23,6	4,8	128,8	210,4	86,4	38,1	71,1
2° trim.	2.159,2	306,7	1.459,6	1.150,9	513,2	154,0	22,9	4,4	127,4	208,8	85,2	33,0	65,8
3° trim.	2.082,0	302,8	1.398,8	1.087,6	476,1	158,3	23,4	4,4	125,1	195,2	86,3	31,1	67,9
4° trim.	2.047,6	284,6	1.379,5	1.065,6	469,8	162,9	24,3	4,0	122,6	199,1	88,4	30,2	65,7
2013 1° trim.	2.018,7	293,4	1.348,5	1.038,4	462,7	162,0	24,4	4,0	119,7	194,6	87,0	30,7	64,6
	Transazioni												
2012 1° trim.	-52,9	-6,5	-27,1	-19,1	-	-4,9	0,3	0,0	-3,3	-13,2	-2,2	-1,0	-3,0
2° trim.	-81,9	-14,8	-49,4	-50,4	-	4,0	-0,7	-0,4	-1,9	-2,0	-1,3	-5,3	-9,1
3° trim.	-80,9	-3,8	-61,6	-64,2	-	4,2	0,5	0,0	-2,0	-14,9	1,3	-2,0	0,1
4° trim.	-38,6	-17,8	-17,9	-21,1	-	4,5	1,1	-0,4	-2,0	2,2	2,4	-0,8	-6,7
2013 1° trim.	-31,1	7,7	-30,5	-28,9	-	1,4	0,2	0,0	-3,2	-1,9	-1,3	0,1	-5,3

2. Passività

	Totale	Prestiti e depositi ricevuti	Titoli di debito emessi			Capitale e riserve	Altre passività
			Totale	Fino a 2 anni	Oltre 2 anni		
	1	2	3	4	5	6	7
	Consistenze						
2012 1° trim.	2.234,0	155,7	1.821,6	59,0	1.762,6	34,8	221,9
2° trim.	2.159,2	150,6	1.753,3	54,3	1.699,0	28,6	226,7
3° trim.	2.082,0	145,2	1.683,4	52,2	1.631,2	27,3	226,2
4° trim.	2.047,6	139,8	1.658,2	53,1	1.605,1	27,4	222,1
2013 1° trim.	2.018,7	141,6	1.622,1	55,5	1.566,6	27,0	228,1
	Transazioni						
2012 1° trim.	-52,9	1,1	-55,4	-8,0	-47,4	-0,9	2,2
2° trim.	-81,9	-5,3	-71,1	-4,6	-66,5	-5,8	0,4
3° trim.	-80,9	-5,7	-71,4	-2,4	-68,9	-1,3	-2,6
4° trim.	-38,6	-5,4	-25,4	0,0	-25,4	0,0	-7,7
2013 1° trim.	-31,1	1,7	-34,2	2,4	-36,6	-0,9	2,3

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												
2012 1° trim.	1.198,5	879,5	246,0	18,2	0,2	6,4	32,4	210,4	115,1	41,4	73,7	30,2	95,3
2° trim.	1.150,9	833,0	245,8	18,7	0,2	6,3	33,3	208,8	115,6	42,6	73,0	29,1	93,1
3° trim.	1.087,6	787,5	233,1	17,1	0,2	5,5	31,6	195,2	109,4	38,7	70,7	27,8	85,8
4° trim.	1.065,6	770,2	230,2	17,5	0,2	5,4	31,1	199,1	114,4	39,4	75,0	29,6	84,8
2013 1° trim.	1.038,4	751,5	227,1	14,9	0,2	5,4	29,2	194,6	109,2	36,2	73,0	29,6	85,4
	Transazioni												
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	-7,3
2° trim.	-50,4	-48,5	-0,5	0,5	0,0	-0,1	0,3	-2,0	0,7	0,9	-0,3	-1,4	-2,7
3° trim.	-64,2	-47,0	-12,6	-1,0	0,0	-0,8	-1,8	-14,9	-6,9	-4,3	-2,6	-1,1	-8,0
4° trim.	-21,1	-17,8	-2,1	0,4	0,0	-0,1	0,1	2,2	5,2	0,9	4,3	1,8	-3,0
2013 1° trim.	-28,9	-20,8	-3,0	-2,3	0,0	0,0	-1,9	-1,9	-4,0	-2,6	-1,5	-2,2	2,2

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 2° trim.	6.885,8	781,8	439,0	2.645,8	776,8	1.515,0	88,3	251,0	241,9	146,2
3° trim.	7.061,0	780,2	447,4	2.734,7	792,6	1.555,5	86,1	253,1	264,9	146,5
4° trim.	7.034,7	768,3	453,1	2.672,9	825,7	1.611,4	76,9	253,8	223,6	149,0
2011 1° trim.	7.137,3	769,2	454,7	2.733,7	842,7	1.623,2	76,2	261,7	225,2	150,8
2° trim.	7.153,6	772,1	462,4	2.744,6	840,7	1.626,9	79,3	254,1	223,9	149,5
3° trim.	7.153,7	789,2	461,8	2.770,0	785,9	1.583,1	88,5	255,5	270,7	149,1
4° trim.	7.162,9	781,8	471,2	2.730,8	794,9	1.614,6	91,3	253,4	274,2	150,7
2012 1° trim.	7.449,6	793,1	468,4	2.873,5	809,0	1.716,8	98,3	255,1	284,8	150,6
2° trim.	7.477,0	782,4	468,3	2.884,7	805,5	1.717,3	102,9	258,1	306,4	151,5
3° trim.	7.696,2	782,5	478,8	3.000,2	825,7	1.792,7	106,5	259,9	298,1	151,9
4° trim.	7.787,8	786,2	481,1	3.042,4	828,2	1.837,3	105,7	258,7	294,9	153,4
2013 1° trim. (p)	7.996,9	790,3	483,9	3.130,1	859,4	1.911,7	111,5	261,4	294,2	154,4

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 2° trim.	2.645,8	2.223,6	583,2	1.227,2	245,5	16,2	151,5	422,2
3° trim.	2.734,7	2.307,9	601,5	1.279,8	254,5	18,6	153,5	426,9
4° trim.	2.672,9	2.249,3	599,0	1.242,6	234,2	17,5	155,9	423,6
2011 1° trim.	2.733,7	2.317,2	624,0	1.285,8	236,6	17,2	153,6	416,4
2° trim.	2.744,6	2.328,4	629,1	1.290,0	235,5	16,8	157,1	416,2
3° trim.	2.770,0	2.349,1	640,1	1.305,2	227,1	16,9	159,8	420,9
4° trim.	2.730,8	2.307,0	635,5	1.266,7	223,9	16,5	164,3	423,8
2012 1° trim.	2.873,5	2.423,5	665,6	1.329,1	231,5	17,0	180,3	450,0
2° trim.	2.884,7	2.420,7	666,9	1.315,7	234,5	16,8	186,7	464,0
3° trim.	3.000,2	2.506,0	696,8	1.347,0	243,6	17,4	201,2	494,3
4° trim.	3.042,4	2.534,0	676,0	1.384,3	246,8	17,9	208,9	508,4
2013 1° trim. (p)	3.130,1	2.614,2	698,4	1.430,7	251,9	17,6	215,7	515,9

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 2° trim.	6.710,7	251,1	39,5	431,7	5.796,2	3.156,9	1.826,1	813,2	192,2	175,2
3° trim.	6.873,6	276,2	38,6	441,4	5.938,5	3.220,7	1.908,4	809,4	178,9	187,4
4° trim.	6.867,6	250,3	39,6	451,7	5.957,4	3.257,8	1.889,6	809,9	168,6	167,1
2011 1° trim.	6.914,0	262,7	39,4	466,2	5.970,6	3.283,7	1.861,0	825,9	175,2	223,3
2° trim.	6.935,8	262,1	42,0	455,0	6.000,7	3.304,6	1.874,1	822,0	176,0	217,8
3° trim.	7.044,7	269,5	41,0	410,4	6.134,4	3.286,5	2.026,6	821,3	189,3	109,1
4° trim.	7.065,9	263,8	40,9	409,2	6.164,0	3.297,9	2.050,4	815,7	188,1	96,9
2012 1° trim.	7.228,9	271,8	45,0	438,9	6.281,7	3.339,7	2.108,6	833,4	191,5	220,6
2° trim.	7.296,3	279,1	43,7	420,9	6.346,4	3.340,9	2.172,1	833,4	206,2	180,7
3° trim.	7.373,4	290,3	45,3	452,7	6.388,2	3.388,8	2.163,6	835,8	196,9	322,9
4° trim.	7.478,9	267,3	49,7	481,0	6.459,4	3.422,4	2.200,7	836,3	221,5	309,0
2013 1° trim. (p)	7.588,5	280,7	49,6	495,0	6.535,6	3.472,0	2.201,4	862,2	227,6	408,4

Fonte: BCE.

CONTI DELL'AREA DELL'EURO

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale

(miliardi di euro)

Impieghi 1° trim. 2013	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						608
Saldo commerciale [1]						-47
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	1.116	110	707	57	242	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	21	8	5	5	4	
Consumo di capitale fisso	377	100	215	11	51	
Margine operativo netto e reddito misto [1]	558	274	254	31	0	
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto						
Redditi da lavoro dipendente						7
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	627	32	249	281	65	114
Interessi	336	30	58	183	65	48
Altri redditi da capitale	291	2	191	98	0	67
Reddito nazionale netto [1]	1.960	1.596	109	33	222	
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	258	219	31	8	0	1
Contributi sociali	437	437				1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	469	1	18	37	413	1
Altri trasferimenti correnti	205	70	24	49	62	10
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	46	35	10	1	1	2
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	47			47		1
Altro	113	35	14	1	62	8
Reddito netto disponibile [1]	1.919	1.423	67	40	388	
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.852	1.358			495	
Spese per consumi individuali	1.669	1.358			312	
Spese per consumi collettivi	183				183	
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]	67	81	67	25	-107	-26
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	418	129	234	13	42	
Investimenti fissi lordi	402	125	222	13	42	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	16	4	12	0	0	
Consumo di capitale fisso						
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	2	-1	7	0	-3	-2
Trasferimenti in conto capitale	35	8	0	2	25	4
Imposte in conto capitale	6	6	0	0		0
Altri trasferimenti in conto capitale	28	2	-1	2	25	4
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) [1]	25	55	56	28	-114	-25
Discrepanza statistica	0	36	-36	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 1° trim. 2013	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						561
Saldo commerciale						
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	2.073	491	1.182	104	297	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	243					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) [2]	2.317					
Redditi da lavoro dipendente						
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Consumo di capitale fisso						
Margine operativo netto e reddito misto						
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto	558	274	254	31	0	
Redditi da lavoro dipendente	1.121	1.121				2
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	264				264	1
Redditi da capitale	645	234	103	284	24	97
Interessi	330	54	33	234	8	54
Altri redditi da capitale	315	179	70	50	15	43
Reddito nazionale netto						
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto	1.960	1.596	109	33	222	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	259				259	1
Contributi sociali	436	1	18	52	365	2
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	467	467				3
Altri trasferimenti correnti	166	86	13	48	18	50
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	47			47		1
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	45	35	8	1	0	3
Altro	74	51	5	0	18	46
Reddito netto disponibile						
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile	1.919	1.423	67	40	388	
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
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	67	81	67	25	-107	-26
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	377	100	215	11	51	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	36	10	14	7	5	3
Imposte in conto capitale	6				6	0
Altri trasferimenti in conto capitale	29	10	14	7	-1	3
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)						
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 1° trim. 2013	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
Bilancio di apertura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		19.731	17.215	34.676	16.737	7.417	4.279	18.136
Oro monetario e DSP				490				
Banconote, monete e depositi		7.041	2.157	11.240	2.234	805	748	3.335
Titoli di debito a breve termine		47	81	553	388	68	37	612
Titoli di debito a lungo termine		1.282	257	6.488	2.891	2.984	432	4.143
Prestiti		83	2.966	13.213	4.061	492	818	2.409
di cui: a lungo termine		63	1.878	10.306	2.807	364	720	
Azioni e altre partecipazioni		4.519	7.973	1.844	6.841	2.683	1.513	6.814
Azioni quotate		777	1.101	367	2.157	408	210	
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.344	6.488	1.176	3.578	410	1.131	
Quote di fondi di investimento		1.399	384	300	1.106	1.865	173	
Riserve tecniche di assicurazione		6.210	175	3	0	235	4	276
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		549	3.606	845	321	151	726	547
Ricchezza finanziaria netta								
Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie								
Totale delle transazioni in attività finanziarie		91	63	-717	370	123	80	189
Oro monetario e DSP				0				0
Banconote, monete e depositi		39	-30	-847	114	9	31	-34
Titoli di debito a breve termine		-2	-14	5	29	-3	0	42
Titoli di debito a lungo termine		-53	-2	28	84	47	-12	29
Prestiti		1	-11	28	29	5	16	25
di cui: a lungo termine		0	-13	-31	16	2	18	
Azioni e altre partecipazioni		22	92	19	74	44	10	89
Azioni quotate		-5	8	26	34	-4	-1	
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	79	-4	12	2	9	
Quote di fondi di investimento		27	5	-4	28	46	3	
Riserve tecniche di assicurazione		63	5	0	0	12	0	-3
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		21	24	50	40	9	34	40
Variazioni nella ricchezza finanziaria netta								
Conto delle altre variazioni: attività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		100	275	-1	110	44	6	150
Oro monetario e DSP				-4				
Banconote, monete e depositi		-5	7	9	2	-2	2	14
Titoli di debito a breve termine		-5	0	12	-4	1	0	-9
Titoli di debito a lungo termine		-28	2	-29	-3	0	0	29
Prestiti		0	13	-17	-39	0	-7	-9
di cui: a lungo termine		0	10	-4	-39	-1	-9	
Azioni e altre partecipazioni		101	222	26	151	56	13	113
Azioni quotate		21	47	4	113	9	-2	
Azioni non quotate e altre partecipazioni		60	172	24	18	4	9	
Quote di fondi di investimento		20	3	-1	20	44	5	
Riserve tecniche di assicurazione		42	0	0	0	-8	0	3
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		-5	30	3	2	-2	-1	9
Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta								
Bilancio di chiusura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		19.922	17.553	33.958	17.217	7.585	4.365	18.474
Oro monetario e DSP				485				
Banconote, monete e depositi		7.076	2.134	10.401	2.350	811	781	3.315
Titoli di debito a breve termine		40	66	570	413	66	37	646
Titoli di debito a lungo termine		1.200	258	6.487	2.973	3.032	420	4.201
Prestiti		84	2.967	13.224	4.051	496	827	2.425
di cui: a lungo termine		63	1.874	10.271	2.784	365	728	
Azioni e altre partecipazioni		4.642	8.286	1.888	7.067	2.783	1.536	7.015
Azioni quotate		793	1.155	397	2.305	413	207	
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.403	6.739	1.197	3.608	416	1.149	
Quote di fondi di investimento		1.446	392	295	1.154	1.955	180	
Riserve tecniche di assicurazione		6.316	181	3	0	238	4	276
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		565	3.660	898	364	158	759	596
Ricchezza finanziaria netta								

Fonte: BCE.

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

(miliardi di euro)

Passività 1° trim. 2013	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
Bilancio di apertura: passività finanziarie								
Totale delle passività		6.827	26.674	33.629	16.416	7.387	10.529	16.239
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			32	24.513	37	0	281	2.697
Titoli di debito a breve termine			83	634	101	3	670	295
Titoli di debito a lungo termine			964	4.677	2.857	52	6.723	3.205
Prestiti		6.186	8.334		3.784	282	2.273	3.184
di cui: a lungo termine		5.834	6.104		2.108	109	1.972	.
Azioni e altre partecipazioni		8	13.292	2.620	9.594	466	4	6.202
Azioni quotate			3.747	403	234	133	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		8	9.545	1.304	3.015	332	4	.
Quote di fondi di investimento		.		913	6.345			.
Riserve tecniche di assicurazione		36	349	65	1	6.452	1	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		597	3.621	1.120	41	131	579	656
Ricchezza finanziaria netta	-1.407	12.904	-9.459	1.047	321	30	-6.250	
Conto finanziario, transazioni in passività								
Totale delle transazioni in passività		0	43	-732	366	113	193	214
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			2	-694	-3	0	-10	-12
Titoli di debito a breve termine			9	-3	26	0	21	3
Titoli di debito a lungo termine			14	-101	4	1	173	32
Prestiti		-21	-14		80	15	-22	55
di cui: a lungo termine		-15	-21		15	1	-8	.
Azioni e altre partecipazioni		0	40	4	186	1	0	119
Azioni quotate			-13	0	0	0	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	53	6	22	1	0	.
Quote di fondi di investimento		.		-3	164			.
Riserve tecniche di assicurazione		0	1	0	0	77	0	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		22	-9	63	74	20	32	17
Variazioni nella ricchezza finanziaria netta	25	91	20	15	3	10	-114	-25
Conto delle altre variazioni: passività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		-7	376	-48	181	50	-39	176
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0	18	0	0	0	8
Titoli di debito a breve termine			0	1	0	0	0	-6
Titoli di debito a lungo termine			-2	-19	1	0	-38	27
Prestiti		-3	-13		-18	-1	0	-24
di cui: a lungo termine		-1	-8		-12	0	0	.
Azioni e altre partecipazioni		0	385	-38	166	13	0	157
Azioni quotate			156	-23	7	3	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	228	-15	-7	10	0	.
Quote di fondi di investimento		.		0	166			.
Riserve tecniche di assicurazione		0	0	0	0	37	0	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		-4	7	-11	32	0	-2	14
Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta	22	107	-102	47	-71	-5	45	-26
Bilancio di chiusura: passività finanziarie								
Totale delle passività finanziarie		6.820	27.093	32.849	16.963	7.550	10.684	16.629
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			33	23.837	33	0	271	2.694
Titoli di debito a breve termine			93	632	128	3	691	292
Titoli di debito a lungo termine			975	4.557	2.863	53	6.858	3.264
Prestiti		6.161	8.306		3.846	296	2.251	3.215
di cui: a lungo termine		5.817	6.076		2.111	110	1.963	.
Azioni e altre partecipazioni		8	13.717	2.586	9.946	480	4	6.477
Azioni quotate			3.891	381	241	136	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		8	9.827	1.295	3.030	343	4	.
Quote di fondi di investimento		.		911	6.675			.
Riserve tecniche di assicurazione		36	349	64	1	6.566	1	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		615	3.619	1.172	148	151	609	686
Ricchezza finanziaria netta	-1.360	13.102	-9.541	1.109	253	35	-6.319	

Fonte: BCE.

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri)

Impieghi	2009	2010	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	2° trim. 2012- 1° trim. 2013
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	4.448	4.508	4.621	4.638	4.650	4.663	4.668	4.677
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	85	83	95	103	110	115	124	124
Consumo di capitale fisso	1.387	1.419	1.467	1.477	1.485	1.493	1.500	1.505
Margine operativo netto e reddito misto [1]	2.099	2.203	2.250	2.246	2.232	2.214	2.193	2.180
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	2.964	2.819	3.019	3.033	3.019	2.989	2.926	2.877
Interessi	1.596	1.386	1.556	1.570	1.555	1.524	1.473	1.426
Altri redditi da capitale	1.369	1.433	1.463	1.462	1.465	1.465	1.453	1.451
Reddito nazionale netto [1]	7.540	7.761	7.968	7.993	7.998	8.003	8.026	8.032
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.028	1.055	1.111	1.123	1.139	1.154	1.175	1.180
Contributi sociali	1.677	1.704	1.753	1.762	1.772	1.778	1.787	1.795
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.768	1.813	1.840	1.850	1.861	1.873	1.884	1.896
Altri trasferimenti correnti	773	777	787	790	792	793	789	790
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	180	181	185	186	186	187	186	185
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	182	182	186	187	188	189	189	188
Altro	410	413	416	417	418	418	415	417
Reddito netto disponibile [1]	7.432	7.650	7.859	7.882	7.884	7.889	7.916	7.919
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	7.151	7.317	7.477	7.506	7.517	7.524	7.528	7.530
Spese per consumi individuali	6.382	6.542	6.700	6.728	6.738	6.744	6.750	6.751
Spese per consumi collettivi	769	774	777	778	779	780	778	779
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	61	56	59	60	60	58	58	58
Risparmio netto [1]	281	333	382	376	367	365	388	389
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	1.705	1.785	1.870	1.852	1.820	1.789	1.768	1.737
Investimenti fissi lordi	1.752	1.762	1.825	1.822	1.808	1.791	1.771	1.742
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	-48	22	44	30	12	-2	-3	-6
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	1	1	0	0	1	1	0	3
Trasferimenti in conto capitale	184	222	176	171	177	184	197	205
Imposte in conto capitale	34	25	31	30	29	29	26	26
Altri trasferimenti in conto capitale	150	197	145	141	148	155	171	179
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) [1]	-28	-23	-10	10	42	81	131	167

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	2009	2010	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	2° trim. 2012-1° trim. 2013
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	8.019	8.212	8.433	8.463	8.477	8.485	8.485	8.486
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	894	943	974	976	974	973	978	976
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) [2]	8.914	9.154	9.407	9.439	9.450	9.458	9.463	9.462
Redditi da lavoro dipendente								
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti								
Consumo di capitale fisso								
Margine operativo netto e reddito misto								
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto	2.099	2.203	2.250	2.246	2.232	2.214	2.193	2.180
Redditi da lavoro dipendente	4.459	4.520	4.634	4.651	4.663	4.677	4.682	4.691
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	997	1.038	1.080	1.089	1.093	1.098	1.112	1.112
Redditi da capitale	2.950	2.819	3.023	3.040	3.029	3.004	2.965	2.926
Interessi	1.551	1.337	1.504	1.521	1.513	1.490	1.447	1.404
Altri redditi da capitale	1.399	1.482	1.519	1.519	1.516	1.514	1.518	1.522
Reddito nazionale netto								
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto	7.540	7.761	7.968	7.993	7.998	8.003	8.026	8.032
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.033	1.059	1.117	1.129	1.144	1.158	1.179	1.184
Contributi sociali	1.675	1.702	1.752	1.761	1.770	1.775	1.784	1.793
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.762	1.807	1.834	1.844	1.855	1.867	1.878	1.890
Altri trasferimenti correnti	668	669	678	680	682	685	684	682
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	182	182	186	187	188	189	189	188
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	178	178	180	181	182	182	181	180
Altro	308	309	312	312	312	313	314	314
Reddito netto disponibile								
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile	7.432	7.650	7.859	7.882	7.884	7.889	7.916	7.919
Spese per consumi finali								
Spese per consumi individuali								
Spese per consumi collettivi								
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	61	56	59	60	60	59	58	58
Risparmio netto								
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	281	333	382	376	367	365	388	389
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.387	1.419	1.467	1.477	1.485	1.493	1.500	1.505
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	193	232	187	181	189	197	210	217
Imposte in conto capitale	34	25	31	30	29	29	26	26
Altri trasferimenti in conto capitale	159	207	155	151	160	168	184	191
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)								

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)

	2009	2010	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	2° trim. 2012-1° trim. 2013
Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta								
Redditi da lavoro dipendente (+)	4.459	4.520	4.634	4.651	4.663	4.677	4.682	4.691
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.441	1.440	1.477	1.482	1.481	1.481	1.478	1.482
Interessi attivi (+)	233	201	229	232	231	228	223	219
Interessi passivi (-)	146	124	146	146	142	137	130	125
Altri redditi da capitali attivi (+)	726	724	747	758	754	750	747	741
Altri redditi da capitali passivi (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc. (-)	842	848	881	891	906	920	935	943
Contributi sociali netti (-)	1.672	1.699	1.749	1.757	1.767	1.773	1.782	1.790
Prestazioni sociali nette (+)	1.757	1.801	1.829	1.839	1.850	1.862	1.873	1.885
Trasferimenti correnti netti attivi (+)	72	71	70	69	70	68	70	70
= Reddito lordo disponibile	6.016	6.076	6.201	6.226	6.223	6.225	6.215	6.221
Spese per consumi finali (-)	5.156	5.293	5.439	5.463	5.471	5.474	5.479	5.476
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	60	55	58	60	60	58	58	57
= Risparmio lordo	921	839	820	823	813	809	793	802
Consumo di capitale fisso (-)	379	386	396	397	399	400	401	401
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	10	13	9	7	7	5	5	3
Altre variazioni nella ricchezza netta (+)	-126	805	-54	-88	-520	-397	-233	-609
= Variazioni nella ricchezza netta	426	1.271	380	345	-99	17	164	-204
Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	554	555	576	573	567	561	555	548
Consumo di capitale fisso (-)	379	386	396	397	399	400	401	401
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	6	38	124	156	167	170	189	165
Banconote, monete e depositi	121	118	118	155	164	175	224	226
Partecipazioni in fondi comuni monetari	-40	-60	-21	-15	-13	-28	-33	-49
Titoli di debito [1]	-75	-20	28	16	15	23	-3	-11
Attività a lungo	471	410	210	220	189	175	131	133
Depositi	81	58	55	53	45	29	12	9
Titoli di debito	0	-7	53	39	-7	-13	-94	-133
Azioni e altre partecipazioni	160	110	-11	29	53	58	92	114
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	118	101	38	67	88	59	55	35
Quote di fondi comuni di investimento	42	9	-50	-38	-35	-1	37	79
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	230	249	113	99	97	101	122	143
Finanziamenti: principali componenti (-)								
Prestiti	107	114	86	69	40	19	15	3
di cui: da IFM dell'area dell'euro	65	147	81	34	13	1	25	21
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Attività non finanziarie	-410	707	306	13	-344	-967	-884	-1.090
Attività finanziarie	250	138	-415	-169	-223	514	595	412
Azioni e altre partecipazioni	82	45	-347	-267	-286	324	368	314
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	186	124	12	97	96	180	173	150
Flussi netti restanti (+)	40	-77	60	17	-17	-17	-4	32
= Variazioni nella ricchezza netta	426	1.271	380	345	-99	17	164	-204
Bilancio finanziario								
Attività non finanziarie (+)	25.291	26.167	26.654	26.472	26.404	26.117	25.923	25.528
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	5.771	5.813	5.951	5.978	6.029	6.031	6.116	6.132
Banconote, monete e depositi	5.474	5.596	5.727	5.755	5.821	5.838	5.948	5.980
Partecipazioni in fondi comuni monetari	247	189	172	166	155	136	120	113
Titoli di debito [1]	51	28	52	57	54	57	47	40
Attività a lungo	11.596	12.121	11.924	12.272	12.187	12.436	12.684	12.832
Depositi	972	1.029	1.079	1.089	1.101	1.096	1.093	1.096
Titoli di debito	1.376	1.318	1.309	1.371	1.309	1.289	1.282	1.200
Azioni e altre partecipazioni	4.131	4.284	3.920	4.098	4.034	4.222	4.399	4.530
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	2.988	3.062	2.811	2.923	2.868	2.988	3.121	3.196
Quote di fondi di investimento	1.143	1.222	1.110	1.175	1.166	1.234	1.278	1.333
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	5.117	5.490	5.615	5.713	5.742	5.830	5.911	6.007
Restanti attività finanziarie (+)	294	297	330	294	306	330	290	298
Passività (-)								
Prestiti	5.939	6.115	6.195	6.180	6.193	6.183	6.186	6.161
di cui: da IFM dell'area dell'euro	4.976	5.220	5.281	5.269	5.294	5.283	5.291	5.279
= Ricchezza finanziaria netta	37.012	38.283	38.663	38.835	38.733	38.731	38.827	38.630

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)

	2009	2010	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	2° trim. 2012-1° trim. 2013
Reddito e risparmio								
Valore aggiunto lordo (+)	4.519	4.669	4.829	4.848	4.857	4.863	4.867	4.863
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.787	2.827	2.923	2.938	2.950	2.962	2.970	2.975
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (-)	40	34	42	44	47	48	51	51
= **Margine operativo lordo** (+)	1.691	1.808	1.863	1.866	1.860	1.854	1.846	1.837
Consumo di capitale fisso (-)	782	800	830	837	842	847	852	856
= **Margine operativo netto** (+)	910	1.008	1.033	1.029	1.018	1.006	994	981
Redditi da capitale attivi (+)	528	560	576	574	573	570	563	562
Interessi attivi	168	160	169	169	166	159	151	145
Altri redditi da capitale	360	400	407	405	408	411	412	417
Interest and rents payable (-)	299	259	295	298	292	285	273	263
= **Reddito lordo di impresa** (+)	1.139	1.309	1.314	1.306	1.299	1.292	1.284	1.280
Utili distribuiti (-)	927	933	980	984	995	994	975	968
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	151	168	188	190	192	193	199	196
Contributi sociali da riscuotere (+)	71	69	73	73	73	73	73	73
Prestazioni sociali da erogare (-)	68	69	69	69	70	70	70	70
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	47	45	49	49	48	49	48	48
= **Risparmio netto**	16	163	101	86	67	59	65	71
Investimento, finanziamento e risparmio								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	70	155	202	185	162	136	113	91
Investimenti fissi lordi (+)	901	933	989	991	988	980	969	950
Consumo di capitale fisso (-)	782	800	830	837	842	847	852	856
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	-50	22	43	31	16	3	-3	-3
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	95	34	-28	4	7	32	68	50
Banconote, monete e depositi	88	68	6	16	16	39	77	85
Partecipazioni in fondi comuni monetari	38	-32	-46	-29	-24	-12	-2	-5
Titoli di debito [1]	-31	-1	12	16	14	5	-7	-30
Attività a lungo	130	415	480	445	357	288	197	180
Depositi	0	20	87	80	52	1	15	-16
Titoli di debito	24	4	-5	-16	0	-4	-8	-8
Azioni e altre partecipazioni	96	236	265	258	161	144	96	146
Altri prestiti (in prevalenza intragruppo)	11	156	133	124	144	148	94	58
Restanti attività nette (+)	61	2	-22	-36	-12	40	65	66
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Debito	15	160	236	213	165	183	137	100
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	-108	-17	73	-2	-43	-89	-143	-123
di cui: titoli di debito	90	66	49	73	90	105	115	103
Azioni e altre partecipazioni	240	217	226	232	213	181	168	139
Azioni quotate	59	31	27	19	15	16	27	11
Azioni non quotate e altre partecipazioni	181	185	199	213	198	166	142	128
Trasferimenti netti di capitali attivi (-)	82	66	69	67	68	69	68	71
= **Risparmio netto**	16	163	101	86	67	59	65	71
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie								
Attività a breve	1.932	1.957	1.931	1.919	1.923	1.933	1.994	1.962
Banconote, monete e depositi	1.632	1.695	1.706	1.681	1.697	1.717	1.782	1.766
Partecipazioni in fondi comuni monetari	213	182	134	140	134	130	132	130
Titoli di debito [1]	87	80	91	98	91	86	81	66
Attività a lungo	10.239	10.703	10.679	11.079	10.979	11.311	11.440	11.750
Depositi	239	249	319	369	367	365	376	369
Titoli di debito	228	240	249	253	259	262	257	258
Azioni e altre partecipazioni	7.145	7.462	7.221	7.556	7.381	7.683	7.841	8.157
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	2.628	2.753	2.890	2.901	2.972	3.001	2.966	2.967
Restanti attività nette	312	147	165	228	171	226	192	255
Passività								
Debito	9.213	9.482	9.632	9.670	9.745	9.792	9.729	9.724
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	4.708	4.682	4.718	4.684	4.689	4.630	4.496	4.476
di cui: titoli di debito	815	883	886	943	969	1.025	1.047	1.068
Azioni e altre partecipazioni	12.425	12.977	12.299	12.830	12.442	12.892	13.292	13.717
Azioni quotate	3.502	3.799	3.281	3.569	3.331	3.550	3.747	3.891
Azioni non quotate e altre partecipazioni	8.922	9.179	9.018	9.261	9.111	9.342	9.545	9.827

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)

	2009	2010	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	2° trim. 2012- 1° trim. 2013
Conto finanziario, transazioni finanziarie								
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	-47	-6	52	79	67	52	44	25
Banconote, monete e depositi	-33	-9	14	29	15	3	16	12
Partecipazioni in fondi comuni monetari	0	-8	14	39	39	39	34	15
Titoli di debito [1]	-14	11	24	12	13	10	-6	-1
Attività a lungo	297	287	140	105	100	109	191	192
Depositi	14	-4	9	-4	-5	-15	-16	-18
Titoli di debito	105	183	47	31	41	75	129	104
Prestiti	8	32	11	8	3	16	13	19
Azioni quotate	-50	-2	-11	-14	-11	-14	-3	1
Azioni non quotate e altre partecipazioni	-14	11	14	10	13	4	2	4
Quote di fondi comuni di investimento	234	68	70	74	60	44	65	82
Restanti attività finanziarie (+)	18	9	-43	-51	-10	-5	-41	-25
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Titoli di debito	5	1	3	5	1	3	7	6
Prestiti	-4	7	11	3	7	9	-12	4
Azioni e altre partecipazioni	5	7	3	2	4	3	1	1
Riserve tecniche di assicurazione	246	281	115	104	109	124	152	178
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	240	262	110	102	100	112	130	151
Riserve premi e riserve sinistri	6	19	5	2	9	12	22	27
= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni	16	-4	18	20	36	18	46	2
Conto delle altre variazioni								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	199	117	-105	4	-11	216	171	124
Altre attività nette	38	-1	25	146	113	153	225	128
Altre variazioni nelle passività (-)								
Azioni e altre partecipazioni	13	-1	-46	-30	-36	40	66	48
Riserve tecniche di assicurazione	165	141	13	101	102	187	178	147
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	192	130	12	98	103	190	183	153
Riserve premi e riserve sinistri	-28	11	1	3	0	-3	-5	-5
= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta	60	-24	-48	79	36	141	153	57
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	324	323	363	385	376	394	399	405
Banconote, monete e depositi	195	190	193	208	195	200	209	219
Partecipazioni in fondi comuni monetari	90	84	96	110	113	121	121	120
Titoli di debito [1]	39	49	74	66	68	74	68	66
Attività a lungo	5.669	6.059	6.065	6.349	6.347	6.556	6.633	6.783
Depositi	613	607	612	611	609	605	595	592
Titoli di debito	2.467	2.637	2.658	2.812	2.821	2.930	2.984	3.032
Prestiti	434	467	478	478	477	488	492	496
Azioni quotate	399	423	377	387	375	393	408	413
Azioni non quotate e altre partecipazioni	413	417	420	434	438	440	410	416
Quote di fondi comuni di investimento	1.342	1.508	1.519	1.626	1.627	1.699	1.744	1.834
Restanti attività finanziarie (+)	222	245	266	257	269	266	254	245
Passività (-)								
Titoli di debito	42	43	46	49	48	50	55	56
Prestiti	275	286	295	293	299	309	282	296
Azioni e altre partecipazioni	437	442	400	431	413	442	466	480
Riserve tecniche di assicurazione	5.574	5.995	6.122	6.241	6.274	6.369	6.452	6.566
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	4.795	5.186	5.308	5.413	5.446	5.539	5.621	5.717
Riserve premi e riserve sinistri	778	808	814	828	828	829	831	850
= Ricchezza finanziaria netta	-112	-139	-169	-24	-42	46	30	35

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

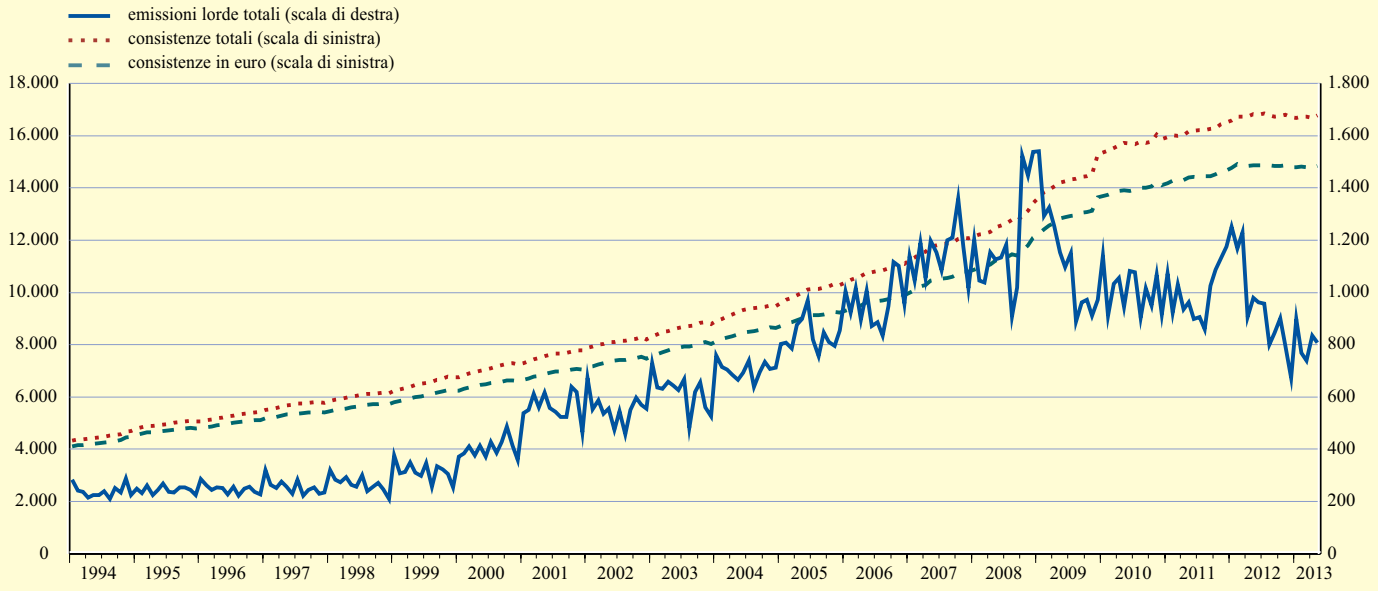
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

(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								
				In euro			In tutte le valute					
											Dati destagionalizzati [2]	
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Tassi di crescita sui dodici mesi	Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2012 mag.	17.167,9	919,4	42,8	14.876,2	867,1	42,6	16.821,8	980,5	59,6	4,0	-2,0	4,6
giu.	17.173,9	933,2	6,5	14.874,2	871,9	-1,2	16.790,4	961,9	-18,3	3,7	13,6	3,0
lug.	17.169,2	891,3	-4,4	14.865,8	834,1	-8,0	16.842,5	958,4	29,2	3,9	56,7	2,9
ago.	17.151,3	752,8	-20,2	14.855,4	708,8	-12,7	16.789,3	800,8	-35,9	3,6	-5,5	1,6
set.	17.135,0	810,5	-7,1	14.834,3	758,6	-12,0	16.739,4	844,1	-25,5	3,4	30,6	1,0
ott.	17.131,9	817,9	-1,6	14.841,2	778,8	8,5	16.759,2	901,9	28,6	3,1	18,0	1,3
nov.	17.163,3	720,7	28,1	14.872,3	681,1	27,8	16.806,6	796,0	47,5	2,8	-25,3	1,1
dic.	17.083,8	631,5	-113,7	14.789,7	591,7	-116,8	16.692,4	673,3	-134,2	1,7	-43,9	0,4
2013 gen.	17.074,9	816,5	-8,3	14.786,4	768,3	-2,9	16.668,5	898,2	5,9	1,2	-12,8	-0,5
feb.	17.099,0	680,8	9,4	14.819,8	640,5	18,6	16.733,3	768,9	32,0	0,4	-32,1	-0,8
mar.	17.035,0	660,0	-61,5	14.802,2	611,0	-15,2	16.729,2	740,1	-19,3	-0,2	-20,2	-1,4
apr.	.	.	.	14.775,1	697,8	-27,3	16.689,1	835,2	-25,1	-0,3	-30,9	-2,0
mag.	.	.	.	14.852,5	665,1	80,3	16.789,1	807,9	105,0	-0,1	45,6	-1,1
	A lungo termine											
2012 mag.	15.675,8	233,0	50,4	13.478,1	208,6	49,4	15.180,8	244,3	68,2	4,0	15,3	4,7
giu.	15.710,1	278,6	35,3	13.515,8	246,2	39,0	15.189,5	261,9	20,6	3,8	13,8	3,4
lug.	15.689,9	264,9	-20,2	13.487,4	233,1	-28,3	15.210,0	271,7	-0,1	3,9	38,2	3,0
ago.	15.681,4	147,0	-10,3	13.480,5	126,8	-8,6	15.173,3	142,0	-21,2	3,8	20,6	2,1
set.	15.697,5	256,7	24,2	13.496,4	225,3	23,9	15.173,9	251,2	21,9	4,0	79,5	2,1
ott.	15.724,1	237,3	26,9	13.519,4	212,5	23,3	15.205,5	249,8	38,6	3,8	35,8	2,7
nov.	15.778,5	219,8	53,6	13.566,1	195,0	46,0	15.262,6	223,2	59,7	3,5	-8,3	2,4
dic.	15.739,5	197,2	-60,9	13.525,1	173,3	-63,0	15.196,7	193,0	-75,0	2,6	-27,6	1,8
2013 gen.	15.735,3	257,0	-3,8	13.522,1	226,9	-2,7	15.163,2	259,7	-6,8	2,2	8,0	1,4
feb.	15.770,5	221,8	23,6	13.563,1	196,5	29,2	15.224,2	221,0	33,2	1,4	-26,3	0,8
mar.	15.694,9	223,7	-72,9	13.542,5	193,6	-17,7	15.213,8	225,3	-22,8	0,8	-24,7	-0,6
apr.	.	.	.	13.514,1	206,2	-28,7	15.179,4	237,1	-21,0	0,6	-29,1	-1,4
mag.	.	.	.	13.592,4	223,6	81,3	15.273,1	265,2	98,8	0,8	47,5	-0,7

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'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2011	16.511	5.526	3.262	881	6.217	625	1.000	609	99	62	191	39
2012	16.692	5.428	3.314	998	6.268	684	956	587	82	67	187	32
2012 2° trim.	16.790	5.591	3.270	946	6.285	698	949	584	81	71	183	30
3° trim.	16.739	5.560	3.203	978	6.299	699	868	538	64	63	177	26
4° trim.	16.692	5.428	3.314	998	6.268	684	790	463	74	64	164	25
2013 1° trim.	16.729	5.286	3.303	1.026	6.425	690	802	439	58	61	212	32
2013 feb.	16.733	5.355	3.312	1.014	6.373	679	769	434	49	49	214	23
mar.	16.729	5.286	3.303	1.026	6.425	690	740	367	70	69	197	36
apr.	16.689	5.245	3.305	1.039	6.410	691	835	469	53	69	202	43
mag.	16.789	5.205	3.323	1.043	6.532	685	808	405	78	61	230	33
	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	702	489	37	52	104	21
2012 2° trim.	1.601	678	120	97	624	83	712	498	33	58	102	20
3° trim.	1.565	667	106	89	626	77	646	455	25	48	100	17
4° trim.	1.496	601	139	81	610	64	568	392	27	46	88	16
2013 1° trim.	1.515	582	150	90	624	68	567	361	24	47	112	23
2013 feb.	1.509	592	146	90	621	60	548	357	26	42	106	18
mar.	1.515	582	150	90	624	68	515	307	24	51	105	29
apr.	1.510	581	156	93	613	66	598	398	27	51	97	25
mag.	1.516	575	157	98	625	61	543	329	24	50	113	27
	A lungo termine [2]											
2011	14.912	4.823	3.156	802	5.583	548	253	98	51	9	84	10
2012	15.197	4.826	3.175	916	5.658	621	254	99	45	15	83	12
2012 2° trim.	15.189	4.913	3.151	850	5.661	615	238	86	48	13	81	10
3° trim.	15.174	4.893	3.097	889	5.673	622	222	82	38	16	77	8
4° trim.	15.197	4.826	3.175	916	5.658	621	222	71	47	18	77	9
2013 1° trim.	15.214	4.704	3.152	935	5.801	621	235	78	34	14	100	9
2013 feb.	15.224	4.763	3.165	924	5.752	620	221	77	24	7	108	5
mar.	15.214	4.704	3.152	935	5.801	621	225	61	47	18	92	7
apr.	15.179	4.663	3.149	945	5.797	624	237	71	26	18	105	18
mag.	15.273	4.631	3.166	945	5.906	624	265	76	54	12	118	6
	di cui: a lungo termine con tasso fisso											
2011	10.014	2.764	1.142	705	4.994	408	150	54	12	8	70	7
2012	10.568	2.838	1.319	819	5.149	444	164	54	18	15	71	7
2012 2° trim.	10.406	2.877	1.236	754	5.101	438	148	42	21	12	68	6
3° trim.	10.495	2.860	1.269	792	5.132	442	139	37	14	15	68	4
4° trim.	10.568	2.838	1.319	819	5.149	444	142	36	21	17	64	6
2013 1° trim.	10.686	2.790	1.353	836	5.257	450	159	41	19	12	80	7
2013 feb.	10.645	2.815	1.346	825	5.209	449	130	33	12	6	76	4
mar.	10.686	2.790	1.353	836	5.257	450	154	28	25	16	83	2
apr.	10.704	2.778	1.374	845	5.254	453	157	33	16	16	78	14
mag.	10.789	2.757	1.395	845	5.338	455	173	37	30	10	91	5
	di cui: a lungo termine con tasso variabile											
2011	4.395	1.790	1.860	93	513	139	85	37	32	1	11	3
2012	4.197	1.735	1.757	94	437	175	77	38	24	1	8	5
2012 2° trim.	4.325	1.769	1.803	91	486	175	77	38	24	1	9	4
3° trim.	4.231	1.768	1.724	93	467	179	72	41	23	1	4	4
4° trim.	4.197	1.735	1.757	94	437	175	69	30	25	1	10	4
2013 1° trim.	4.080	1.662	1.700	96	453	170	60	30	13	1	13	3
2013 feb.	4.139	1.698	1.720	95	457	169	80	39	10	1	29	1
mar.	4.080	1.662	1.700	96	453	170	53	22	20	2	4	5
apr.	4.046	1.641	1.677	97	461	171	69	32	7	2	24	4
mag.	4.052	1.631	1.673	97	483	168	78	33	20	2	22	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

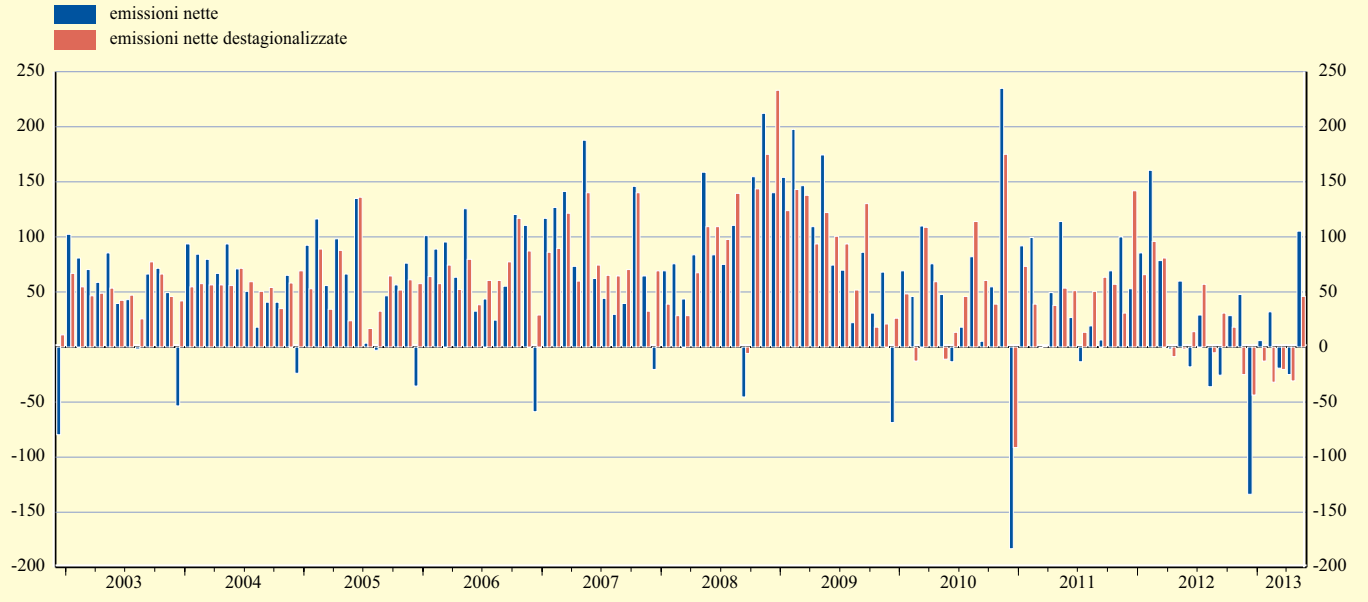
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

2. Emissioni nette

	Dati non destagionalizzati [1]						Dati destagionalizzati [1]					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2011	51,2	22,3	-3,6	3,7	23,2	5,6	-	-	-	-	-	-
2012	22,8	-6,5	3,0	10,1	13,1	3,1	-	-	-	-	-	-
2012 2° trim.	13,1	-19,7	-5,9	10,1	27,8	0,7	1,0	-14,2	-8,5	7,7	13,4	2,7
3° trim.	-10,7	-4,6	-21,7	10,5	4,3	0,8	27,3	0,2	-7,8	11,8	20,7	2,3
4° trim.	-19,4	-39,7	26,7	8,1	-9,5	-4,9	-17,1	-28,8	6,1	11,9	2,0	-8,3
2013 1° trim.	6,2	-47,1	-9,1	9,1	51,9	1,5	-21,7	-67,7	0,1	6,5	38,0	1,4
2013 feb.	32,0	-46,1	0,0	9,8	73,5	-5,1	-32,1	-85,6	8,0	6,3	47,1	-7,8
mar.	-19,3	-75,2	-11,9	9,0	50,0	8,9	-20,2	-83,2	-7,9	8,4	58,8	3,7
apr.	-25,1	-33,6	4,8	14,9	-13,3	2,2	-30,9	-32,8	-0,8	8,0	-10,0	4,8
mag.	105,0	-36,4	20,3	4,3	122,3	-5,5	45,6	-47,1	14,8	-2,8	86,7	-6,0
	A lungo termine											
2011	47,1	11,6	-2,2	2,8	31,0	3,9	-	-	-	-	-	-
2012	32,5	2,1	1,2	9,9	15,1	4,2	-	-	-	-	-	-
2012 2° trim.	30,1	-7,5	-5,4	5,7	33,6	3,8	6,9	-13,1	-7,3	3,2	21,5	2,7
3° trim.	0,2	-1,8	-17,2	13,1	3,4	2,7	46,1	4,9	-5,5	14,9	26,3	5,5
4° trim.	7,8	-17,3	19,3	10,5	-4,1	-0,7	0,0	-3,8	-0,6	11,9	-6,7	-1,0
2013 1° trim.	1,2	-40,2	-11,3	6,1	46,7	0,0	-14,3	-55,0	-1,2	5,3	38,2	-1,6
2013 feb.	33,2	-36,5	-4,6	3,7	75,0	-4,3	-26,3	-70,0	0,4	1,1	49,4	-7,2
mar.	-22,8	-63,3	-16,0	8,5	47,6	0,4	-24,7	-72,1	-8,0	7,6	52,1	-4,3
apr.	-21,0	-33,7	-0,6	12,0	-2,6	3,9	-29,1	-36,0	-5,5	7,8	1,5	3,3
mag.	98,8	-29,4	19,2	-0,4	109,5	-0,2	47,5	-40,5	16,3	-3,6	75,6	-0,2

F16 Emissioni nette di titoli non azionari: dati destagionalizzati e non destagionalizzati

(miliardi di euro; transazioni nel mese; valori nominali)



Fonte: BCE.

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

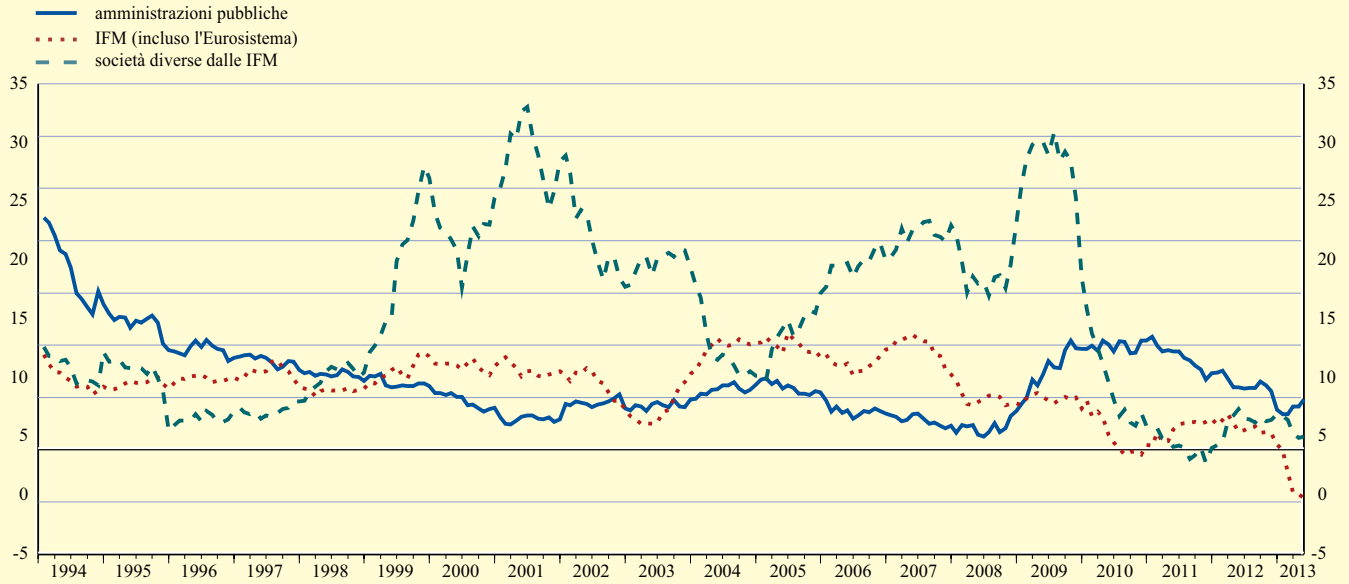
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro [1)]

(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	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 mag.	4,0	2,9	3,2	9,0	3,8	12,6	4,6	2,3	6,3	11,2	4,0	14,1
giu.	3,7	3,3	1,4	10,4	3,5	11,7	3,0	0,2	2,7	11,9	2,8	19,2
lug.	3,9	4,1	1,1	10,2	3,4	14,7	2,9	1,7	1,4	11,1	2,3	15,4
ago.	3,6	3,6	0,6	10,7	3,3	12,4	1,6	0,5	-1,6	12,2	2,1	9,0
set.	3,4	2,4	0,4	12,3	3,9	10,9	1,0	-1,5	-2,9	13,1	3,3	4,4
ott.	3,1	2,0	-0,1	12,4	3,8	10,8	1,3	-0,6	-4,4	13,3	4,2	3,6
nov.	2,8	1,1	0,1	12,2	3,9	8,0	1,1	0,0	-5,7	13,3	3,8	2,2
dic.	1,7	-1,4	1,1	13,8	2,5	6,1	0,4	-3,1	-0,3	15,6	2,2	-5,1
2013 gen.	1,2	-2,1	0,9	13,2	2,2	4,6	-0,5	-5,6	0,4	15,5	2,0	-4,8
feb.	0,4	-4,2	0,5	13,1	2,6	0,3	-0,8	-8,6	2,8	14,0	3,1	-7,4
mar.	-0,2	-5,9	-0,9	12,4	3,6	-0,8	-1,4	-10,2	1,2	11,6	3,8	-5,8
apr.	-0,3	-6,0	-1,6	12,2	3,5	0,4	-2,0	-11,1	1,2	11,0	2,9	-2,8
mag.	-0,1	-6,3	-1,3	11,2	4,5	-0,4	-1,1	-12,0	3,2	9,2	5,2	-3,1
	A lungo termine											
2012 mag.	4,0	1,7	3,1	7,0	5,5	10,6	4,7	1,5	5,5	9,1	5,9	11,9
giu.	3,8	1,9	1,5	8,6	5,4	10,7	3,4	0,9	2,2	10,0	4,4	14,2
lug.	3,9	2,2	1,2	9,5	5,3	12,1	3,0	1,3	0,8	10,1	3,6	13,8
ago.	3,8	2,2	0,6	10,5	5,3	11,4	2,1	0,3	-1,4	11,5	3,6	8,6
set.	4,0	1,6	0,6	13,3	6,0	11,8	2,1	-1,0	-2,4	13,4	5,2	8,5
ott.	3,8	1,7	-0,1	13,7	5,7	10,7	2,7	0,5	-3,6	16,7	5,9	7,0
nov.	3,5	1,6	0,0	13,7	5,2	9,5	2,4	1,7	-5,2	18,6	4,6	7,2
dic.	2,6	0,5	0,4	14,9	3,3	9,2	1,8	0,1	-1,2	20,0	2,1	4,5
2013 gen.	2,2	-0,1	0,3	14,5	2,8	8,6	1,4	-1,4	-0,2	19,2	2,0	3,8
feb.	1,4	-2,2	0,0	13,8	3,3	4,5	0,8	-4,6	1,5	16,2	2,9	0,5
mar.	0,8	-4,1	-1,4	12,8	4,3	2,9	-0,6	-7,1	-0,3	12,0	3,3	-2,5
apr.	0,6	-4,2	-2,1	13,8	4,3	3,2	-1,4	-8,7	-0,7	10,7	2,7	-0,4
mag.	0,8	-4,6	-1,9	13,1	5,0	2,9	-0,7	-10,5	1,7	7,9	5,5	-1,3

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.

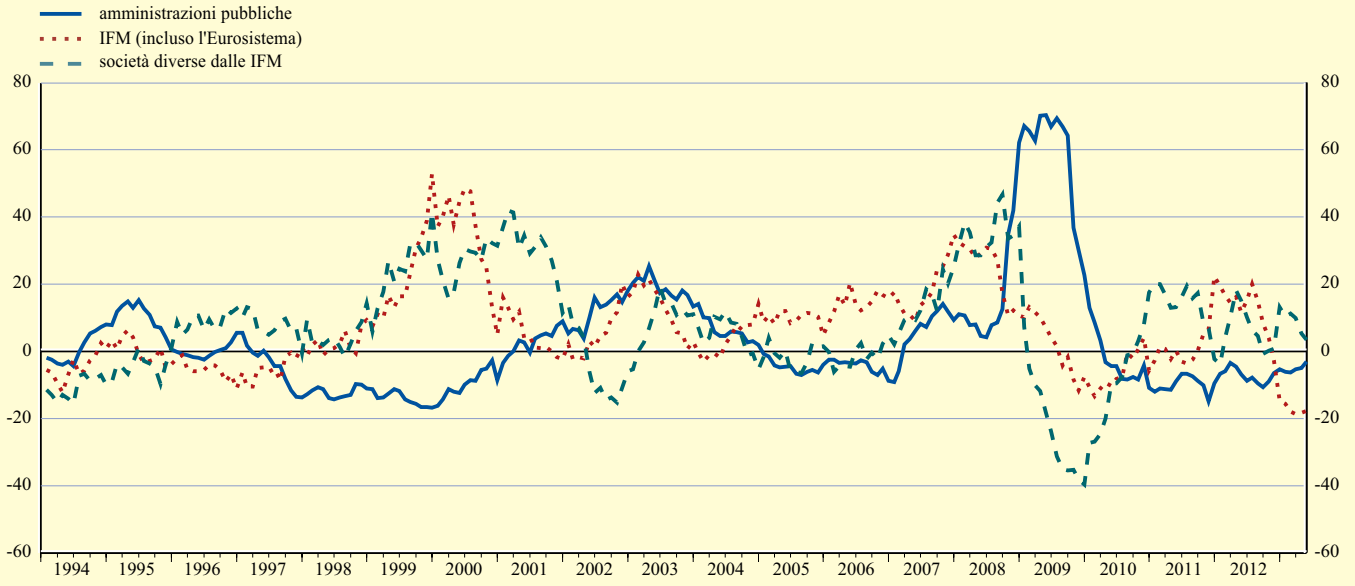
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro [1] (continua)

(variazioni percentuali)

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
	Tutte le valute											
2011	6,4	4,8	3,6	6,4	7,8	7,7	-0,8	-1,4	-5,8	-2,1	22,3	16,1
2012	5,4	4,4	2,2	10,2	5,8	7,3	-0,8	-0,2	-4,8	-1,1	6,6	23,3
2012 2° trim.	5,2	4,9	1,8	8,1	5,6	6,7	0,4	-0,4	-2,4	-1,8	8,1	25,9
3° trim.	5,0	4,0	1,2	11,0	5,5	6,9	-0,1	-0,2	-3,5	0,0	6,6	25,5
4° trim.	5,7	3,5	3,9	15,1	5,9	6,8	-3,3	-0,7	-7,9	-1,4	-2,4	20,3
2013 1° trim.	4,4	0,8	5,6	15,5	4,3	6,0	-6,4	-4,1	-9,7	-1,4	-7,6	7,8
2012 dic.	5,2	3,3	5,2	16,3	4,6	6,6	-5,3	-2,8	-8,7	-2,1	-8,6	16,7
2013 gen.	4,8	2,3	5,8	16,0	4,2	7,5	-6,1	-3,0	-9,5	-1,7	-10,4	11,6
feb.	3,9	-0,1	5,3	15,1	4,0	5,1	-6,7	-4,7	-9,9	-1,1	-5,7	3,9
mar.	3,6	-2,6	6,1	14,3	5,0	4,1	-7,6	-6,3	-10,7	-1,0	-5,0	0,7
apr.	3,7	-2,6	6,5	15,2	4,8	4,6	-7,8	-6,4	-11,4	0,6	-3,9	0,5
mag.	3,6	-3,1	6,0	14,0	5,2	5,0	-7,8	-6,4	-12,4	1,7	1,3	-1,6
	In euro											
2011	6,5	4,0	3,6	6,7	8,1	7,3	-0,4	0,1	-6,6	-3,0	22,2	15,3
2012	5,7	5,0	2,0	10,8	5,9	7,2	-0,5	2,1	-6,5	-1,9	6,3	22,9
2012 2° trim.	5,5	5,4	1,5	8,5	5,7	6,5	0,7	2,0	-4,2	-3,0	7,9	25,3
3° trim.	5,3	4,9	0,7	11,4	5,5	6,4	0,2	2,6	-5,8	-0,1	6,3	25,5
4° trim.	5,8	3,9	3,3	16,4	5,9	6,3	-3,3	1,5	-10,0	-1,7	-2,9	20,5
2013 1° trim.	4,3	0,6	4,4	17,6	4,3	5,3	-6,5	-2,8	-11,0	-1,2	-8,4	7,9
2012 dic.	5,2	3,4	4,3	18,0	4,6	5,9	-5,3	-1,0	-10,2	-2,1	-9,2	16,9
2013 gen.	4,7	2,3	4,6	18,3	4,2	6,4	-6,3	-1,7	-11,0	-1,6	-11,2	11,4
feb.	3,7	-0,6	4,1	17,3	4,0	4,7	-6,9	-3,7	-11,4	-1,1	-6,4	4,2
mar.	3,5	-3,3	4,9	16,6	4,9	3,6	-7,4	-5,1	-11,2	0,3	-5,7	0,4
apr.	3,7	-3,0	5,1	17,5	4,8	4,6	-7,6	-5,3	-11,9	2,7	-4,6	-0,3
mag.	3,5	-3,8	4,2	15,8	5,1	4,9	-7,4	-5,8	-12,3	3,5	0,8	-1,9

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)

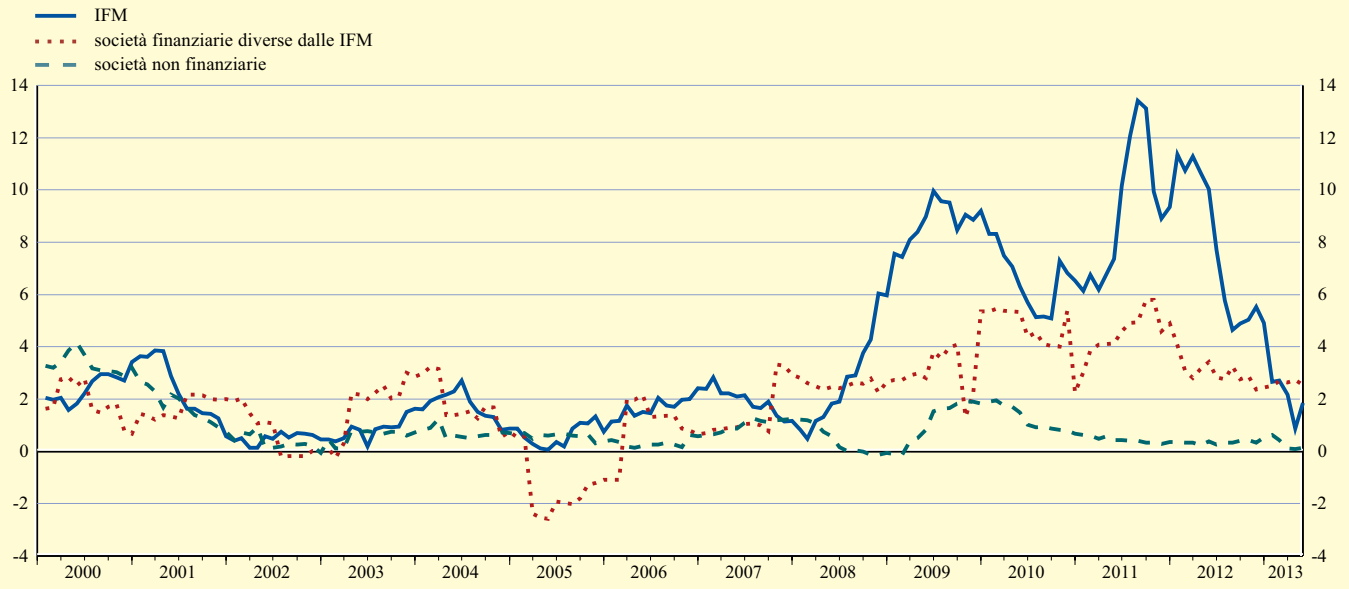
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(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 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.	3.878,2	106,1	1,6	339,3	9,3	270,4	4,9	3.268,5	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	365,5	2,5	3.837,1	0,6
feb.	4.629,2	107,1	0,8	416,1	2,7	359,1	2,7	3.854,0	0,4
mar.	4.632,6	106,9	0,5	381,0	2,2	363,4	2,6	3.888,3	0,1
apr.	4.732,0	106,8	0,3	411,4	0,9	383,7	2,7	3.936,9	0,1
mag.	4.853,2	107,0	0,5	443,6	1,9	396,5	2,5	4.013,1	0,1

F19 Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

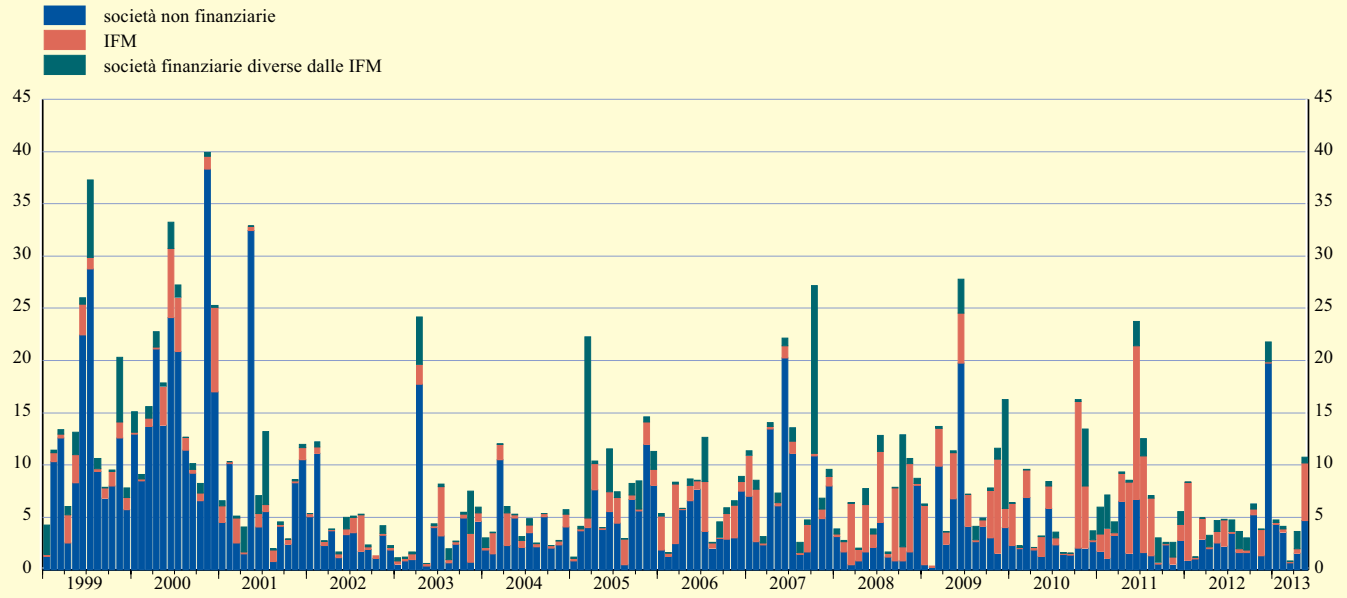
1) Per i dettagli del calcolo dell'indice e dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche.

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 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	1,1	4,4	1,5	0,0	1,5	1,2	0,0	1,2	2,8	1,1	1,7
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
mar.	0,7	10,6	-9,9	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,3	-0,3	0,6	10,1	-9,4
apr.	3,6	5,9	-2,3	0,4	5,2	-4,8	1,7	0,0	1,6	1,6	0,7	0,9
mag.	10,8	1,8	8,9	5,5	0,0	5,5	0,6	0,0	0,5	4,7	1,8	2,9

F20 Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente
(miliardi di euro; transazioni del mese; valori di mercato)



Fonte: BCE.

4.5 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro [1]

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

1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso [2]		A vista	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2012 lug.	0,45	2,80	2,89	2,62	1,70	1,86	0,47	1,14	2,01	2,53	1,26
ago.	0,44	2,66	2,76	2,51	1,68	1,82	0,46	1,10	2,12	2,42	1,01
set.	0,42	2,80	2,83	2,43	1,65	1,78	0,46	1,11	2,37	2,53	1,41
ott.	0,41	2,74	2,56	2,50	1,62	1,73	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	1,03	2,03	2,21	1,12
dic.	0,39	2,73	2,59	2,25	1,59	1,59	0,42	1,08	1,92	2,16	1,53
2013 gen.	0,37	2,61	2,37	2,42	1,53	1,53	0,39	1,09	2,00	2,16	1,17
feb.	0,36	2,44	2,23	2,29	1,39	1,48	0,40	1,05	1,99	2,08	0,63
mar.	0,36	2,29	2,17	2,28	1,37	1,43	0,40	0,93	1,85	1,99	1,00
apr.	0,34	2,33	2,10	2,25	1,36	1,36	0,38	0,96	1,70	1,90	0,68
mag.	0,33	2,04	2,06	2,25	1,31	1,30	0,38	0,83	1,86	1,98	0,48
giu.	0,32	1,88	1,88	2,12	1,30	1,27	0,38	0,88	1,65	1,77	0,72

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 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	3,24	4,25	3,33
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	16,93	5,35	6,05	7,55	6,94	2,87	3,25	3,25	3,45	3,41	3,15	4,12	3,01
2013 gen.	7,97	17,06	5,76	6,11	7,88	7,26	2,87	3,17	3,03	3,35	3,34	3,19	4,06	3,08
feb.	7,97	17,04	5,89	6,03	7,83	7,25	2,88	3,17	3,05	3,35	3,35	3,16	4,07	3,21
mar.	7,95	17,06	5,86	5,98	7,75	7,15	2,86	3,19	3,13	3,34	3,38	3,16	4,16	3,17
apr.	7,93	17,08	5,73	5,92	7,75	7,06	2,87	3,13	3,06	3,34	3,38	3,26	3,97	3,11
mag.	7,91	17,08	6,00	6,09	7,71	7,20	2,87	3,09	2,95	3,22	3,32	3,32	4,11	3,14
giu.	7,84	17,05	5,84	6,02	7,57	7,07	2,82	2,99	2,87	3,16	3,28	3,10	4,08	3,01

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 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	2,93	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	4,55	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	4,70	4,69	4,05	4,25	3,70	3,66	2,02	2,85	3,13	4,42	2,93	3,14
mar.	4,16	4,56	4,71	4,11	4,25	3,75	3,61	2,00	2,91	3,07	4,06	2,85	2,85
apr.	4,15	4,78	4,73	4,16	4,07	3,62	3,58	2,14	2,77	3,21	4,16	3,00	2,94
mag.	4,10	4,76	4,76	4,12	4,12	3,61	3,48	2,10	2,71	3,21	3,52	2,68	2,79
giu.	4,12	4,60	4,56	4,04	4,24	3,57	3,41	2,05	2,60	3,00	2,96	2,71	3,12

Fonte: BCE.

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

2) Per questa categoria di strumenti, i dati relativi alle famiglie e alle società non finanziarie devono essere uniti e attribuiti al settore famiglie, dato che le consistenze relative alle società non finanziarie sono trascurabili rispetto a quelle del settore delle famiglie nell'insieme degli Stati membri partecipanti.

3) Questa categoria di strumenti non include debito da carte di credito a saldo, ovvero con concessione di credito a tasso zero nel ciclo di fatturazione.

4) Il tasso annuo effettivo globale (TAEG) copre il costo totale del prestito. Quest'ultimo comprende una componente relativa al tasso d'interesse e una componente relativa ad altre spese (accessorie) come i costi d'istruttoria, d'amministrazione, per la preparazione dei documenti, per le garanzie.

4.5 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro [1] *

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

4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)

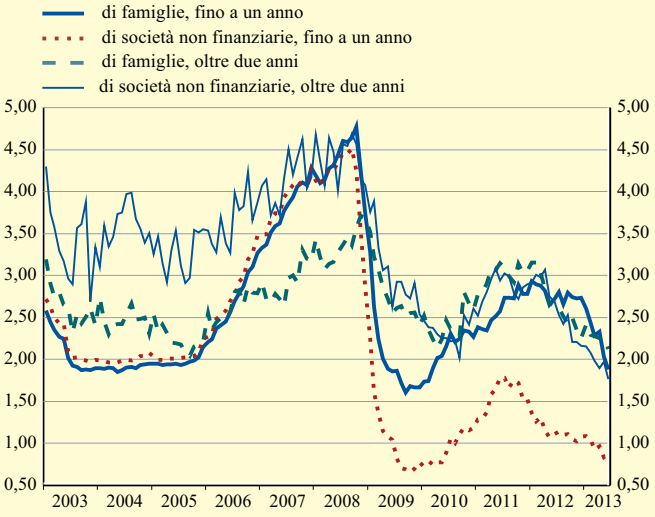
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista [2]	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso [2, 3]		A vista [2]	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2012 lug.	0,45	2,72	2,78	1,70	1,86	0,47	1,89	3,04	2,47
ago.	0,44	2,70	2,78	1,68	1,82	0,46	1,84	3,01	2,46
set.	0,42	2,69	2,79	1,65	1,78	0,46	1,82	3,02	2,61
ott.	0,41	2,67	2,74	1,62	1,73	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.	0,37	2,58	2,71	1,53	1,53	0,39	1,75	2,88	2,32
feb.	0,36	2,58	2,75	1,39	1,48	0,40	1,72	2,93	1,99
mar.	0,36	2,53	2,70	1,37	1,43	0,40	1,65	2,89	2,18
apr.	0,34	2,47	2,70	1,36	1,36	0,38	1,60	2,83	1,99
mag.	0,33	2,41	2,67	1,31	1,30	0,38	1,57	2,79	1,62
giu.	0,32	2,36	2,67	1,30	1,27	0,38	1,51	2,75	1,74

5. Tassi di interesse sui prestiti (consistenze)

	Prestiti alle famiglie						Prestiti a società non finanziarie		
	Prestiti per acquisto di abitazione con durata prestabilita			Credito al consumo e altri prestiti con durata prestabilita			Con durata prestabilita		
	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2012 lug.	3,77	3,55	3,72	7,78	6,26	5,08	3,89	3,47	3,40
ago.	3,73	3,52	3,67	7,77	6,23	5,05	3,81	3,41	3,36
set.	3,71	3,51	3,67	7,80	6,30	5,03	3,78	3,40	3,34
ott.	3,64	3,45	3,61	7,75	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	3,36	3,52	7,76	6,21	4,89	3,73	3,26	3,17
feb.	3,45	3,35	3,51	7,77	6,24	4,91	3,72	3,26	3,19
mar.	3,50	3,36	3,49	7,79	6,21	4,89	3,68	3,25	3,16
apr.	3,49	3,33	3,49	7,73	6,19	4,88	3,66	3,25	3,15
mag.	3,47	3,30	3,46	7,65	6,14	4,86	3,65	3,24	3,13
giu.	3,50	3,29	3,43	7,62	6,18	4,87	3,61	3,24	3,14

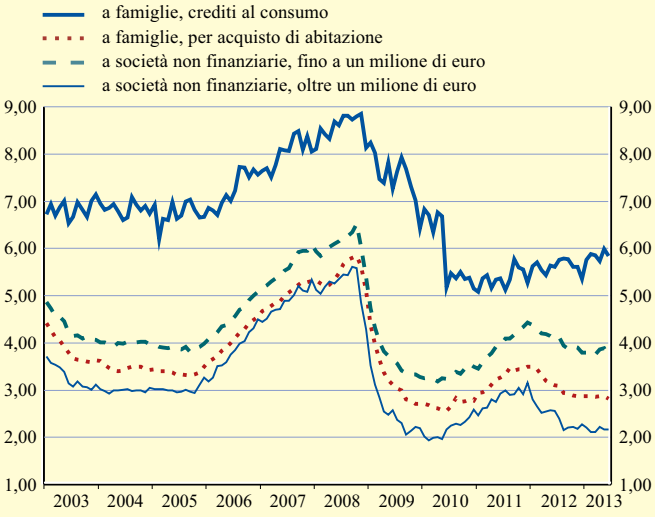
F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

(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.

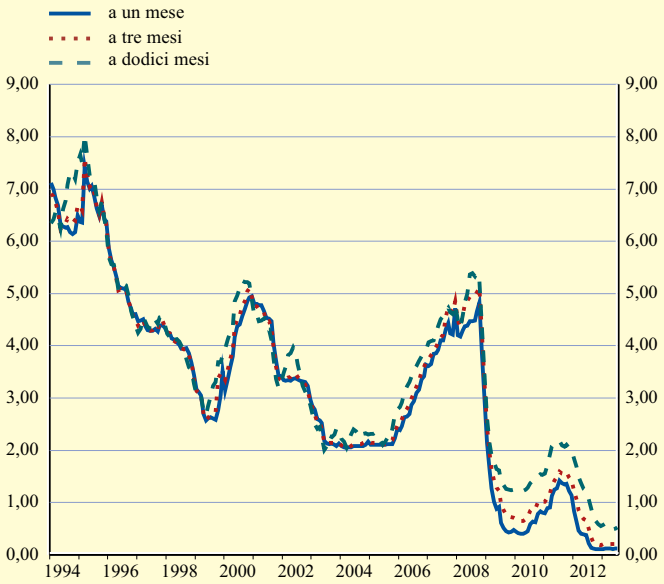
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

(valori percentuali in ragione d'anno; medie nel periodo)

	Area dell'euro [1), 2)]					Stati Uniti	Giappone
	Depositi *overnight* (Eonia)	Depositi a un mese (Euribor)	Depositi a tre mesi (Euribor)	Depositi a sei mesi (Euribor)	Depositi a dodici mesi (Euribor)	Depositi a tre mesi (Libor)	Depositi a tre mesi (Libor)
	1	2	3	4	5	6	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 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
2° trim.	0,08	0,12	0,21	0,31	0,51	0,28	0,16
2012 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
mag.	0,08	0,11	0,20	0,30	0,48	0,27	0,16
giu.	0,09	0,12	0,21	0,32	0,51	0,27	0,15
lug.	0,09	0,13	0,22	0,34	0,53	0,27	0,16

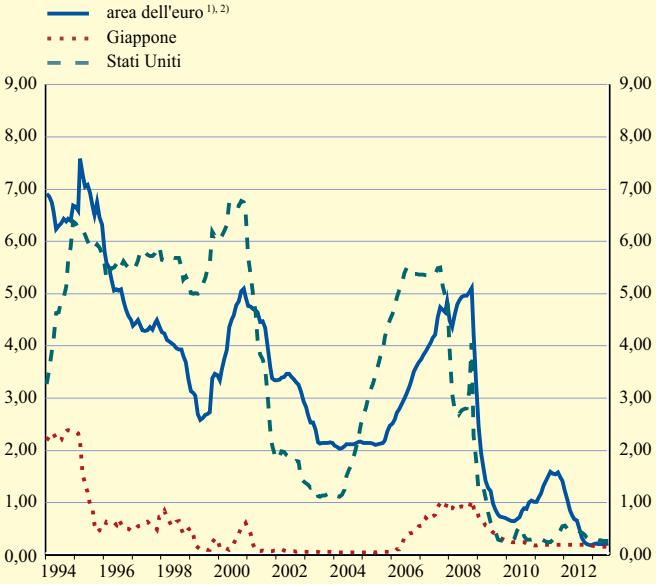
F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro [1), 2)]

(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.

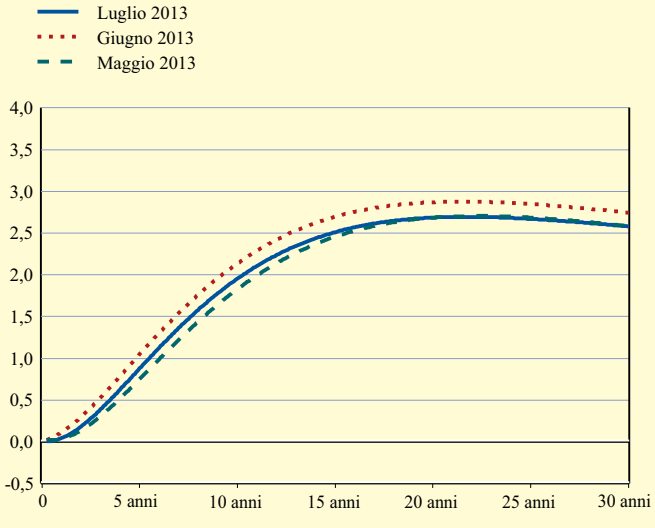
4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro [1)]

(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	0,11	0,30	1,05	1,54	2,14	2,11	1,84	0,27	0,73	2,35	3,78
2012 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
mag.	0,02	0,03	0,13	0,75	1,22	1,84	1,82	1,71	0,08	0,41	1,95	3,62
giu.	0,03	0,11	0,30	1,05	1,54	2,14	2,11	1,84	0,27	0,73	2,35	3,78
lug.	0,01	0,04	0,18	0,88	1,36	1,95	1,95	1,77	0,14	0,54	2,14	3,59

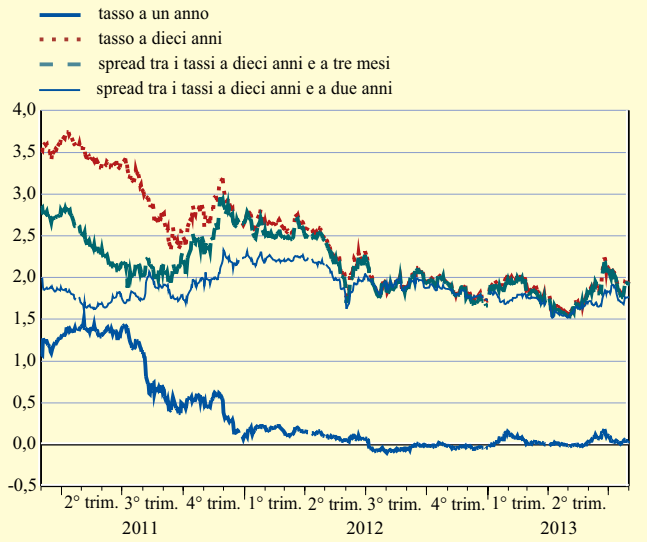
F25 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro [2)]

(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.

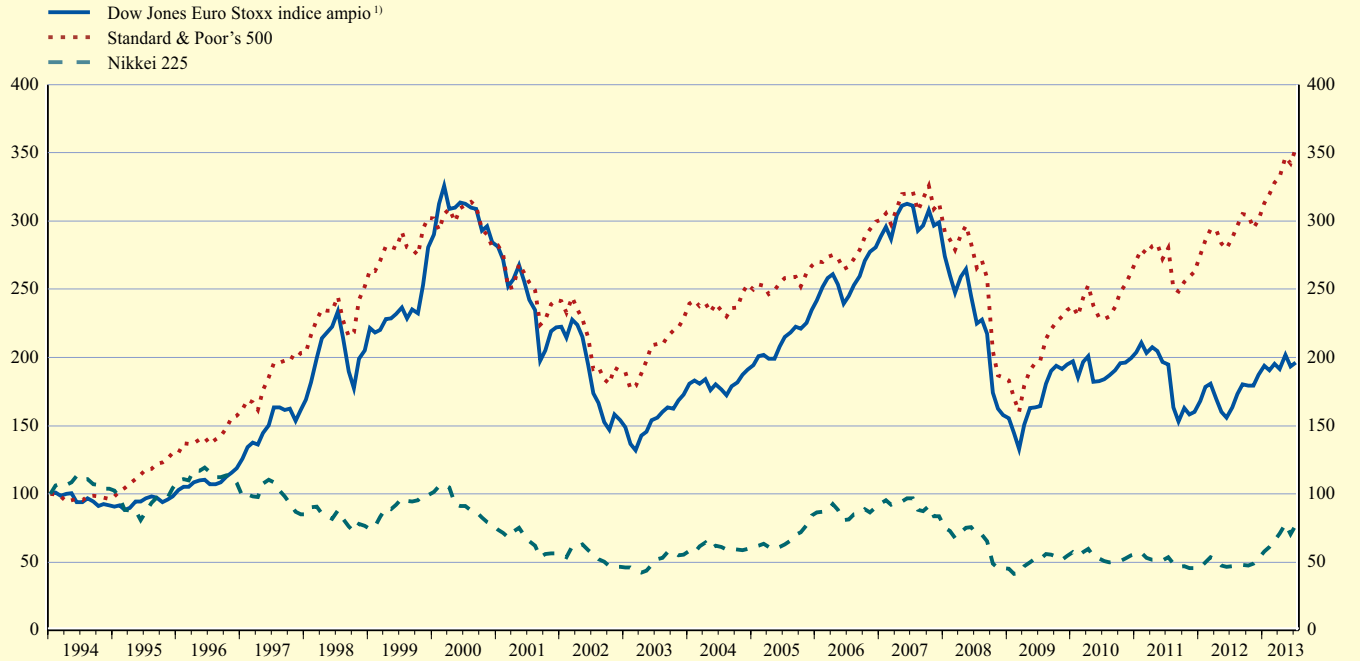
1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

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											
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petrolifero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	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 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
2° trim.	271,8	2.696,1	574,6	188,6	458,8	303,7	141,5	383,0	259,3	226,1	239,3	653,6	1.609,5	13.629,3
2012 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
mag.	280,2	2.785,8	590,1	192,5	472,0	315,0	147,5	392,7	267,1	232,0	248,7	668,7	1.639,8	14.532,4
giu.	268,3	2.655,8	571,1	185,9	453,0	294,9	140,4	381,3	259,5	220,4	229,2	639,2	1.618,8	13.106,6
lug.	272,4	2.686,5	569,6	193,1	465,9	298,7	142,0	389,5	268,1	215,1	231,5	642,5	1.668,7	14.317,5

F27 Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225
(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



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

PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [1]

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati [2]	
	Indice 2005 = 100	Totale	Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici	Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
in perc. del totale nel 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 2° trim.	115,9	2,5	1,8	3,0	1,8	0,5	0,6	0,7	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	0,5	0,1	1,0	0,4	1,7	3,1
2° trim.	117,5	1,4	1,3	1,5	1,3	0,1	0,5	1,5	0,1	-1,8	0,2	1,3	2,2
2013 feb.	116,1	1,8	1,4	2,1	1,5	0,2	0,2	-0,3	0,1	1,2	0,1	1,7	3,1
mar.	117,5	1,7	1,6	1,7	1,8	0,1	0,2	0,3	0,1	-0,6	0,3	1,5	3,1
apr.	117,4	1,2	1,1	1,2	1,1	-0,3	0,1	0,5	0,0	-1,0	-0,5	1,0	2,3
mag.	117,5	1,4	1,3	1,4	1,5	0,2	0,2	0,8	0,0	-1,2	0,5	1,3	2,2
giu.	117,6	1,6	1,3	1,7	1,4	0,2	0,2	0,9	0,0	0,1	0,2	1,5	2,1
lug. [3]	117,0	1,6	.	.	1,4	.	.	.	.	0,9	.	.	.

	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 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
2° trim.	3,1	2,1	4,8	0,6	0,8	0,3	1,6	1,3	2,5	-4,5	2,0	0,9
2013 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.	2,9	2,1	4,2	0,5	0,8	-0,4	1,7	1,3	2,4	-4,8	1,5	0,8
mag.	3,2	2,1	5,1	0,5	0,8	-0,2	1,6	1,4	2,8	-4,2	2,2	1,0
giu.	3,2	2,1	5,0	1,0	0,7	1,6	1,6	1,3	2,4	-4,6	2,4	0,9
lug. [3]	3,5	.	.	.	0,4	1,6	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2) Queste statistiche a carattere sperimentale forniscono solo una misura approssimata dei prezzi amministrati dato che le variazioni dei prezzi amministrati non possono essere completamente depurate da altri influssi. Si prega di consultare all'indirizzo Eurostat http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/introduction una nota esplicativa sulla metodologia utilizzata nella compilazione di questo indicatore.

3) Stime basate su dati nazionali provvisori che di norma coprono il 95 per cento dell'area dell'euro, nonché su anticipazioni relative ai prezzi dei beni energetici.

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni										Prezzi delle costruzioni [1]	Prezzi degli immobili residenziali [2]
	Totale (indice 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			
in perc. del totale nel 2010	100,0	100,0	75,4	68,1	27,5	18,7	21,9	2,2	19,7	31,9		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2009	97,4	-4,8	-5,1	-2,8	-5,4	0,4	-2,1	1,2	-2,5	-10,9	0,3	-3,4
2010	100,0	2,7	3,3	1,7	3,6	0,3	0,4	0,7	0,4	5,5	2,0	1,2
2011	105,8	5,8	5,4	3,9	5,9	1,5	3,3	1,9	3,4	11,0	3,3	1,3
2012	108,9	2,9	2,1	1,4	0,8	1,0	2,5	1,6	2,6	6,4	1,6	-1,7
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	-0,5
2° trim.	108,7	2,7	1,7	1,2	0,4	1,1	2,1	1,7	2,2	6,1	1,8	-1,2
3° trim.	109,3	2,6	1,9	1,1	0,3	0,9	2,3	1,5	2,4	6,0	1,4	-2,8
4° trim.	109,4	2,4	2,0	1,6	1,4	0,8	2,5	1,1	2,6	4,2	1,3	-2,2
2013 1° trim.	109,7	1,2	0,8	1,2	0,8	0,8	2,1	0,7	2,3	1,2	1,0	-2,9
2012 dic.	109,2	2,3	1,7	1,7	1,6	0,9	2,4	1,0	2,6	3,6	-	-
2013 gen.	109,6	1,7	1,2	1,5	1,3	0,8	2,3	0,8	2,5	2,2	-	-
feb.	109,8	1,3	1,0	1,3	0,8	0,8	2,1	0,6	2,3	1,6	-	-
mar.	109,6	0,6	0,2	1,0	0,4	0,7	1,9	0,6	2,1	-0,3	-	-
apr.	108,8	-0,2	-0,5	0,6	-0,3	0,6	1,8	0,7	1,9	-2,1	-	-
mag.	108,6	-0,1	-0,2	0,5	-0,5	0,6	1,9	0,7	2,0	-1,8	-	-

3. Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

	Prezzo del petrolio [3] (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche						Deflatori del PIL							
		Ponderati in base alle importazioni [4]			Ponderati in base all'utilizzo [5]			Totale (destagionalizzato; indice 2000=100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni [6]	Importazioni [6]
		Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi		
in perc. del totale		100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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	108,0	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	109,3	1,2	2,1	2,5	0,8	2,1	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	1,0	1,1	1,5	2,4
2012 2° trim.	84,6	-1,1	-3,4	0,1	1,1	4,1	-1,2	110,6	1,3	1,7	2,1	1,2	1,1	1,4	2,3
3° trim.	87,3	5,3	10,4	2,7	7,8	16,0	1,6	111,0	1,3	1,7	2,1	1,3	0,9	1,6	2,4
4° trim.	84,4	4,4	6,0	3,7	7,0	10,2	4,5	111,3	1,3	1,5	1,8	0,4	0,7	1,2	1,6
2013 1° trim.	85,0	-3,0	-2,4	-3,3	-1,6	0,0	-2,8	112,0	1,6	1,4	1,3	1,5	0,5	0,1	-0,4
2° trim.	79,0	-5,2	-4,0	-5,8	-4,3	-2,0	-6,2	.	.	.	.	.	.	.	.
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	-0,4	-2,2	-0,7	1,2	-2,2	-	-	-	-	-	-	-	-
apr.	79,3	-3,5	-3,1	-3,7	-2,0	0,3	-3,8	-	-	-	-	-	-	-	-
mag.	79,2	-4,8	-3,3	-5,5	-4,0	-1,5	-6,0	-	-	-	-	-	-	-	-
giu.	78,3	-7,3	-5,7	-8,2	-6,9	-4,8	-8,6	-	-	-	-	-	-	-	-

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

1) Prezzi degli *input* delle costruzioni residenziali.

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

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

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

5) Si riferisce a prezzi espressi in euro. Ponderati sulla base della domanda interna (prodotto interno al lordo delle importazioni e al netto delle esportazioni) dell'area dell'euro nel periodo 2004-06. Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni cfr. http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html).

6) I deflatori delle importazioni e delle esportazioni si riferiscono a beni e servizi e includono il commercio tra i paesi dell'area dell'euro.

5.1 IAPC, altri prezzi e costi
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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)	Totale	Per settore di attività									
			Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione,	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amm. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artisitche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Costo del lavoro per unità di prodotto [1]											
2011	110,5	0,9	-2,9	0,0	0,9	0,8	2,1	0,6	4,2	2,9	0,4	1,3
2012	112,3	1,6	2,1	2,6	2,5	1,6	2,9	1,1	0,6	1,9	0,5	2,2
2012 2° trim.	112,1	1,5	1,5	2,7	1,7	1,0	2,1	0,7	1,2	1,5	0,7	1,5
3° trim.	112,4	1,9	3,1	2,4	2,2	1,9	2,8	1,0	0,7	2,7	1,1	2,5
4° trim.	113,0	1,6	3,5	2,7	3,9	2,0	4,3	1,0	-0,9	2,0	-0,5	2,9
2013 1° trim.	113,9	2,0	0,7	3,6	2,2	1,4	3,2	0,8	-1,0	2,3	1,2	1,5
	Redditi per occupato											
2011	114,3	2,1	2,0	3,3	3,9	1,6	2,6	1,3	2,3	2,9	1,1	1,7
2012	116,2	1,7	1,3	2,6	2,9	1,5	2,1	1,3	1,1	2,1	0,9	1,8
2012 2° trim.	116,1	1,8	1,3	2,9	2,7	1,6	2,1	0,9	0,7	2,3	1,0	1,7
3° trim.	116,5	1,9	1,1	2,8	3,2	1,7	2,1	1,1	0,5	2,2	1,4	1,4
4° trim.	116,8	1,4	1,1	2,8	3,4	1,4	1,9	1,5	1,4	1,5	0,1	1,7
2013 1° trim.	117,8	1,8	1,9	2,9	2,9	1,1	1,3	1,9	0,8	1,9	1,5	0,7
	Produttività del lavoro per occupato [2]											
2011	103,4	1,2	5,0	3,3	3,0	0,9	0,5	0,7	-1,8	0,1	0,7	0,4
2012	103,5	0,1	-0,8	-0,1	0,5	0,0	-0,8	0,2	0,5	0,2	0,4	-0,4
2012 2° trim.	103,6	0,3	-0,1	0,2	1,0	0,6	0,0	0,2	-0,5	0,8	0,3	0,2
3° trim.	103,6	0,0	-1,9	0,3	1,0	-0,2	-0,7	0,1	-0,2	-0,5	0,3	-1,1
4° trim.	103,3	-0,2	-2,3	0,1	-0,5	-0,6	-2,3	0,5	2,3	-0,4	0,6	-1,2
2013 1° trim.	103,5	-0,2	1,2	-0,6	0,7	-0,3	-1,9	1,1	1,7	-0,4	0,3	-0,8
	Redditi per ora lavorata											
2011	115,8	1,9	0,5	2,4	4,4	1,8	2,5	1,1	1,6	2,7	1,0	1,7
2012	118,6	2,4	3,1	3,6	4,7	2,2	2,1	1,4	1,6	2,2	1,0	2,5
2012 2° trim.	118,8	2,6	2,4	4,1	4,9	2,4	1,8	0,9	0,3	2,2	1,3	2,5
3° trim.	118,9	2,6	2,4	4,0	5,1	2,5	1,9	1,1	0,5	2,2	1,7	1,9
4° trim.	119,5	2,1	3,6	3,9	4,9	2,1	2,1	2,1	3,9	1,9	0,0	2,7
2013 1° trim.	121,1	3,1	3,8	4,8	5,8	2,3	1,9	3,3	3,8	2,6	2,3	2,0
	Produttività per ora lavorata [2]											
2011	105,4	1,2	5,8	2,5	3,1	1,0	0,4	0,6	-2,5	-0,1	0,6	0,4
2012	106,1	0,7	-0,2	0,9	1,8	0,6	-0,7	0,2	1,2	0,4	0,6	0,3
2012 2° trim.	106,5	1,1	0,2	1,3	2,8	1,3	0,0	0,2	-0,2	0,9	0,6	1,0
3° trim.	106,2	0,5	-1,7	1,5	2,5	0,2	-1,0	0,0	0,5	-0,5	0,5	-0,5
4° trim.	106,3	0,6	-1,6	1,2	0,7	0,2	-1,8	1,0	4,1	0,2	0,6	-0,1
2013 1° trim.	107,0	1,1	1,1	1,3	3,3	0,6	-1,1	2,3	3,8	0,7	1,2	0,7

5. Indicatori del costo del lavoro [3]

	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 manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
in perc. del totale nel 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2011	106,5	2,1	2,0	2,8	3,1	2,6	2,5	2,0
2012	108,2	1,5	1,7	1,2	2,4	2,3	1,9	2,1
2012 2° trim.	112,0	1,7	1,9	1,3	2,8	2,8	2,2	2,2
3° trim.	105,7	1,7	1,9	1,2	2,8	2,4	1,9	2,2
4° trim.	114,4	1,3	1,4	0,9	2,7	2,1	1,7	2,2
2013 1° trim.	102,1	1,6	1,7	1,4	3,3	1,8	1,3	2,0

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat (tavola 4 della sezione 5.1) ed elaborazioni della BCE (colonna 8 nella tavola 5 della sezione 5.1).

1) Rapporto tra i redditi (a prezzi correnti) per occupato e la produttività del lavoro per occupato.

2) PIL totale e valore aggiunto per branca di attività economica (volumi) per input di lavoro (in termini di occupati o di ore lavorate).

3) Costo orario del lavoro nell'intera economia, al netto di agricoltura, silvicoltura e pesca. A causa della diversa definizione dei settori compresi, le stime delle componenti potrebbero non essere coerenti con il totale.

4) Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni cfr. http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html).

5.2 Produzione e domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

1. PIL e componenti della domanda

	PIL								
	Totale	Domanda interna					Bilancia commerciale [1]		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte [2]	Totale	Esportazioni [1]	Importazioni [1]
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	A prezzi correnti (miliardi di euro)								
2009	8.922,3	8.804,1	5.134,2	1.988,2	1.730,7	-49,1	118,2	3.285,4	3.167,2
2010	9.174,6	9.053,9	5.272,2	2.016,7	1.740,4	24,5	120,7	3.768,7	3.648,0
2011	9.425,0	9.292,9	5.414,3	2.030,9	1.800,9	46,8	132,1	4.149,3	4.017,2
2012	9.489,8	9.240,5	5.455,3	2.043,5	1.741,2	0,5	249,3	4.327,8	4.078,5
2012 1° trim.	2.368,8	2.321,1	1.364,4	510,3	444,6	1,7	47,7	1.067,0	1.019,3
2° trim.	2.372,9	2.312,6	1.361,2	511,5	436,4	3,5	60,3	1.082,0	1.021,7
3° trim.	2.378,2	2.307,9	1.363,9	511,2	433,7	-1,0	70,4	1.096,8	1.026,4
4° trim.	2.371,1	2.299,2	1.363,5	510,5	428,3	-3,0	71,9	1.085,6	1.013,7
2013 1° trim.	2.379,2	2.301,8	1.365,2	515,1	420,5	1,0	77,3	1.073,8	996,5
	in percentuale del PIL								
2012	100,0	97,4	57,5	21,5	18,3	0,0	2,6	-	-
	Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)								
	variazioni percentuali sul trimestre precedente								
2012 1° trim.	-0,1	-0,4	-0,2	-0,1	-1,3	-	-	0,8	0,0
2° trim.	-0,2	-0,7	-0,5	-0,3	-1,8	-	-	1,5	0,3
3° trim.	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1	-0,8	-	-	0,8	0,2
4° trim.	-0,6	-0,7	-0,6	0,0	-1,5	-	-	-0,9	-1,2
2013 1° trim.	-0,3	-0,4	0,0	-0,2	-1,9	-	-	-0,9	-1,2
	variazioni percentuali sul periodo corrispondente								
2009	-4,4	-3,8	-1,0	2,6	-12,7	-	-	-12,4	-11,1
2010	2,0	1,3	1,0	0,8	-0,3	-	-	11,2	9,7
2011	1,5	0,6	0,2	-0,1	1,4	-	-	6,3	4,2
2012	-0,6	-2,2	-1,3	-0,4	-4,3	-	-	2,7	-0,8
2012 1° trim.	-0,1	-1,6	-1,1	-0,2	-2,8	-	-	2,6	-0,9
2° trim.	-0,5	-2,3	-1,2	-0,4	-4,1	-	-	3,7	-0,5
3° trim.	-0,7	-2,5	-1,6	-0,4	-4,5	-	-	3,2	-0,8
4° trim.	-0,9	-2,3	-1,5	-0,5	-5,3	-	-	2,2	-0,6
2013 1° trim.	-1,1	-2,2	-1,3	-0,5	-5,9	-	-	0,5	-1,9
	contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali								
2012 1° trim.	-0,1	-0,4	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,3	-	-
2° trim.	-0,2	-0,7	-0,3	-0,1	-0,3	0,0	0,5	-	-
3° trim.	-0,1	-0,4	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	0,3	-	-
4° trim.	-0,6	-0,7	-0,4	0,0	-0,3	-0,1	0,1	-	-
2013 1° trim.	-0,3	-0,4	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,1	-	-
	contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali								
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	1,5	0,6	0,1	0,0	0,3	0,2	0,9	-	-
2012	-0,6	-2,1	-0,8	-0,1	-0,8	-0,5	1,6	-	-
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	-0,8	-0,7	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	-1,0	-0,2	1,3	-	-
2013 1° trim.	-1,1	-2,2	-0,7	-0,1	-1,1	-0,3	1,0	-	-

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) Incluse le acquisizioni nette di oggetti di valore.

5.2 Produzione e domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

2. Valore aggiunto per branca di attività economica

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministraz. 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
	A prezzi correnti (miliardi di euro)											
2009	8.028,4	124,0	1.461,4	531,7	1.537,8	369,8	421,3	902,0	803,9	1.581,6	295,0	893,9
2010	8.232,7	135,9	1.568,6	499,5	1.579,5	369,2	438,8	912,3	819,1	1.610,0	299,8	941,9
2011	8.451,4	144,8	1.642,0	505,7	1.627,8	368,7	436,8	942,9	847,4	1.629,5	305,7	973,6
2012	8.511,8	150,3	1.647,7	493,2	1.641,5	364,9	431,7	959,3	865,9	1.645,5	311,8	977,9
2012 1° trim.	2.125,9	36,9	410,8	125,4	409,2	92,3	109,8	237,5	215,6	410,8	77,5	242,9
2° trim.	2.128,3	37,0	412,0	124,0	409,0	91,6	108,9	239,6	216,2	412,6	77,4	244,6
3° trim.	2.132,8	37,6	414,6	122,7	410,5	91,1	107,1	240,6	217,3	412,9	78,4	245,4
4° trim.	2.125,9	38,6	411,1	121,1	412,7	90,1	106,0	241,6	216,9	409,3	78,6	245,2
2013 1° trim.	2.138,3	38,8	411,8	120,3	412,4	89,2	109,6	242,8	218,0	416,5	78,9	240,9
	in percentuale del valore aggiunto											
2012	100,0	1,8	19,4	5,8	19,3	4,3	5,1	11,3	10,2	19,3	3,7	-
	Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)											
	variazioni percentuali sul trimestre precedente											
2012 1° trim.	-0,1	-1,6	0,4	-1,5	-0,1	0,0	-0,5	0,2	0,4	-0,2	0,1	0,1
2° trim.	-0,1	-0,5	-0,2	-1,3	-0,2	0,1	-0,2	0,2	-0,1	0,3	-0,4	-0,7
3° trim.	-0,1	-1,4	0,2	-1,2	-0,4	0,0	-0,2	0,2	0,2	-0,1	0,3	-0,2
4° trim.	-0,5	-0,3	-1,7	-1,6	-0,8	-0,5	0,1	0,3	-0,5	0,4	0,2	-1,1
2013 1° trim.	-0,2	0,8	-0,4	-0,9	0,2	-0,5	0,1	-0,4	0,2	-0,5	-0,4	-0,6
	variazioni percentuali sul periodo corrispondente											
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	8,9	-5,6	2,2	2,0	0,4	-0,6	1,5	1,2	0,1	1,5
2011	1,7	2,8	3,4	-1,0	1,7	1,8	0,3	1,3	2,7	0,9	0,4	0,2
2012	-0,5	-2,4	-1,1	-4,3	-0,8	0,7	-0,6	0,8	0,9	0,1	0,2	-1,7
2012 1° trim.	0,0	-0,1	-0,8	-3,8	0,1	1,3	-0,2	1,0	1,9	0,2	0,5	-1,4
2° trim.	-0,3	-1,7	-1,0	-3,7	-0,4	1,3	-0,3	0,7	1,0	0,0	0,2	-2,0
3° trim.	-0,6	-3,4	-0,8	-4,1	-1,1	0,8	-1,0	0,7	0,7	-0,2	0,3	-1,5
4° trim.	-0,8	-3,7	-1,3	-5,4	-1,6	-0,3	-0,7	0,9	0,0	0,3	0,2	-2,0
2013 1° trim.	-1,0	-1,3	-2,1	-4,9	-1,2	-0,8	-0,2	0,4	-0,2	0,0	-0,4	-2,6
	contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali											
2012 1° trim.	-0,1	0,0	0,1	-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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	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	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2013 1° trim.	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-
	contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali											
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	1,7	0,0	0,7	-0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2012	-0,5	0,0	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2012 1° trim.	0,0	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	-
2° trim.	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
3° trim.	-0,6	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-
4° trim.	-0,8	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2013 1° trim.	-1,0	0,0	-0,4	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5.2 Produzione e domanda

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

3. Produzione industriale

	Totale	Industria escluse le costruzioni										Costruzioni
		Totale (dest.; indice 2010 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e i beni energetici						Beni energetici	
				Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo				
								Totale	Durevoli	Non durevoli		
in perc. del totale nel 2010	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	4,0	100,0	7,3	7,7	7,7	10,0	8,9	2,8	2,7	2,9	3,9	-7,8
2011	2,1	103,2	3,2	4,4	4,5	3,8	8,2	0,8	0,6	0,8	-4,7	-2,1
2012	-3,0	100,8	-2,4	-2,6	-2,7	-4,3	-1,1	-2,4	-4,5	-2,1	-0,2	-5,4
2012 2° trim.	-3,0	101,1	-2,3	-2,7	-2,9	-4,4	-1,2	-2,8	-4,4	-2,5	2,1	-6,2
3° trim.	-2,7	101,2	-2,2	-2,3	-2,5	-4,2	-0,8	-2,2	-5,3	-1,8	0,0	-4,7
4° trim.	-3,3	99,2	-3,1	-3,4	-3,6	-4,8	-3,3	-2,0	-5,0	-1,6	-0,3	-4,3
2013 1° trim.	-2,9	99,3	-2,4	-2,8	-3,0	-3,7	-3,7	-0,9	-4,6	-0,5	0,0	-5,6
2013 gen.	-3,8	98,9	-2,5	-2,8	-2,8	-3,9	-3,9	0,2	-7,3	1,3	-1,0	-10,1
feb.	-2,4	99,1	-3,3	-2,5	-2,7	-2,9	-3,9	-0,6	-5,0	-0,1	-6,7	2,2
mar.	-2,5	100,0	-1,5	-3,0	-3,3	-4,1	-3,2	-2,3	-1,9	-2,5	8,7	-7,6
apr.	-1,8	100,5	-0,6	-0,5	-0,7	-2,5	1,4	-0,4	-4,8	0,4	-0,6	-6,8
mag.	-1,8	100,2	-1,3	-1,5	-1,6	-2,6	-0,9	-0,7	-6,2	0,1	0,2	-5,1
	variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)											
2013 gen.	-0,9	-	-0,5	-0,7	-0,5	0,1	-1,8	-0,3	-2,0	-0,3	0,1	-3,1
feb.	0,4	-	0,3	0,1	-0,1	-0,2	0,9	-1,4	0,9	-1,5	1,7	0,6
mar.	0,2	-	0,9	0,3	0,4	0,1	1,1	0,2	1,6	0,0	3,8	-1,8
apr.	0,6	-	0,5	1,0	0,8	0,1	2,5	0,2	-1,9	0,7	-1,4	1,0
mag.	-0,4	-	-0,3	-0,4	-0,2	0,4	-1,5	0,3	-2,3	0,6	0,1	-0,3

4. Nuovi ordinativi e fatturato nell'industria, vendite al dettaglio e immatricolazioni di nuove autovetture

	Indicatore dei nuovi ordinativi nell'industria [1]		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio (incluso il carburante per autoveicoli)								Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	A prezzi costanti								
	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	Migliaia (dest.) [2]	Totale
										Tessili, vestiario, calzature	Elettro-domestici			
in perc. del totale nel 2010	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	40,1	51,1	9,4	11,9	8,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2010	100,0	17,7	100,0	10,3	2,1	100,0	0,6	0,3	1,4	2,2	0,2	-3,0	843	-8,5
2011	108,6	8,6	109,2	9,1	1,8	99,7	-0,3	-1,0	0,5	1,3	-0,2	-3,3	838	-1,1
2012	104,5	-3,7	108,7	-0,5	0,5	98,0	-1,8	-1,3	-1,7	-4,2	-2,6	-5,1	744	-11,0
2012 3° trim.	104,7	-2,9	109,2	-0,7	0,8	98,2	-1,4	-0,8	-1,5	-2,7	-2,0	-4,4	721	-12,7
4° trim.	103,3	-2,2	107,2	-1,7	-0,8	96,8	-2,7	-2,0	-2,8	-4,7	-4,4	-5,4	709	-14,2
2013 1° trim.	103,0	-2,2	106,8	-2,6	-1,1	97,1	-1,8	-1,6	-2,0	-3,9	-4,4	-3,4	688	-11,3
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	708	-7,2
2013 feb.	102,6	-2,2	106,5	-2,9	-0,9	97,1	-1,7	-2,5	-1,7	0,1	-3,6	-2,5	698	-8,8
mar.	103,9	-2,2	107,3	-2,7	-1,5	96,9	-2,0	-0,5	-3,2	-9,8	-5,5	-1,9	700	-10,9
apr.	102,4	-2,5	107,2	-1,7	-0,6	96,7	-1,0	-2,5	0,3	2,8	-3,8	0,3	710	-6,5
mag.	103,6	-1,8	.	.	0,5	97,7	-0,1	-1,5	0,8	.	.	-1,9	704	-8,0
giu.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	711	-7,2
	variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2013 feb.	-	0,1	-	-0,1	-0,2	-	-0,3	-0,3	-0,7	0,3	-1,1	-0,9	-	4,8
mar.	-	1,2	-	0,7	-0,1	-	-0,2	0,8	-0,8	-4,5	-0,9	1,0	-	0,3
apr.	-	-1,4	-	-0,1	-0,3	-	-0,2	-1,3	0,8	2,4	-0,1	0,4	-	1,5
mag.	-	1,1	-	.	1,1	-	1,0	0,9	0,9	.	.	-1,9	-	-1,0
giu.	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	.	-	1,0

Fonti: Eurostat, eccetto le colonne 1 e 2 nella tavola 4 (che riportano elaborazioni sperimentali della BCE basate su dati nazionali) e le colonne 13 e 14 nella tavola 4 (che riportano elaborazioni della BCE basate sui dati di fonte ACEA, Associazione europea dei costruttori di automobili).

1) Per ulteriori dettagli, cfr. de Bondt, G.J., Dieden, H.C., Muzikarova, S. e Vincze, I., "Introducing the ECB indicator on euro area industrial new orders", *Occasional Paper Series*, n. 149, BCE Francoforte sul Meno, giugno 2013.

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

5.2 Produzione e domanda

(saldi percentuali [1], 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					Clima di fiducia delle famiglie				
		Clima di fiducia				Capacità utilizzata [3] (in perc.)	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	-28,7	-56,6	14,8	-14,9	71,0	-24,8	-7,0	-26,1	55,3	-10,7
2010	101,1	-4,5	-24,2	1,0	11,6	77,1	-14,2	-5,3	-12,3	31,2	-8,0
2011	101,8	0,2	-6,4	2,3	9,4	80,6	-14,5	-7,4	-18,1	23,2	-9,1
2012	90,4	-11,7	-24,3	6,8	-4,0	78,6	-22,3	-11,2	-27,6	38,4	-12,0
2012 2° trim.	92,3	-10,5	-21,9	6,5	-3,0	79,1	-19,5	-10,3	-24,2	32,3	-10,9
3° trim.	87,4	-14,9	-28,6	8,1	-8,1	77,7	-23,8	-11,8	-30,4	40,7	-12,4
4° trim.	86,8	-15,4	-32,0	6,8	-7,4	77,4	-26,2	-12,9	-31,7	46,3	-13,7
2013 1° trim.	90,1	-12,2	-29,6	5,4	-1,6	77,5	-23,7	-11,4	-27,3	42,6	-13,3
2° trim.	89,8	-12,6	-30,9	6,1	-0,9	77,9	-20,9	-10,2	-24,9	35,9	-12,8
2013 feb.	90,5	-11,1	-27,7	5,1	-0,4	-	-23,6	-11,2	-26,4	43,1	-13,6
mar.	90,1	-12,2	-30,2	6,0	-0,4	-	-23,5	-11,3	-26,6	42,0	-14,0
apr.	88,6	-13,7	-33,5	6,3	-1,4	77,5	-22,2	-10,9	-26,4	37,9	-13,7
mag.	89,5	-13,0	-30,9	6,2	-1,9	-	-21,8	-10,3	-26,8	36,5	-13,7
giu.	91,3	-11,2	-28,4	5,9	0,7	-	-18,8	-9,5	-21,5	33,3	-11,0
lug.	92,5	-10,6	-27,8	5,6	1,5	78,3	-17,4	-8,9	-20,9	30,4	-9,4

	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	-28,4	-34,9	-22,0	-15,2	-18,9	14,2	-12,6	-6,9	-11,9	-7,8	-1,1
2012 2° trim.	-26,9	-32,0	-21,7	-14,4	-18,1	14,8	-10,4	-4,5	-10,1	-4,8	1,3
3° trim.	-29,4	-36,6	-22,2	-16,8	-21,8	14,5	-14,1	-10,6	-15,8	-11,7	-4,2
4° trim.	-32,7	-40,2	-25,2	-16,0	-21,3	11,4	-15,4	-11,1	-15,4	-13,0	-5,0
2013 1° trim.	-29,1	-37,0	-21,2	-16,2	-24,4	10,7	-13,6	-7,8	-12,7	-9,0	-1,8
2° trim.	-31,9	-38,8	-24,9	-16,6	-24,7	11,1	-13,9	-10,0	-14,6	-13,4	-2,0
2013 feb.	-29,2	-37,3	-21,2	-16,1	-24,9	10,2	-13,3	-8,5	-14,4	-9,7	-1,5
mar.	-29,9	-37,9	-21,9	-17,1	-25,2	10,5	-15,6	-7,1	-11,2	-7,9	-2,1
apr.	-31,1	-38,7	-23,5	-18,4	-26,4	12,1	-16,8	-11,1	-16,0	-14,8	-2,7
mag.	-33,0	-39,8	-26,2	-16,7	-25,9	11,0	-13,2	-9,3	-13,2	-12,9	-1,7
giu.	-31,5	-38,0	-25,1	-14,6	-21,9	10,2	-11,6	-9,6	-14,7	-12,5	-1,5
lug.	-32,6	-41,3	-23,8	-13,7	-20,6	10,5	-10,1	-7,8	-11,6	-10,6	-1,2

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

1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.

2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media calcolata 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												
	livelli (migliaia)												
2012	146.197	125.044	21.153	4.991	22.922	9.489	35.931	4.076	4.053	1.322	18.225	34.365	10.822
	percentuale sul totale delle persone occupate												
2012	100,0	85,5	14,5	3,4	15,7	6,5	24,6	2,8	2,8	0,9	12,5	23,5	7,4
	variazioni percentuali sul periodo corrispondente												
2010	-0,5	-0,5	-0,4	-1,0	-2,9	-3,8	-0,6	-1,4	-0,9	-0,1	1,6	1,0	0,8
2011	0,3	0,4	-0,4	-2,1	0,1	-3,8	0,8	1,3	-0,4	3,1	2,7	0,3	0,0
2012	-0,7	-0,7	-0,3	-1,6	-1,1	-4,8	-0,8	1,5	-0,7	0,4	0,7	-0,3	0,6
2012 2° trim.	-0,8	-0,8	-0,6	-1,5	-1,1	-4,7	-1,0	1,3	-0,5	1,2	0,2	-0,3	0,1
3° trim.	-0,6	-0,8	0,2	-1,5	-1,1	-5,1	-0,9	1,5	-1,1	0,9	1,2	-0,5	1,3
4° trim.	-0,7	-0,8	-0,3	-1,4	-1,4	-5,0	-1,0	2,1	-1,2	-1,3	0,5	-0,3	1,4
2013 1° trim.	-1,0	-1,0	-0,9	-2,5	-1,5	-5,5	-1,0	1,1	-1,2	-1,4	0,2	-0,3	0,4
	variazioni percentuali sul trimestre precedente												
2012 2° trim.	-0,1	0,0	-0,5	0,3	-0,4	-0,8	-0,1	0,5	-0,7	0,6	0,3	0,0	-0,2
3° trim.	-0,1	-0,1	0,1	-0,6	0,0	-1,7	-0,1	-0,3	-0,8	-1,2	0,8	-0,1	0,7
4° trim.	-0,3	-0,3	-0,4	-0,7	-0,6	-1,6	-0,4	1,1	0,2	0,6	-0,2	-0,1	-0,1
2013 1° trim.	-0,5	-0,5	-0,1	-1,5	-0,5	-1,6	-0,3	-0,2	0,0	-1,4	-0,7	-0,2	0,0
	Ore lavorate												
	livelli (milioni)												
2012	230.222	185.189	45.033	10.036	36.090	16.552	59.918	6.562	6.416	2.029	28.410	49.005	15.204
	percentuale sul totale delle ore lavorate												
2012	100,0	80,4	19,6	4,4	15,7	7,2	26,0	2,9	2,8	0,9	12,3	21,3	6,6
	variazioni percentuali sul periodo corrispondente												
2010	0,0	0,1	-0,4	-1,2	-0,4	-3,9	-0,3	-0,8	-0,4	0,9	2,5	1,0	0,5
2011	0,3	0,6	-0,7	-2,8	0,9	-3,9	0,6	1,4	-0,3	3,8	2,8	0,4	0,0
2012	-1,3	-1,3	-1,0	-2,2	-2,0	-6,1	-1,4	1,4	-0,8	-0,4	0,5	-0,5	-0,1
2012 2° trim.	-1,5	-1,5	-1,3	-1,9	-2,3	-6,4	-1,6	1,3	-0,6	1,0	0,1	-0,6	-0,8
3° trim.	-1,2	-1,4	-0,1	-1,7	-2,3	-6,4	-1,3	1,8	-1,0	0,2	1,2	-0,7	0,7
4° trim.	-1,5	-1,5	-1,5	-2,1	-2,5	-6,1	-1,8	1,6	-1,7	-3,0	-0,2	-0,3	0,3
2013 1° trim.	-2,2	-2,2	-2,0	-2,4	-3,3	-8,0	-1,8	0,3	-2,4	-3,3	-0,8	-1,1	-1,1
	variazioni percentuali sul trimestre precedente												
2012 2° trim.	-0,8	-0,8	-0,5	-0,6	-1,5	-2,5	-0,4	-0,1	-1,2	0,3	-0,2	-0,5	-1,0
3° trim.	0,1	0,0	0,5	-0,7	0,0	-1,6	0,2	0,6	-0,1	-0,2	0,8	0,1	1,2
4° trim.	-0,7	-0,5	-1,3	-0,5	-0,7	-2,0	-1,0	0,2	-0,6	-1,8	-0,6	0,1	-0,7
2013 1° trim.	-0,9	-1,0	-0,6	-0,7	-1,2	-2,2	-0,6	-0,3	-0,6	-1,7	-0,9	-0,9	-0,7
	Ore lavorate per persona occupata												
	livelli (migliaia)												
2012	1.575	1.481	2.129	2.011	1.574	1.744	1.668	1.610	1.583	1.535	1.559	1.426	1.405
	variazioni percentuali sul periodo corrispondente												
2010	0,5	0,6	0,0	-0,2	2,5	-0,1	0,2	0,6	0,5	1,1	0,8	0,1	-0,3
2011	0,0	0,2	-0,2	-0,7	0,7	-0,1	-0,2	0,1	0,1	0,7	0,2	0,1	0,0
2012	-0,6	-0,6	-0,7	-0,6	-1,0	-1,3	-0,7	-0,1	-0,1	-0,8	-0,2	-0,2	-0,7
2012 2° trim.	-0,7	-0,7	-0,7	-0,4	-1,2	-1,8	-0,7	0,0	0,0	-0,3	-0,1	-0,4	-0,9
3° trim.	-0,6	-0,7	-0,3	-0,2	-1,2	-1,4	-0,4	0,3	0,1	-0,6	0,0	-0,2	-0,6
4° trim.	-0,8	-0,7	-1,2	-0,8	-1,1	-1,2	-0,8	-0,5	-0,5	-1,7	-0,7	0,0	-1,1
2013 1° trim.	-1,2	-1,3	-1,0	0,1	-1,9	-2,6	-0,8	-0,8	-1,2	-2,0	-1,0	-0,8	-1,5
	variazioni percentuali sul trimestre precedente												
2012 2° trim.	-0,7	-0,8	0,0	-0,9	-1,1	-1,7	-0,3	-0,6	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5	-0,8
3° trim.	0,2	0,2	0,4	0,0	0,0	0,1	0,4	0,9	0,7	1,0	0,1	0,2	0,5
4° trim.	-0,3	-0,2	-0,9	0,2	-0,2	-0,4	-0,6	-0,9	-0,8	-2,4	-0,4	0,2	-0,6
2013 1° trim.	-0,5	-0,5	-0,6	0,8	-0,6	-0,6	-0,3	-0,1	-0,6	-0,3	-0,2	-0,7	-0,6

Fonte: elaborazioni della BCE basate sui dati Eurostat.

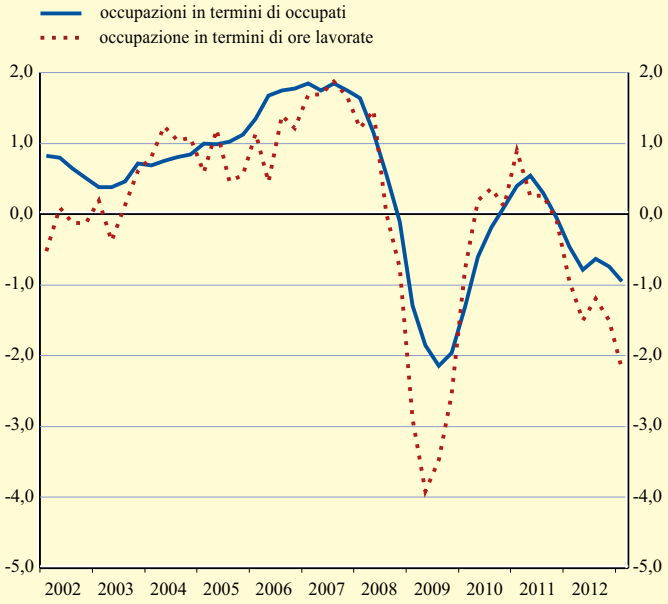
1) I dati relativi all'occupazione si basano sul SEC 95.

5.3 Mercato del lavoro
(dati destagionalizzati salvo diversa indicazione)

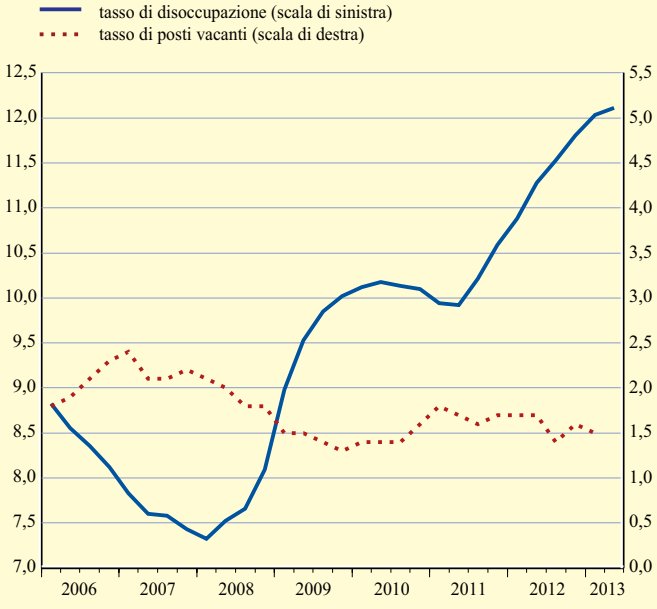
2. Disoccupazione e posti vacanti [1]

	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 dei posti di lavoro
in perc. del totale nel 2010	100,0		79,4		20,6		54,0		46,0		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2009	15,054	9,6	11,767	8,4	3,287	20,3	8,146	9,4	6,908	9,8	1,4
2010	15,933	10,1	12,652	8,9	3,281	20,9	8,605	10,0	7,328	10,3	1,5
2011	16,036	10,2	12,823	9,0	3,213	20,9	8,546	9,9	7,489	10,5	1,7
2012	18,072	11,4	14,583	10,1	3,489	23,1	9,706	11,2	8,366	11,6	1,6
2012 2° trim.	17,924	11,3	14,461	10,1	3,464	22,9	9,652	11,1	8,273	11,4	1,7
3° trim.	18,338	11,5	14,810	10,3	3,529	23,4	9,857	11,4	8,482	11,7	1,4
4° trim.	18,780	11,8	15,193	10,5	3,587	23,8	10,077	11,7	8,703	12,0	1,6
2013 1° trim.	19,133	12,0	15,540	10,8	3,593	24,0	10,271	11,9	8,861	12,2	1,5
2° trim.	19,265	12,1	15,734	10,9	3,531	23,8	10,326	12,0	8,939	12,3	.
2013 gen.	19,098	12,0	15,473	10,7	3,626	24,2	10,255	11,9	8,843	12,2	-
feb.	19,137	12,0	15,536	10,8	3,602	24,1	10,282	11,9	8,856	12,2	-
mar.	19,163	12,1	15,611	10,8	3,551	23,9	10,277	11,9	8,885	12,2	-
apr.	19,240	12,1	15,697	10,9	3,544	23,9	10,302	11,9	8,938	12,3	-
mag.	19,290	12,1	15,766	10,9	3,524	23,8	10,338	12,0	8,951	12,3	-
giu.	19,266	12,1	15,740	10,9	3,526	23,9	10,337	12,0	8,929	12,3	-

F28 Occupazione: occupati e ore lavorate
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



F29 Tasso di disoccupazione e tasso di posti vacanti [2]



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.

6 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		Contributi sociali			Vendite di beni e servizi		Imposte in conto capitale	
				Famiglie	Imprese		Riscosse da istituzioni dell'UE		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	2,7	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	4,7	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	A carico delle istituzioni dell'UE		Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	24,2	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	23,9	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	24,3	1,6	0,4	3,7	2,1	1,6	0,1	46,9

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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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				
						Creditori nazionali [2]				Altri creditori [3]
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Totale	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri settori	
	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	90,7	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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	61,9	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	4,6	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	90,7	73,6	8,9	6,0	2,3	11,7	78,9	7,0	20,6	32,1	37,9	88,7	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			
		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	Altri creditori [6]
	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]											
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione		Altre variazioni in volume	Altro [8]
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli [9]	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale		Effetti di cambio		
	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
2007 1° trim.	42,2	41,9	10,4	12,8	14,7	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	43,2	12,3	12,4	14,8	2,2	0,7	0,5	0,3	39,7
4° trim.	49,2	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	10,9	12,3	14,8	2,2	1,1	0,3	0,2	38,2
2° trim.	45,3	45,0	12,9	12,4	15,1	2,3	1,5	0,4	0,3	40,6
3° trim.	43,4	43,0	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	16,4	2,6	1,1	0,5	0,3	43,9
2009 1° trim.	42,5	42,3	10,4	12,0	15,6	2,4	1,1	0,1	0,2	38,2
2° trim.	45,4	44,8	11,8	12,5	15,7	2,5	1,4	0,6	0,5	40,5
3° trim.	42,8	42,5	10,9	12,0	15,5	2,5	0,7	0,3	0,3	38,7
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	38,1
2° trim.	45,1	44,7	11,9	12,6	15,4	2,6	1,3	0,5	0,3	40,2
3° trim.	43,0	42,6	10,9	12,5	15,2	2,5	0,7	0,3	0,3	38,9
4° trim.	48,5	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.	45,3	45,0	12,1	12,7	15,4	2,5	1,5	0,3	0,3	40,4
3° trim.	43,7	43,4	11,4	12,5	15,3	2,5	0,8	0,3	0,3	39,5
4° trim.	49,2	48,2	13,3	13,4	16,7	2,8	1,0	1,0	0,4	43,8
2012 1° trim.	43,3	43,2	10,9	12,6	15,4	2,4	1,0	0,2	0,2	39,1
2° trim.	46,2	45,8	12,6	12,8	15,6	2,5	1,4	0,3	0,3	41,3
3° trim.	44,7	44,3	11,9	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	2,8	1,0	0,7	0,3	45,3
2013 1° trim.	43,9	43,7	11,2	12,6	15,7	2,5	1,0	0,2	0,3	39,7

2. Area dell'euro: spese e disavanzo/avanzo trimestrali

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale			Disavanzo (-)/ avanzo (+)	Disavanzo (-)/ avanzo primario (+)
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi		Investimenti	Trasferimenti in conto capitale		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	-2,6	0,3
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	20,6	1,2	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.	45,4	41,8	9,9	4,5	3,0	24,4	20,8	1,2	3,6	2,3	1,2	-3,0	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	-0,6	2,7
3° trim.	45,7	42,1	9,8	5,0	3,0	24,4	21,2	1,2	3,7	2,7	1,0	-2,4	0,6
4° trim.	51,4	46,7	11,2	6,3	2,9	26,3	22,3	1,4	4,6	2,9	1,7	-2,5	0,4
2009 1° trim.	49,3	45,5	10,7	5,1	2,8	26,9	22,9	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	-5,3	-2,3
3° trim.	50,1	46,0	10,6	5,5	2,8	27,1	23,5	1,3	4,1	2,9	1,1	-7,2	-4,4
4° trim.	54,7	49,8	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	10,3	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	11,4	6,6	2,9	27,7	23,6	1,5	4,7	2,7	2,0	-4,9	-2,0
2011 1° trim.	48,5	45,4	10,4	5,0	2,9	27,2	23,1	1,3	3,1	2,1	1,0	-5,6	-2,7
2° trim.	48,5	45,3	10,6	5,3	3,2	26,2	22,8	1,2	3,3	2,3	0,9	-3,3	0,0
3° trim.	48,0	44,6	10,1	5,2	2,9	26,4	22,9	1,2	3,5	2,3	1,1	-4,4	-1,5
4° trim.	52,6	48,7	11,2	6,5	3,2	27,7	23,6	1,5	3,9	2,5	1,7	-3,4	-0,2
2012 1° trim.	48,1	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.	49,1	45,8	10,5	5,3	3,3	26,7	23,2	1,2	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	1,2	3,6	2,2	1,4	-3,9	-1,0
4° trim.	53,9	48,8	11,0	6,5	3,2	28,1	24,1	1,4	5,0	2,3	2,8	-3,3	-0,1
2013 1° trim.	48,8	46,1	10,4	4,9	2,8	27,9	23,8	1,2	2,7	1,8	1,1	-4,9	-2,1

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)

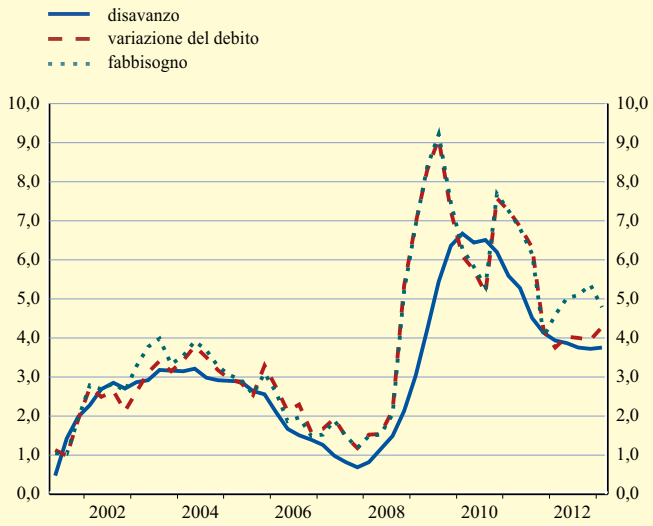
1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario [2]

	Totale	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine
	1	2	3	4	5
2010 2° trim.	82,9	2,4	13,5	7,8	59,2
3° trim.	83,0	2,4	13,4	7,9	59,3
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	15,1	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.	90,7	2,6	17,4	6,8	63,9
2013 1° trim.	92,3	2,6	16,9	7,0	65,7

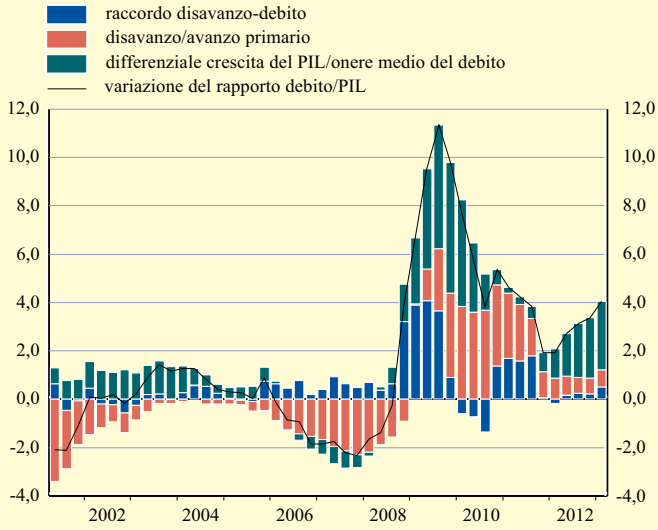
2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	Variazione del debito	Disavanzo (-) avanzo (+)	Raccordo disavanzo-debito								Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche					Effetti di rivalutazione e altre variazioni di volume	Altro	
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli	Azioni e altri titoli di capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2010 2° trim.	7,7	-4,5	3,2	3,3	2,0	1,1	-0,2	0,4	-0,1	0,0	7,7
3° trim.	2,7	-7,4	-4,7	-2,9	-2,3	-0,6	-0,1	0,1	0,0	-1,8	2,8
4° trim.	11,6	-4,9	6,7	5,6	-0,4	1,6	4,4	0,0	0,0	1,1	11,6
2011 1° trim.	6,9	-5,6	1,3	0,7	2,1	-0,8	-0,6	-0,1	0,2	0,4	6,7
2° trim.	6,0	-3,3	2,8	2,6	2,8	0,6	-0,3	-0,5	0,1	0,1	5,9
3° trim.	0,7	-4,4	-3,6	-3,7	-3,7	-0,4	0,2	0,2	0,5	-0,4	0,3
4° trim.	3,2	-3,4	-0,2	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	-0,1	0,5	3,3
2012 1° trim.	5,1	-4,8	0,3	3,8	4,2	0,0	-0,4	0,0	-3,9	0,4	8,9
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	-3,3	-0,2	-0,7	-2,9	0,5	0,1	1,6	-1,3	1,8	4,4
2013 1° trim.	6,4	-4,9	1,5	1,6	1,7	-0,2	-0,3	0,4	-0,2	0,1	6,6

F30 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito
(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)



F31 Debito (definizione di Maastricht)
(variazione annua nel rapporto debito/PIL e fattori sottostanti)



Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.
1) I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati.

7

TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

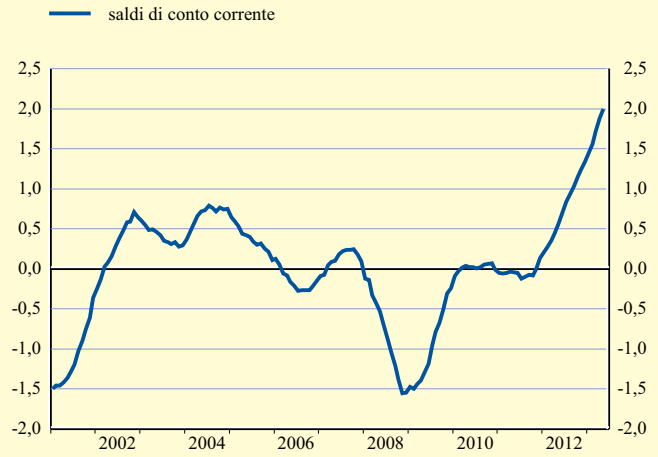
7.1 Bilancia dei pagamenti [1)]

(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	122,4	98,9	92,2	38,5	-107,2	15,1	137,5	-146,8	-64,1	90,4	17,8	-176,8	-14,1	9,3
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.	66,1	36,2	22,3	21,6	-14,0	6,4	72,5	-87,8	-40,4	85,3	28,3	-158,0	-3,0	15,3
2013 1° trim.	32,5	32,5	18,9	22,7	-41,6	1,7	34,2	-37,8	-23,6	10,7	9,3	-34,1	0,0	3,5
2012 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.	15,0	10,5	7,0	6,4	-8,8	2,4	17,4	-19,0	-7,7	60,4	10,3	-79,3	-2,6	1,5
nov.	22,4	14,0	5,7	7,5	-4,8	2,3	24,7	-34,3	11,1	18,3	7,4	-70,0	-1,0	9,6
dic.	28,6	11,8	9,5	7,6	-0,3	1,7	30,4	-34,5	-43,8	6,6	10,6	-8,7	0,7	4,1
2013 gen.	-4,2	-2,3	4,7	6,7	-13,2	0,1	-4,0	-3,9	-10,0	24,7	5,0	-18,8	-4,8	7,9
feb.	11,9	11,9	6,4	9,2	-15,6	1,2	13,1	-9,0	11,0	-18,4	3,0	-7,2	2,6	-4,1
mar.	24,8	22,9	7,8	6,8	-12,7	0,4	25,2	-24,9	-24,6	4,4	1,2	-8,1	2,2	-0,3
apr.	16,6	16,3	7,5	2,4	-9,5	1,3	17,9	-18,5	-6,9	1,5	-3,4	-9,7	-0,1	0,6
mag.	9,5	17,1	8,0	-7,0	-8,6	2,3	11,8	-17,0	0,4	29,8	-7,1	-39,5	-0,6	5,2
	flussi cumulati sui 12 mesi													
2013 mag.	183,7	146,3	93,6	54,7	-110,9	15,6	199,3	-219,3	-91,6	175,7	27,7	-322,9	-8,2	20,1
	flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL													
2013 mag.	1,9	1,5	1,0	0,6	-1,2	0,2	2,1	-2,3	-1,0	1,9	0,3	-3,4	-0,1	0,2

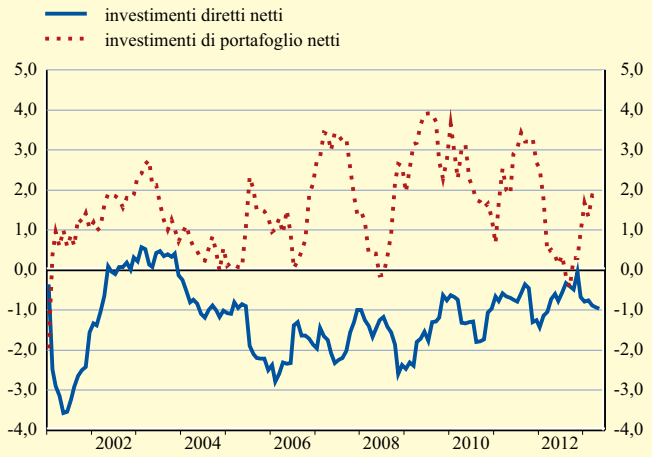
F32 B.d.p. dell'area dell'euro: conto corrente

(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:

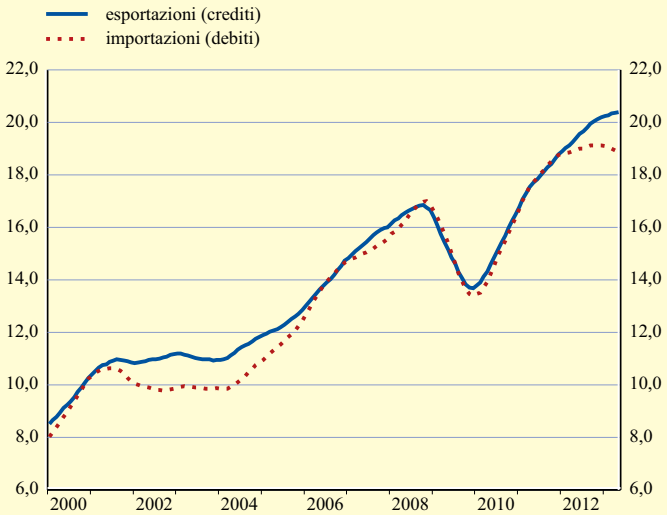
1) L'utilizzo convenzionale dei segni è descritto nelle Note generali.

7.2 Conto corrente e conto capitale
(miliardi di euro; transazioni)

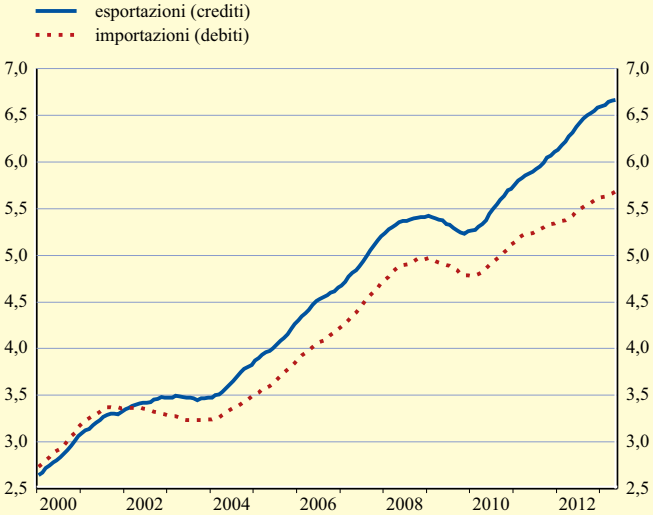
1. Conto corrente e conto capitale: principali voci

	Conto corrente													Conto capitale	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti					
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	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	3.150,0	3.027,6	122,4	1.918,3	1.819,4	626,0	533,8	507,6	469,1	98,1	6,8	205,3	26,2	29,0	13,9
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.	812,4	746,3	66,1	489,5	453,3	161,5	139,2	127,9	106,3	33,5	1,7	47,5	6,7	10,8	4,4
2013 1° trim.	764,3	731,8	32,5	471,0	438,5	145,0	126,1	120,4	97,6	28,0	1,6	69,6	5,9	5,8	4,2
2013 mar.	269,2	244,4	24,8	167,5	144,6	51,3	43,5	44,1	37,3	6,3	-	19,0	-	2,1	1,8
apr.	265,1	248,5	16,6	165,4	149,1	50,9	43,4	42,2	39,9	6,5	-	16,1	-	2,3	0,9
mag.	266,5	257,0	9,5	162,8	145,7	52,3	44,3	44,4	51,4	6,9	-	15,6	-	3,1	0,8
	Dati destagionalizzati														
2012 3° trim.	794,8	759,5	35,3	484,7	455,7	157,4	135,0	127,7	117,2	24,9	-	51,7	-	-	-
4° trim.	794,1	750,6	43,5	483,7	451,5	158,6	135,3	126,2	112,5	25,6	-	51,3	-	-	-
2013 1° trim.	792,8	735,6	57,2	483,5	440,2	158,7	132,9	125,5	108,0	25,0	-	54,5	-	-	-
2013 mar.	267,9	244,8	23,1	162,3	144,1	54,6	44,8	42,5	37,1	8,5	-	18,8	-	-	-
apr.	268,2	244,5	23,8	163,3	145,4	53,1	44,9	43,6	38,4	8,2	-	15,7	-	-	-
mag.	264,9	245,3	19,6	162,9	144,8	52,7	46,3	42,1	37,1	7,3	-	17,1	-	-	-
	flussi cumulati sui 12 mesi														
2013 mag.	3.179,7	2.990,2	189,5	1.938,7	1.790,0	633,7	540,0	508,2	452,7	99,1	-	207,5	-	-	-
	flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL														
2013 mag.	33,5	31,5	2,0	20,4	18,8	6,7	5,7	5,3	4,8	1,0	-	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													
					Investimenti diretti						Investimenti di portafoglio				Altri investimenti	
					Su azioni e altre partecipazioni				Su debito		Dividendi		Interessi			
	Crediti	Debiti	Totale		Crediti		Debiti		Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti
			Crediti	Debiti		Utili reinvestiti		Utili reinvestiti								
	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	13,2	478,9	455,9	233,4	51,1	153,7	24,1	25,5	24,0	42,4	104,1	98,5	118,8	79,2	55,3
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	3,3	120,4	103,0	61,9	12,7	34,1	-15,3	6,9	7,3	8,0	20,7	24,7	27,9	18,9	12,9
2013 1° trim.	7,1	2,4	113,3	95,2	57,3	24,5	32,4	15,5	6,2	5,3	7,5	17,6	24,6	28,2	17,6	11,7

3. Scomposizione per area geografica
(transazioni cumulate)

dal 2° trim. 2012 al 1° trim. 2013	Totale	Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro						Brasile	Canada	Cina	India	Giappone	Russia	Svizzera	Stati Uniti	Altri
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE [1]	Istituzioni dell'UE									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	Crediti															
Conto corrente	3.157,9	1.001,0	54,6	90,9	481,8	309,3	64,3	62,4	46,8	151,6	39,4	72,2	123,7	251,4	420,3	989,2
Beni	1.921,2	590,8	35,3	57,2	253,3	244,8	0,2	32,9	23,1	117,7	29,4	44,7	90,6	134,7	227,3	630,0
Servizi	630,4	190,1	12,3	17,4	118,9	34,7	6,8	10,3	10,5	22,1	7,4	15,3	21,4	62,1	95,5	195,8
Redditi	506,3	155,2	6,1	14,0	98,4	26,7	10,1	18,8	12,3	11,1	2,4	11,3	11,2	45,2	90,3	148,4
Redditi da capitale	477,5	147,5	5,3	13,9	96,7	25,9	5,7	18,7	12,2	11,1	2,4	11,3	11,1	30,2	88,7	144,3
Trasferimenti correnti	100,0	65,0	1,0	2,3	11,2	3,2	47,3	0,4	0,9	0,7	0,2	0,8	0,5	9,4	7,1	15,1
Conto capitale	29,4	25,4	0,0	0,0	2,4	0,7	22,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,9	0,4	2,4
	Debiti															
Conto corrente	3.000,1	947,6	48,8	88,8	419,6	279,9	110,3	38,1	31,4	-	34,6	95,2	155,9	210,5	395,3	-
Beni	1.796,5	507,2	29,9	50,4	201,0	225,8	0,0	28,7	13,9	201,9	26,0	46,1	137,8	107,4	149,4	578,2
Servizi	535,9	154,2	9,0	14,6	91,3	39,0	0,3	5,6	7,1	15,5	6,8	9,7	11,1	48,3	110,4	167,1
Redditi	457,7	160,2	8,8	21,9	114,9	9,9	4,6	2,4	8,3	-	0,9	38,8	6,2	45,0	128,8	-
Redditi da capitale	444,6	153,1	8,7	21,8	113,3	4,6	4,6	2,4	8,1	-	0,7	38,7	6,0	44,5	127,6	-
Trasferimenti correnti	210,1	126,0	1,1	1,9	12,3	5,3	105,4	1,3	2,0	4,1	1,0	0,6	0,9	9,9	6,6	57,6
Conto capitale	15,9	4,0	0,1	0,1	3,2	0,5	0,2	0,2	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,6	3,5	6,8
	Saldo															
Conto corrente	157,8	53,5	5,8	2,1	62,2	29,4	-46,0	24,3	15,4	-	4,8	-23,0	-32,2	40,9	25,0	-
Beni	124,7	83,6	5,4	6,8	52,2	19,0	0,2	4,2	9,1	-84,2	3,4	-1,3	-47,2	27,3	77,9	51,8
Servizi	94,5	35,9	3,3	2,8	27,6	-4,3	6,4	4,7	3,4	6,6	0,6	5,7	10,2	13,8	-14,9	28,7
Redditi	48,6	-4,9	-2,8	-7,9	-16,5	16,8	5,4	16,3	4,0	-	1,5	-27,5	5,1	0,3	-38,4	-
Redditi da capitale	32,9	-5,6	-3,5	-7,9	-16,6	21,3	1,1	16,4	4,1	-	1,7	-27,4	5,1	-14,3	-38,9	-
Trasferimenti correnti	-110,1	-61,1	-0,1	0,4	-1,2	-2,1	-58,1	-0,9	-1,1	-3,4	-0,7	0,2	-0,3	-0,5	0,5	-42,6
Conto capitale	13,5	21,4	0,0	0,0	-0,9	0,2	22,0	-0,2	0,0	-0,4	-0,2	0,0	0,1	0,4	-3,1	-4,4

Fonte: BCE.
1) Esclusa la Croazia.

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	165,9	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	168,1	182,0	-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 3° trim.	16.469,2	17.596,5	-1.127,3	173,7	185,6	-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.	16.587,8	17.827,3	-1.239,6	174,8	187,9	-13,1	5.830,0	4.421,6	5.266,7	8.316,4	-19,5	4.821,2	5.089,3	689,4
2013 1° trim.	16.993,9	18.171,3	-1.177,4	179,1	191,6	-12,4	5.919,9	4.457,6	5.523,6	8.558,5	-31,4	4.894,0	5.155,2	687,8
	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	7,1	-0,5	618,0	483,3	-144,7	157,5	8,3	69,1	32,8	75,6
2012	744,7	674,7	70,1	7,8	7,1	0,7	265,4	29,7	504,1	688,0	4,8	-55,5	-43,0	26,0
2012 4° trim.	118,5	230,8	-112,3	4,9	9,5	-4,6	185,0	166,7	78,8	194,0	1,7	-102,5	-130,0	-44,4
2013 1° trim.	406,1	344,0	62,1	17,5	14,8	2,7	89,8	36,0	256,9	242,1	-11,9	72,8	65,9	-1,5
	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	429,9	283,0	146,8	4,5	3,0	1,5	268,4	204,3	184,1	274,5	-17,8	-19,0	-195,8	14,1
2012 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.	-3,5	-91,3	87,8	-0,1	-3,8	3,6	70,0	29,6	79,7	165,0	-28,3	-127,9	-285,9	3,0
2013 1° trim.	227,0	189,2	37,8	9,8	8,1	1,6	65,9	42,3	105,6	116,3	-9,3	64,7	30,6	0,0
2013 gen.	118,0	114,1	3,9	-	-	-	16,2	6,2	30,5	55,3	-5,0	71,5	52,7	4,8
feb.	100,7	91,7	9,0	-	-	-	24,8	35,8	43,8	25,3	-3,0	37,7	30,5	-2,6
mar.	8,2	-16,7	24,9	-	-	-	24,9	0,3	31,3	35,7	-1,2	-44,5	-52,6	-2,2
apr.	139,4	120,9	18,5	-	-	-	12,9	6,1	41,9	43,4	3,4	81,2	71,4	0,1
mag.	-15,3	-32,3	17,0	-	-	-	0,1	0,5	17,9	47,6	7,1	-41,0	-80,5	0,6
	Altre variazioni													
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
2012	314,9	391,6	-76,7	3,3	4,1	-0,8	-3,0	-174,6	320,0	413,5	22,6	-36,5	152,8	11,8
	Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio													
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
2012	-	-	188,7	.	.	2,0	-	-	-	-	.	-	-	16,7
	Altre variazioni dovute ad altre rettifiche													
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
2012	-	-	568,0	.	.	6,0	-	-	-	-	22,6	.	.	30,0
	Altre variazioni dovute ad altre rettifiche													
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
2012	-820,6	-407,8	-412,8	-8,6	-4,3	-4,3	-201,3	-217,9	-391,2	182,3	.	-215,0	-372,2	-13,1
	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 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	-	.	.	.	4,8	4,7	3,8	3,5	.	-0,4	-3,8	2,1
2013 1° trim.	2,2	1,0	-	.	.	.	4,5	3,8	3,1	4,3	.	-0,8	-6,5	1,8

Fonte: BCE.

1) Le attività comprendono la posizione netta in strumenti finanziari derivati.

7.3 Conto finanziario

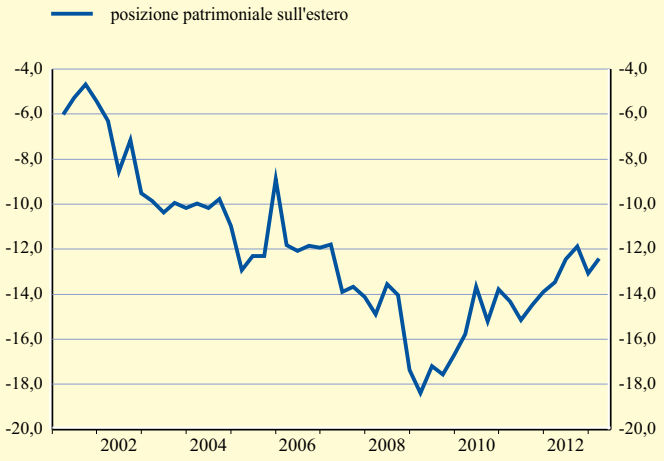
(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni e altre variazioni nel periodo)

2. Investimenti diretti

	All'estero da residenti							Nell'area dell'euro da non residenti						
	Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)													
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 4° trim.	5.830,0	4.376,0	289,1	4.086,9	1.454,1	13,5	1.440,6	4.421,6	3.154,5	108,3	3.046,2	1.267,1	11,3	1.255,8
2013 1° trim.	5.919,9	4.461,4	283,8	4.177,6	1.458,5	14,6	1.443,9	4.457,6	3.203,5	110,8	3.092,7	1.254,1	12,2	1.241,9
	Transazioni													
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	268,4	208,0	-1,1	209,1	60,4	0,3	60,1	204,3	201,2	6,6	194,6	3,1	0,6	2,5
2012 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.	70,0	58,9	-0,2	59,1	11,2	0,2	11,0	29,6	52,7	1,3	51,4	-23,2	-0,6	-22,6
2013 1° trim.	65,9	58,5	-0,9	59,4	7,4	1,1	6,4	42,3	41,1	3,3	37,8	1,2	0,7	0,5
2013 gen.	16,2	29,7	-0,1	29,8	-13,5	0,7	-14,2	6,2	15,4	0,9	14,5	-9,2	1,2	-10,4
feb.	24,8	21,8	0,0	21,8	3,0	0,3	2,8	35,8	15,1	1,1	14,0	20,7	0,2	20,6
mar.	24,9	7,1	-0,8	7,8	17,8	0,1	17,7	0,3	10,6	1,2	9,3	-10,3	-0,6	-9,6
apr.	12,9	10,5	2,0	8,5	2,4	-0,6	3,1	6,1	2,2	0,5	1,6	3,9	1,4	2,5
mag.	0,1	8,8	0,2	8,6	-8,7	-0,9	-7,8	0,5	3,1	-0,1	3,2	-2,6	0,1	-2,7
	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 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.	4,8	4,9	-0,4	5,3	4,4	1,4	4,5	4,7	6,3	7,2	6,2	0,5	6,0	0,5
2013 1° trim.	4,5	4,7	-0,1	5,1	3,9	2,0	3,9	3,8	5,6	8,1	5,5	-0,6	19,1	-0,7

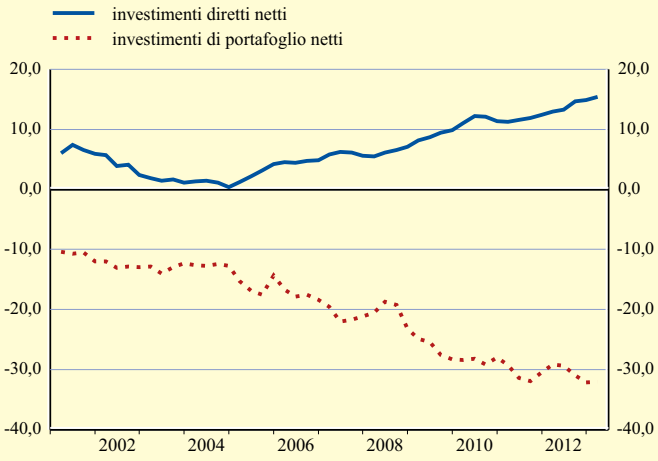
F36 Posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro

(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

	Totale	Azioni e altre partecipazioni					Strumenti di debito									
							Obbligazioni e *note*					Strumenti di mercato monetario				
		Totale	IFM		non IFM		Totale	IFM		non IFM		Totale	IFM		non IFM	
				Eurosistema		Amministrazioni pubbliche			Eurosistema		Amministrazioni pubbliche			Eurosistema		Amministrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
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 4° trim.	5.266,7	1.947,5	70,7	2,8	1.876,7	42,4	2.852,4	674,9	15,6	2.177,5	97,8	466,8	288,0	53,8	178,8	1,5
2013 1° trim.	5.523,6	2.141,8	88,2	3,1	2.053,5	48,3	2.915,8	655,7	16,6	2.260,1	98,3	466,0	279,9	51,1	186,0	0,5
	Transazioni															
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	184,1	58,3	4,9	0,1	53,4	0,0	123,4	-39,5	-0,9	162,8	-8,0	2,5	-18,0	2,3	20,5	0,2
2012 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.	79,7	59,7	10,1	0,0	49,6	0,9	38,5	7,1	0,5	31,5	-3,5	-18,5	-20,6	5,6	2,1	0,3
2013 1° trim.	105,6	62,1	13,9	0,1	48,3	3,4	35,0	-15,6	1,1	50,6	0,7	8,5	4,5	0,6	3,9	-0,2
2013 gen.	30,5	17,6	0,9	0,0	16,6	-	10,6	-7,5	0,9	18,0	-	2,4	-0,5	2,7	3,0	-
feb.	43,8	17,3	0,6	0,0	16,8	-	17,7	-5,7	-0,3	23,4	-	8,7	4,9	1,3	3,8	-
mar.	31,3	27,2	12,4	0,1	14,9	-	6,7	-2,4	0,4	9,1	-	-2,7	0,2	-3,4	-2,8	-
apr.	41,9	17,3	-0,1	0,0	17,4	-	5,7	-9,8	-6,4	15,5	-	18,8	11,3	15,5	7,6	-
mag.	17,9	9,1	4,6	0,0	4,6	-	5,5	-0,9	0,1	6,4	-	3,3	3,8	1,1	-0,5	-
	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 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	8,0	2,8	3,0	-0,2	4,6	-5,5	-5,5	8,5	-7,8	0,6	-5,5	3,4	12,4	37,9
2013 1° trim.	3,1	5,2	21,4	5,8	4,6	13,0	3,6	-6,6	4,8	7,2	-6,0	-6,7	-12,0	12,8	3,4	55,1

4. Investimenti di portafoglio: passività

	Totale	Azioni e altre partecipazioni			Strumenti di debito							
					Obbligazioni e *note*				Strumenti di mercato monetario			
		Totale	IFM	non IFM	Totale	IFM	non IFM		Totale	IFM	non IFM	
								Amministrazioni pubbliche				Amministrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)											
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 4° trim.	8.316,4	3.499,3	539,4	2.959,8	4.353,0	1.181,4	3.171,6	1.963,4	464,2	90,6	373,6	301,0
2013 1° trim.	8.558,5	3.648,9	523,6	3.125,3	4.415,9	1.184,9	3.231,0	2.009,6	493,7	94,5	399,2	326,3
	Transazioni											
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	274,5	154,4	-18,3	172,8	120,4	-52,7	173,2	154,8	-0,3	3,4	-3,8	-25,5
2012 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.	165,0	95,7	-10,4	106,1	44,0	-5,1	49,1	32,0	25,3	8,1	17,2	-7,3
2013 1° trim.	116,3	51,9	-7,8	59,7	31,3	-1,1	32,4	45,4	33,2	13,7	19,5	24,5
2013 gen.	55,3	29,5	-8,7	38,2	16,6	8,5	8,0	-	9,2	-0,3	9,5	-
feb.	25,3	7,4	3,8	3,6	4,0	2,8	1,2	-	14,0	11,3	2,7	-
mar.	35,7	15,0	-2,9	17,9	10,7	-12,4	23,1	-	9,9	2,7	7,3	-
apr.	43,4	11,6	-1,6	13,2	27,9	0,8	27,1	-	3,9	5,0	-1,1	-
mag.	47,6	44,9	2,0	42,8	-2,0	-1,8	-0,2	-	4,8	1,8	3,0	-
	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 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.	3,5	4,8	-3,4	6,5	2,9	-4,2	6,0	8,7	-0,1	3,5	-1,0	-7,7
2013 1° trim.	4,3	5,0	-6,2	7,3	3,7	-2,6	6,3	9,9	4,9	14,6	2,5	-2,2

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni e altre variazioni nel periodo)

5. Altri investimenti: attività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Crediti commerciali	Prestiti/banconote, monete e depositi		Totale	Crediti commerciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	
											Banconote, monete e depositi				Banconote, monete e depositi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
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 4° trim.	4.821,2	40,1	39,9	0,3	2.923,3	2.853,2	70,1	166,2	5,1	121,4	29,2	1.691,5	263,0	1.227,3	580,9
2013 1° trim.	4.894,0	33,0	32,7	0,3	2.954,5	2.884,5	70,0	152,4	5,1	107,4	23,5	1.754,1	262,4	1.249,9	606,1
	Transazioni														
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	-19,0	10,7	10,7	0,0	-121,3	-130,5	9,2	4,7	-1,6	6,4	-1,0	86,8	8,9	61,7	28,4
2012 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.	-127,9	5,8	5,8	0,0	-114,5	-107,2	-7,3	18,4	0,1	17,9	4,2	-37,7	-1,1	-23,3	-24,5
2013 1° trim.	64,7	-6,9	-6,9	0,0	11,8	12,6	-0,8	-11,0	-0,2	-11,0	-5,1	70,8	0,4	44,0	26,2
2013 gen.	71,5	-1,6	-	-	60,6	-	-	-8,9	-	-	-6,2	21,4	-	-	11,1
feb.	37,7	1,3	-	-	-9,6	-	-	-0,8	-	-	2,8	46,7	-	-	2,8
mar.	-44,5	-6,6	-	-	-39,3	-	-	-1,3	-	-	-1,7	2,7	-	-	12,4
apr.	81,2	-3,1	-	-	65,0	-	-	1,4	-	-	1,9	17,9	-	-	22,2
mag.	-41,0	-5,2	-	-	-1,7	-	-	-3,1	-	-	-1,3	-31,1	-	-	-11,9
	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 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.	-0,4	31,2	31,5	-0,7	-3,9	-4,3	15,6	3,1	-23,5	5,8	-3,3	5,5	4,3	5,2	5,9
2013 1° trim.	-0,8	5,2	5,2	-1,0	-4,6	-5,1	25,0	3,1	-25,1	5,3	-1,9	5,8	-2,1	6,6	5,0

6. Altri investimenti: passività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività	Totale	Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
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 4° trim.	5.089,3	428,9	428,0	0,9	2.958,0	2.875,1	83,0	227,4	0,1	219,8	7,5	1.475,0	230,2	1.013,3	231,5
2013 1° trim.	5.155,2	398,6	397,8	0,9	2.977,2	2.893,6	83,6	224,3	0,1	217,5	6,8	1.555,0	233,9	1.046,4	274,7
	Transazioni														
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	-195,8	19,0	20,9	-1,8	-238,7	-255,9	17,2	4,4	0,0	3,4	1,0	19,5	4,6	3,2	11,7
2012 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.	-285,9	-0,2	0,2	-0,3	-216,4	-219,1	2,7	-5,6	0,0	-5,9	0,3	-63,8	1,1	-42,6	-22,2
2013 1° trim.	30,6	-33,2	-33,2	0,0	0,6	1,3	-0,7	-0,4	0,0	-0,1	-0,3	63,6	2,2	25,8	35,6
2013 gen.	52,7	-22,2	-	-	34,8	-	-	1,8	-	-	-	38,3	-	-	-
feb.	30,5	-10,3	-	-	13,5	-	-	-1,9	-	-	-	29,3	-	-	-
mar.	-52,6	-0,7	-	-	-47,6	-	-	-0,3	-	-	-	-4,0	-	-	-
apr.	71,4	-1,1	-	-	54,6	-	-	-1,7	-	-	-	19,6	-	-	-
mag.	-80,5	-11,3	-	-	-59,6	-	-	-0,5	-	-	-	-9,0	-	-	-
	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 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.	-3,8	4,8	5,2	.	-7,4	-8,1	25,6	2,0	.	1,6	15,4	1,5	2,1	0,3	6,5
2013 1° trim.	-6,5	18,3	19,0	.	-12,5	-13,3	31,5	-1,4	.	-1,7	11,0	1,5	-0,2	0,2	8,7

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni nel periodo)

7. Riserve ufficiali [1)]

	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				
							Presso autorità monetarie e la BRI	Presso banche	Totale	Azioni	Obbligazioni e *note*	Strumenti di mercato monetario					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
	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 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.	689,4	437,2	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 1° trim.	687,8	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
2013 mag.	621,4	371,7	346,696	51,5	31,3	166,1	4,4	8,2	153,5	0,2	133,4	20,0	0,1	0,7	26,1	-30,1	54,4
giu.	564,3	315,9	346,672	51,3	31,5	164,7	5,5	7,6	151,6	0,2	133,9	17,6	0,0	0,8	27,3	-31,0	54,2
	Transazioni																
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	14,1	0,0	-	-0,3	3,4	10,3	0,8	1,2	8,0	-0,4	-0,7	9,1	0,4	0,7	-	-	-
2012 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	-	-	-
2013 1° trim.	0,0	0,0	-	-0,5	0,3	0,2	-1,1	0,8	0,9	0,0	-0,8	1,7	-0,5	0,0	-	-	-
	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 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	-	-	-	-	-
2013 1° trim.	1,8	0,0	-	-0,9	7,5	6,2	-4,1	30,5	5,6	-50,1	-0,4	68,3	-	-	-	-	-

8. Debito estero lordo

	Totale	Per strumento						Per settore (esclusi gli investimenti diretti)			
		Prestiti, banconote, monete e depositi	Strumenti di mercato monetario	Obbligazioni e *note*	Crediti commerciali	Altre passività	Investimenti diretti: prestiti intersocietari	Amministrazioni pubbliche	Eurosistema	IFM (escluso l'Eurosistema)	Altri settori
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)										
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 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.	11.947,9	4.536,2	464,2	4.353,0	230,2	322,9	2.041,5	2.491,7	428,9	4.229,9	2.755,9
2013 1° trim.	12.096,5	4.555,3	493,7	4.415,9	233,9	366,0	2.031,7	2.560,2	398,6	4.256,6	2.849,3
	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	121,2	49,2	4,7	44,0	2,4	2,9	18,1	24,5	4,4	48,5	25,7
2012 3° trim.	125,9	49,2	4,6	45,6	2,4	3,5	20,7	25,9	4,6	47,5	27,3
4° trim.	125,9	47,8	4,9	45,9	2,4	3,4	21,5	26,3	4,5	44,6	29,0
2013 1° trim.	127,3	47,9	5,2	46,5	2,5	3,9	21,4	26,9	4,2	44,8	30,0

Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro, in linea con l'impostazione adottata dall'Eurosistema per le riserve ufficiali. Per ulteriori informazioni, cfr. le Note generali.

7.3 Conto finanziario

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

9. Scomposizione geografica

	Totale	Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro						Canada	Cina	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE [1]	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 2° trim. 2012 al 1° trim. 2013	Transazioni cumulate														
Investimenti diretti	84,1	46,1	-7,6	-11,0	50,1	14,6	0,0	-8,1	6,1	-1,6	5,5	-39,3	14,7	0,1	60,8
All'estero	254,4	113,5	1,7	14,5	81,8	15,4	0,0	5,1	7,2	4,3	-2,5	34,9	-4,9	0,0	96,7
Azioni/utili reinvestiti	200,8	119,4	1,9	16,4	88,2	12,9	0,0	7,9	6,0	1,7	-7,1	29,0	-17,1	0,0	61,0
Debito	53,5	-5,9	-0,1	-1,9	-6,4	2,6	0,0	-2,8	1,2	2,7	4,7	5,9	12,1	0,0	35,7
Nell'area dell'euro	170,2	67,4	9,3	25,5	31,8	0,9	0,0	13,2	1,1	6,0	-7,9	74,2	-19,6	0,0	35,9
Azioni/utili reinvestiti	178,3	35,3	11,0	18,8	3,8	1,8	0,0	16,4	0,9	6,7	7,3	91,1	-0,7	0,0	21,3
Debito	-8,1	32,1	-1,7	6,7	28,0	-0,9	0,0	-3,2	0,2	-0,7	-15,3	-16,9	-18,9	0,0	14,6
Investimenti di portafoglio: attività	165,2	-37,5	7,0	7,4	-72,2	7,3	13,0	7,3	3,0	12,4	-6,7	68,5	-14,2	-1,4	133,7
Azioni	99,6	30,9	1,4	3,2	25,4	0,9	0,0	3,3	3,0	10,6	3,7	30,9	-11,1	0,0	28,4
Strumenti di debito	65,5	-68,4	5,6	4,2	-97,6	6,5	13,0	4,0	0,0	1,8	-10,3	37,6	-3,1	-1,4	105,3
Obbligazioni e *note*	100,0	-40,1	3,7	3,2	-68,6	7,7	13,9	1,6	0,1	-4,1	-1,6	39,8	-1,9	-1,8	108,0
Strumenti di mercato monetario	-34,5	-28,3	1,8	1,0	-29,0	-1,3	-0,9	2,4	0,0	5,9	-8,8	-2,3	-1,1	0,4	-2,7
Altri investimenti	300,7	251,1	-20,7	9,9	291,5	-22,9	-6,7	4,1	32,6	-20,7	0,0	17,4	-4,4	-17,1	37,8
Attività	-40,2	-17,4	-5,2	10,2	-4,5	-17,3	-0,6	5,0	3,0	-23,3	8,1	-11,5	-34,6	0,5	30,0
Amministrazioni pubbliche	4,6	2,8	1,3	0,2	1,2	-0,4	0,6	0,1	-0,1	-1,3	0,4	0,7	0,6	0,1	1,2
IFM	-140,8	-54,9	-9,0	6,0	-34,0	-16,6	-1,3	0,3	6,2	-18,9	10,5	-28,3	-44,6	0,4	-11,5
Altri settori	96,0	34,7	2,6	4,1	28,3	-0,3	0,1	4,7	-3,2	-3,1	-2,9	16,1	9,4	0,0	40,3
Passività	-340,9	-268,4	15,6	0,3	-296,0	5,6	6,1	1,0	-29,6	-2,6	8,1	-28,9	-30,2	17,6	-7,8
Amministrazioni pubbliche	-3,1	-20,8	0,1	0,3	-27,1	0,0	5,8	0,3	0,0	0,0	-0,1	-3,6	-0,1	20,0	1,2
IFM	-365,3	-234,2	12,6	1,9	-250,0	3,6	-2,4	-5,8	-29,5	-4,6	-8,4	-36,7	-36,9	-3,0	-6,1
Altri settori	27,5	-13,4	2,8	-1,9	-19,0	2,0	2,7	6,5	-0,1	2,0	16,6	11,4	6,8	0,6	-2,9

Fonte: BCE.

1) Esclusa la Croazia.

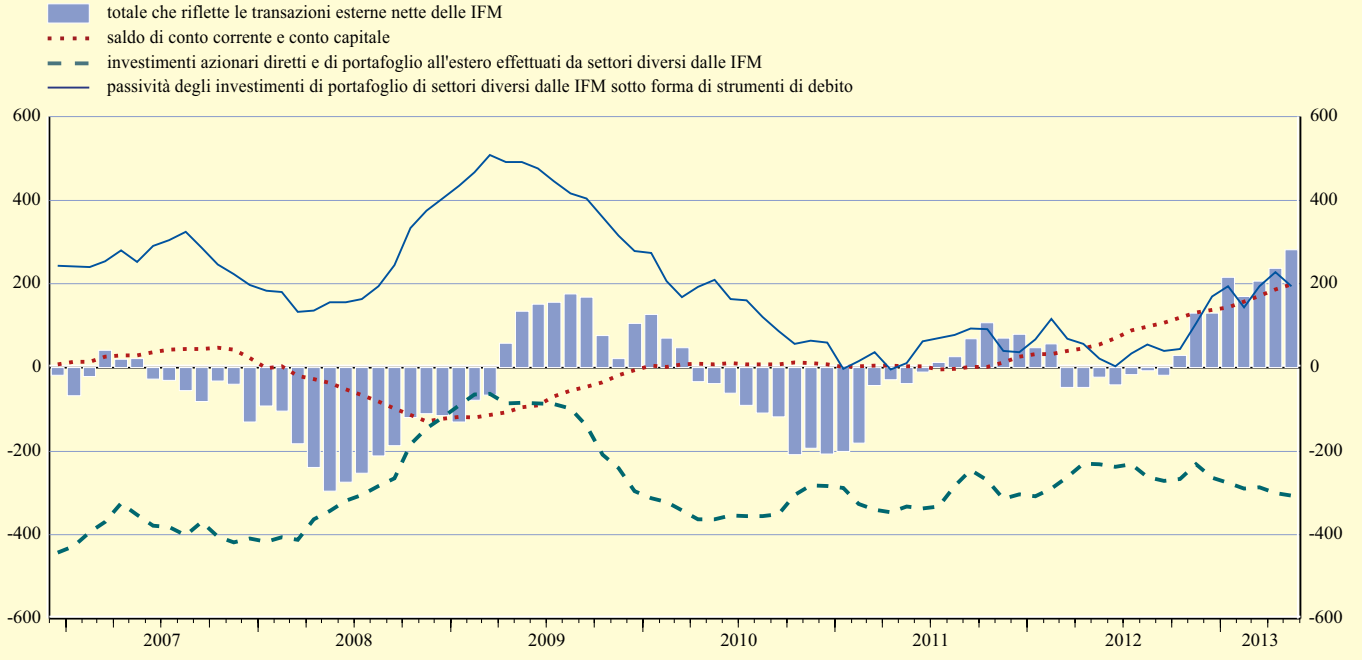
7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti [1]

(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	130,3	137,5	-269,2	197,0	-53,4	-183,3	172,8	169,4	-91,5	23,9	17,8	9,3
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.	113,8	72,5	-70,1	28,8	-49,6	-33,6	106,1	66,2	19,2	-69,4	28,3	15,3
2013 1° trim.	31,8	34,2	-65,8	38,4	-48,3	-54,5	59,7	51,8	-59,8	63,2	9,3	3,5
2012 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.	8,8	17,4	-11,7	6,2	-8,7	-12,3	41,6	5,1	-27,1	-13,6	10,3	1,5
nov.	66,4	24,7	-15,6	23,1	-8,3	-21,2	24,9	37,8	-6,9	-9,1	7,4	9,6
dic.	38,6	30,4	-42,9	-0,5	-32,6	-0,1	39,6	23,3	53,2	-46,6	10,6	4,1
2013 gen.	43,1	-4,0	-15,7	4,1	-16,6	-21,0	38,2	17,5	-12,5	40,1	5,0	7,9
feb.	-33,1	13,1	-24,6	34,6	-16,8	-27,2	3,6	4,0	-46,0	27,4	3,0	-4,1
mar.	21,7	25,2	-25,6	-0,3	-14,9	-6,3	17,9	30,4	-1,4	-4,3	1,2	-0,3
apr.	4,9	17,9	-11,6	4,1	-17,4	-23,1	13,2	26,1	-19,3	17,9	-3,4	0,6
mag.	69,4	11,8	-0,8	0,5	-4,6	-5,9	42,8	2,8	34,1	-9,5	-7,1	5,2
	transazioni cumulate sui dodici mesi											
2013 mag.	282,2	199,3	-221,5	120,9	-113,4	-165,0	264,2	194,5	-61,4	16,8	27,7	20,1

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 merceologica [1]

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale				Per memoria:	Totale				Per memoria:	
				Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Settore manifatturiero		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Settore manifatturiero	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	13,0	13,3	1.746,0	880,4	353,1	474,3	1.426,8	1.762,6	1.129,2	241,1	367,6	1.104,9	324,3
2012	7,4	1,8	1.870,7	928,0	384,4	515,9	1.524,7	1.791,8	1.147,9	244,7	368,1	1.092,2	360,4
2012 2° trim.	8,1	1,4	467,4	230,7	96,6	129,0	382,5	448,9	287,8	62,3	91,2	275,7	89,5
3° trim.	7,5	0,5	474,0	233,4	96,6	131,9	386,6	449,0	285,8	61,9	92,8	273,9	90,2
4° trim.	5,7	1,0	466,2	230,8	96,4	129,1	379,4	439,9	281,2	58,8	91,8	268,7	89,9
2013 1° trim.	1,3	-5,1	474,9	235,0	95,6	133,0	384,7	436,1	278,0	58,8	90,5	268,5	86,5
2012 dic.	-3,1	-5,3	153,6	75,5	32,0	42,7	125,1	143,8	91,9	19,3	30,2	88,8	28,9
2013 gen.	5,4	1,9	156,9	78,1	31,4	44,2	127,7	148,0	93,4	20,7	30,5	91,4	29,8
feb.	-1,1	-6,9	157,1	77,6	31,2	44,2	125,2	144,9	93,6	19,0	30,0	86,5	29,1
mar.	0,1	-9,9	161,0	79,3	33,0	44,6	131,8	143,2	91,0	19,0	29,9	90,6	27,6
apr.	8,9	1,6	159,3	77,8	32,9	44,3	127,6	144,1	91,6	20,0	30,1	87,9	28,5
mag.	-0,1	-5,7	155,6	.	.	.	130,6	140,9	.	.	.	89,5	.
	Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)												
2011	7,5	3,5	148,5	143,3	153,4	155,5	145,3	126,4	119,5	136,2	144,6	133,5	102,6
2012	3,3	-3,0	153,0	145,9	160,6	161,1	150,2	122,4	116,0	129,9	137,9	127,3	103,5
2012 2° trim.	3,6	-3,1	153,3	145,3	161,9	161,8	151,0	123,3	116,6	132,5	138,5	129,5	103,1
3° trim.	2,9	-5,4	154,0	146,3	159,1	163,4	151,2	121,5	114,9	129,3	136,4	125,9	104,8
4° trim.	2,4	-2,3	151,9	144,7	160,7	160,3	149,0	120,4	114,3	125,4	136,6	124,7	104,6
2013 1° trim.	0,2	-4,5	155,4	147,9	159,0	166,9	151,7	120,3	114,3	123,8	135,8	125,5	101,5
2012 nov.	2,1	-3,3	153,7	146,2	164,9	161,4	150,1	120,9	114,7	123,6	135,0	124,0	104,8
dic.	-6,0	-7,3	149,8	141,7	158,9	158,4	146,7	118,3	112,7	122,1	133,9	123,0	102,0
2013 gen.	3,6	1,8	153,7	147,3	156,9	165,5	150,6	122,9	115,7	131,6	137,0	128,1	105,7
feb.	-1,3	-6,3	154,5	146,9	155,7	167,0	148,7	119,7	114,8	121,7	135,6	121,8	100,6
mar.	-1,4	-8,9	157,9	149,6	164,4	168,2	155,9	118,4	112,3	118,0	134,7	126,6	98,1
apr.	8,4	3,0	156,7	147,3	163,2	167,2	150,8	119,9	114,7	122,7	135,1	122,1	104,6

2. Prezzi [2]

(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 manifatturiero	Totale (indice 2005=100)	Totale					Per memoria: Settore manifatturiero
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Beni energetici				Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Beni energetici	
in perc. del totale	100,0	100,0	30,1	42,0	18,5	9,4	96,4	100,0	100,0	29,0	25,4	23,3	22,4	80,4
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	104,3	4,3	5,7	1,3	1,5	23,0	3,9	108,4	8,4	5,3	-0,7	3,5	25,5	3,8
2012	107,2	2,8	1,3	1,8	2,2	9,8	2,7	111,7	3,1	0,9	1,4	2,8	7,2	1,8
2012 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	7,4	2,3
4° trim.	107,2	1,9	0,8	1,2	2,0	3,7	1,9	110,8	1,1	0,7	0,4	2,2	2,0	1,1
2013 1° trim.	107,0	0,2	-0,4	0,4	1,4	-4,1	0,1	110,7	-1,1	-0,9	-0,2	1,0	-3,8	-0,3
2012 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	0,4	0,6
2013 gen.	106,9	0,4	-0,1	0,3	1,4	-1,7	0,3	110,5	-0,5	-0,4	-0,9	0,8	-1,5	-0,4
feb.	107,0	0,2	-0,5	0,2	1,2	-2,1	0,2	110,9	-0,9	-1,1	-0,4	0,9	-2,9	-0,4
mar.	107,1	-0,1	-0,6	0,6	1,4	-8,1	0,0	110,8	-1,9	-1,2	0,8	1,3	-6,8	-0,1
apr.	106,6	-0,7	-1,1	0,6	1,4	-11,5	-0,6	109,5	-2,8	-1,8	0,0	1,0	-8,8	-0,7
mag.	106,4	-0,7	.	.	.	.	.	108,9	-2,7	.	.	.	.	.

Fonte: Eurostat.

1) I raggruppamenti dei prodotti seguono la classificazione per destinazione economica (*Broad Economic Categories* - BEC). A differenza dei raggruppamenti della tavola 2, i beni intermedi e i beni di consumo comprendono i prodotti agricoli ed energetici.

2) I raggruppamenti di prodotti seguono la classificazione dei "Raggruppamenti principali di industrie". A differenza dei raggruppamenti della tavola 1, i beni intermedi e di consumo non includono i prodotti agricoli ed energetici. Il settore manifatturiero ha una composizione diversa rispetto ai dati indicati nelle colonne 7 e 12 della tavola 1. I dati riportati sono indici dei prezzi che indicano variazioni pure dei prezzi per un paniere di prodotti e non sono semplici rapporti dei valori e dei volumi indicati nella tavola 1, i quali risentono delle variazioni della composizione e della qualità dei beni scambiati. Questi indici differiscono dai deflatori del PIL per le importazioni e le esportazioni (cfr. tavola 3 della sezione 5.1), poichè questi ultimi comprendono tutti i beni e i servizi nonchè anche il commercio transfrontaliero all'interno dell'area dell'euro.

3) I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono agli scambi diretti tra produttori interni e clienti non nazionali. A differenza dei dati riportati nella tavola 1 per i valori e i volumi, non sono incluse le esportazioni da parte di grossisti e le reimportazioni.

7.5 Commercio di beni

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

3. Scomposizione per area geografica

	Totale	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia			Africa	America Latina	Altri paesi
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE [1]						Cina	Giappone			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	Esportazioni (f.o.b.)														
2011	1.746,0	32,9	60,5	213,5	241,6	79,9	109,2	56,8	200,6	405,6	115,7	39,4	112,3	84,6	148,7
2012	1.870,7	34,0	59,1	230,7	245,2	90,1	116,5	59,4	223,5	439,4	120,7	44,7	126,2	97,3	149,4
2011 4° trim.	447,5	8,3	14,3	54,1	60,5	20,7	28,3	13,5	52,4	106,2	30,7	10,5	28,6	22,4	38,2
2012 1° trim.	463,1	8,4	15,0	56,5	61,2	22,1	29,4	14,6	55,4	108,6	31,4	10,6	31,2	23,6	37,0
2° trim.	467,4	8,6	14,9	57,4	61,4	22,8	29,2	14,6	56,0	109,0	30,3	11,4	31,4	24,4	37,7
3° trim.	474,0	8,5	14,9	58,3	61,7	22,7	29,2	15,0	58,3	110,4	29,8	11,6	31,2	24,5	39,5
4° trim.	466,2	8,6	14,3	58,5	60,9	22,4	28,7	15,2	53,9	111,4	29,1	11,2	32,4	24,8	35,1
2013 1° trim.	474,9	8,6	14,5	58,5	61,8	23,3	28,3	15,7	55,7	111,3	29,6	11,0	34,3	25,0	38,2
2012 dic.	153,6	2,9	4,5	19,4	19,7	7,0	9,1	4,9	17,6	37,4	9,5	3,5	11,0	8,3	11,7
2013 gen.	156,9	2,9	5,1	19,5	20,9	8,0	9,8	5,4	18,3	37,0	10,2	3,7	11,5	8,2	10,2
feb.	157,1	2,8	4,6	18,9	20,3	7,6	8,9	5,1	17,7	35,4	9,3	3,5	11,5	7,9	16,3
mar.	161,0	2,8	4,7	20,1	20,5	7,6	9,6	5,2	19,7	38,8	10,1	3,8	11,2	9,0	11,7
apr.	159,3	2,8	4,8	18,9	19,9	7,6	9,2	5,1	18,4	36,7	10,0	3,5	11,0	8,1	16,6
mag.	155,6	.	.	.	.	7,8	9,3	5,4	18,8	37,4	10,0	3,6	11,2	8,6	.
	percentuale delle esportazioni totali														
2012	100,0	1,8	3,2	12,3	13,1	4,8	6,2	3,2	11,9	23,5	6,5	2,4	6,7	5,2	8,0
	Importazioni (c.i.f.)														
2011	1.762,6	29,9	53,2	166,8	226,8	138,8	81,6	35,0	140,8	553,5	218,5	52,6	129,1	91,2	115,8
2012	1.791,8	29,0	52,8	168,3	229,9	143,2	80,9	33,8	150,4	538,8	213,7	48,5	157,0	92,6	115,2
2011 4° trim.	439,9	7,6	12,8	42,1	57,4	35,5	20,4	8,5	35,8	136,0	52,7	12,9	31,2	23,6	29,1
2012 1° trim.	454,0	7,2	13,2	42,5	57,4	37,6	20,1	8,4	37,8	138,1	53,5	12,6	39,6	23,8	28,3
2° trim.	448,9	7,3	13,1	41,4	57,0	35,0	19,7	8,4	37,7	137,1	55,7	12,5	38,5	23,1	30,6
3° trim.	449,0	7,3	13,7	42,8	57,9	33,7	21,2	8,4	39,1	132,9	53,4	12,1	39,3	23,2	29,6
4° trim.	439,9	7,2	12,9	41,7	57,6	36,8	19,9	8,6	35,8	130,7	51,1	11,2	39,5	22,5	26,7
2013 1° trim.	436,1	7,4	13,2	41,6	58,1	38,8	20,2	8,8	35,5	127,6	51,8	10,7	38,5	21,2	25,3
2012 dic.	143,8	2,2	4,1	14,0	18,9	12,2	6,3	2,9	11,6	43,4	17,4	3,6	12,7	7,5	8,1
2013 gen.	148,0	2,5	4,3	14,2	19,5	13,3	7,0	2,9	11,9	44,3	17,6	3,7	13,4	7,2	7,5
feb.	144,9	2,4	4,3	13,6	18,9	12,8	6,3	2,9	11,7	41,3	16,6	3,5	12,9	6,9	10,7
mar.	143,2	2,5	4,6	13,8	19,6	12,8	6,8	2,9	11,9	42,0	17,6	3,6	12,2	7,1	7,0
apr.	144,1	2,3	4,4	12,9	18,9	12,2	6,3	2,9	12,3	42,4	16,5	3,5	12,5	6,6	10,4
mag.	140,9	.	.	.	.	11,5	7,1	2,9	12,6	43,1	17,9	3,7	11,7	6,8	.
	percentuale delle importazioni totali														
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
	Saldo														
2011	-16,6	3,0	7,3	46,6	14,7	-58,9	27,5	21,7	59,8	-147,9	-102,9	-13,2	-16,9	-6,5	32,9
2012	78,9	5,0	6,4	62,3	15,3	-53,1	35,5	25,6	73,2	-99,4	-93,0	-3,8	-30,8	4,7	34,2
2011 4° trim.	7,6	0,7	1,4	12,0	3,0	-14,7	7,9	5,1	16,6	-29,8	-22,0	-2,5	-2,5	-1,2	9,2
2012 1° trim.	9,1	1,1	1,8	14,1	3,9	-15,5	9,3	6,2	17,6	-29,5	-22,1	-2,0	-8,5	-0,2	8,7
2° trim.	18,5	1,3	1,8	16,0	4,3	-12,2	9,4	6,2	18,3	-28,1	-25,4	-1,2	-7,1	1,4	7,1
3° trim.	25,0	1,2	1,2	15,5	3,8	-11,0	8,0	6,6	19,2	-22,5	-23,5	-0,6	-8,1	1,3	9,9
4° trim.	26,3	1,4	1,5	16,8	3,3	-14,4	8,8	6,6	18,1	-19,3	-22,0	0,0	-7,1	2,3	8,5
2013 1° trim.	38,8	1,2	1,2	16,8	3,7	-15,5	8,1	6,9	20,2	-16,3	-22,2	0,3	-4,2	3,9	12,9
2012 dic.	9,8	0,7	0,4	5,4	0,9	-5,2	2,8	2,0	6,1	-6,0	-7,9	-0,1	-1,7	0,9	3,6
2013 gen.	8,9	0,5	0,8	5,3	1,4	-5,2	2,8	2,5	6,4	-7,2	-7,5	0,0	-1,9	1,0	2,7
feb.	12,2	0,4	0,3	5,3	1,4	-5,2	2,5	2,2	6,0	-5,9	-7,2	0,0	-1,4	1,0	5,5
mar.	17,8	0,3	0,1	6,2	0,9	-5,1	2,8	2,3	7,8	-3,2	-7,5	0,3	-1,0	1,9	4,7
apr.	15,2	0,5	0,4	6,0	1,0	-4,6	3,0	2,2	6,1	-5,7	-6,5	-0,1	-1,5	1,5	6,2
mag.	14,6	.	.	.	.	-3,7	2,2	2,4	6,1	-5,8	-7,9	0,0	-0,5	1,9	.

Fonte: Eurostat.

1) Esclusa la Croazia.

8

TASSI DI CAMBIO

8.1 Tassi di cambio effettivi [1)]

(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

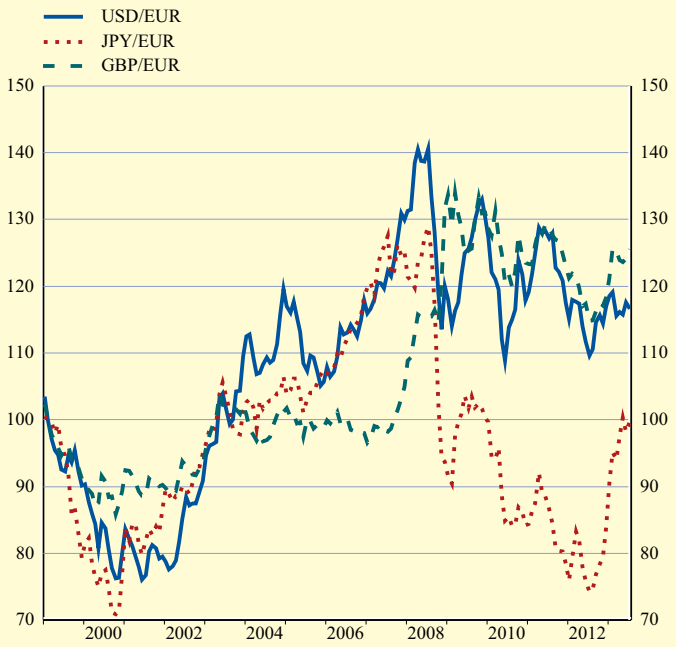
	TCE-21						TCE-40	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM [2)] reale	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2010	103,6	101,5	98,2	96,7	109,5	98,1	111,5	98,1
2011	103,4	100,6	97,6	95,0	108,2	96,1	112,2	97,6
2012	97,9	95,5	93,4	89,7	103,7	90,9	107,1	92,8
2012 2° trim.	98,2	95,8	93,5	90,2	104,2	91,3	107,5	93,2
3° trim.	95,9	93,7	91,9	87,9	101,5	89,0	105,0	91,2
4° trim.	97,9	95,5	93,8	89,5	103,8	90,6	107,4	92,9
2013 1° trim.	100,8	98,2	96,2	92,1	106,7	93,5	110,2	94,9
2° trim.	100,9	98,2	96,0	.	.	.	110,6	95,0
2012 lug.	95,4	93,1	91,1	-	-	-	104,3	90,6
ago.	95,3	93,1	91,3	-	-	-	104,5	90,6
set.	97,2	94,9	93,2	-	-	-	106,6	92,5
ott.	97,8	95,4	93,7	-	-	-	107,3	92,8
nov.	97,3	94,8	93,1	-	-	-	106,7	92,3
dic.	98,7	96,2	94,5	-	-	-	108,3	93,5
2013 gen.	100,4	97,9	96,0	-	-	-	109,9	94,8
feb.	101,7	99,0	97,1	-	-	-	111,2	95,7
mar.	100,2	97,8	95,6	-	-	-	109,5	94,4
apr.	100,5	97,8	95,8	-	-	-	109,8	94,3
mag.	100,6	98,0	95,7	-	-	-	110,0	94,6
giu.	101,6	98,9	96,5	-	-	-	112,0	96,1
lug.	101,5	98,7	96,3	-	-	-	111,9	96,0
	variazione percentuale sul mese precedente							
2013 lug.	0,0	-0,1	-0,2	-	-	-	-0,1	-0,1
	variazione percentuale sull'anno precedente							
2013 lug.	6,4	6,0	5,7	-	-	-	7,2	6,0

F39 Tassi di cambio effettivi

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)

F40 Tassi di cambio bilaterali

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)



Fonte: BCE.

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

2) Le serie deflazionate sulla bse del CLUPM[2)] sono disponibili solo per il gruppo di partner commerciali del TCE-21

8.2 Tassi di cambio bilaterali

(medie nel periodo indicato; unità di valuta nazionale per euro)

	Lev bulgaro	Corona ceca	Corona danese	Kuna croata	Lat lettone	Litas lituano	Fiorino ungherese	Zloty polacco	Nuovo leu romeno	Corona svedese	Sterlina britannica	Nuova lira turca
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2010	1,9558	25,284	7,4473	7,2891	0,7087	3,4528	275,48	3,9947	4,2122	9,5373	0,85784	1,9965
2011	1,9558	24,590	7,4506	7,4390	0,7063	3,4528	279,37	4,1206	4,2391	9,0298	0,86788	2,3378
2012	1,9558	25,149	7,4437	7,5217	0,6973	3,4528	289,25	4,1847	4,4593	8,7041	0,81087	2,3135
2012 4° trim.	1,9558	25,167	7,4590	7,5290	0,6963	3,4528	283,25	4,1123	4,5288	8,6230	0,80740	2,3272
2013 1° trim.	1,9558	25,565	7,4589	7,5838	0,6996	3,4528	296,50	4,1558	4,3865	8,4965	0,85111	2,3577
2° trim.	1,9558	25,831	7,4555	7,5566	0,7009	3,4528	295,53	4,1982	4,3958	8,5652	0,85056	2,4037
2013 gen.	1,9558	25,563	7,4614	7,5746	0,6978	3,4528	294,01	4,1424	4,3835	8,6217	0,83271	2,3543
feb.	1,9558	25,475	7,4598	7,5868	0,6999	3,4528	292,73	4,1700	4,3839	8,5083	0,86250	2,3738
mar.	1,9558	25,659	7,4553	7,5909	0,7013	3,4528	303,01	4,1565	4,3923	8,3470	0,85996	2,3453
apr.	1,9558	25,841	7,4553	7,6076	0,7006	3,4528	298,67	4,1359	4,3780	8,4449	0,85076	2,3406
mag.	1,9558	25,888	7,4536	7,5684	0,7002	3,4528	292,38	4,1799	4,3360	8,5725	0,84914	2,3739
giu.	1,9558	25,759	7,4576	7,4901	0,7019	3,4528	295,70	4,2839	4,4803	8,6836	0,85191	2,5028
lug.	1,9558	25,944	7,4579	7,5061	0,7024	3,4528	294,90	4,2745	4,4244	8,6609	0,86192	2,5274
	variazione percentuale sul mese precedente											
2013 lug.	0,0	0,7	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,3	-0,2	-1,2	-0,3	1,2	1,0
	variazione percentuale sull'anno precedente											
2013 lug.	0,0	2,0	0,3	0,1	0,9	0,0	3,0	2,2	-2,9	1,4	9,3	13,4

	Dollaro australiano	Real brasiliano	Dollaro canadese	Yuan renminbi cinese	Dollaro di Hong Kong	Rupia indiana [1]	Rupia indonesiana	Shekel israeliano	Yen giapponese	Ringgit malese
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	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 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
2° trim.	1,3203	2,6994	1,3368	8,0376	10,1383	73,0046	12.784,60	4,7407	129,07	4,0088
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
mag.	1,3133	2,6414	1,3257	7,9715	10,0766	71,4760	12.673,13	4,7223	131,13	3,9200
giu.	1,3978	2,8613	1,3596	8,0905	10,2349	77,0284	13.033,31	4,7865	128,40	4,1488
lug.	1,4279	2,9438	1,3619	8,0234	10,1455	78,1762	13.189,17	4,7153	130,39	4,1746
	variazione percentuale sul mese precedente									
2013 lug.	2,2	2,9	0,2	-0,8	-0,9	1,5	1,2	-1,5	1,6	0,6
	variazione percentuale sull'anno precedente									
2013 lug.	19,7	18,2	9,3	2,5	6,4	14,8	13,6	-3,9	34,3	7,3

	Peso messicano	Dollaro neozelandese	Corona norvegese	Peso filippino	Rublo russo	Dollaro di Singapore	Rand sudafricano	Won sudcoreano	Franco svizzero	Baht tailandese	Dollaro statunitense
	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	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 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
2° trim.	16,2956	1,5920	7,6114	54,620	41,3464	1,6311	12,3996	1.467,08	1,2315	39,031	1,3062
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
mag.	15,9776	1,5774	7,5589	53,693	40,6842	1,6219	12,1798	1.444,56	1,2418	38,667	1,2982
giu.	17,0716	1,6682	7,7394	56,658	42,6490	1,6613	13,2088	1.498,33	1,2322	40,664	1,3189
lug.	16,6893	1,6590	7,8837	56,698	42,8590	1,6595	12,9674	1.473,35	1,2366	40,714	1,3080
	variazione percentuale sul mese precedente										
2013 lug.	-2,2	-0,5	1,9	0,1	0,5	-0,1	-1,8	-1,7	0,4	0,1	-0,8
	variazione percentuale sull'anno precedente										
2013 lug.	1,6	7,8	5,7	10,2	7,3	7,1	27,9	4,9	3,0	4,7	6,4

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	Croazia	Lettonia	Lituania	Ungheria	Polonia	Romania	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	IACP										
2011	3,4	2,1	2,7	2,2	4,2	4,1	3,9	3,9	5,8	1,4	4,5
2012	2,4	3,5	2,4	3,4	2,3	3,2	5,7	3,7	3,4	0,9	2,8
2013 1° trim.	2,1	1,7	0,9	4,2	0,4	2,2	2,7	1,3	4,8	0,6	2,8
2° trim.	1,1	1,5	0,5	2,3	-0,1	1,4	1,9	0,5	4,4	0,3	2,7
2013 apr.	0,9	1,7	0,4	3,1	-0,4	1,4	1,8	0,8	4,4	0,0	2,4
mag.	1,0	1,2	0,6	1,8	-0,2	1,5	1,8	0,5	4,4	0,3	2,7
giu.	1,2	1,6	0,6	2,2	0,2	1,3	2,0	0,2	4,5	0,5	2,9
	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										
2013 gen.	3,27	1,96	1,61	4,29	3,21	3,97	6,23	3,91	5,90	1,80	1,82
feb.	3,25	2,01	1,73	4,28	3,22	4,06	6,29	3,99	5,72	2,00	1,92
mar.	3,54	1,98	1,59	4,32	3,17	4,15	6,38	3,93	5,86	1,92	1,65
apr.	3,47	1,82	1,42	4,34	3,15	3,95	5,65	3,50	5,46	1,66	1,46
mag.	3,36	1,67	1,45	4,38	3,10	3,54	5,08	3,28	5,23	1,79	1,62
giu.	3,40	2,14	1,72	4,63	3,17	3,54	6,02	3,95	5,43	2,05	1,96
	Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno; media nel periodo										
2013 gen.	1,27	0,50	0,30	1,58	0,50	0,53	5,80	4,03	5,71	1,21	0,51
feb.	1,23	0,50	0,33	1,31	0,49	0,47	-	3,80	5,60	1,19	0,51
mar.	1,23	0,49	0,27	1,17	0,47	0,47	-	3,48	5,10	1,25	0,51
apr.	1,22	0,47	0,26	1,03	0,44	0,62	4,57	3,29	4,31	1,24	0,51
mag.	1,21	0,46	0,24	1,14	0,41	0,74	4,71	2,86	3,83	1,20	0,51
giu.	1,20	0,46	0,26	1,71	0,39	0,73	4,48	2,69	4,20	1,22	0,51
	PIL a prezzi costanti										
2011	1,8	1,8	1,1	0,0	5,5	5,9	1,6	4,5	2,3	3,7	1,1
2012	0,8	-1,2	-0,4	-2,0	5,6	3,7	-1,7	1,9	0,4	0,7	0,2
2012 4° trim.	0,6	-1,6	-0,4	-2,0	5,8	3,1	-2,4	0,7	1,1	1,5	0,0
2013 1° trim.	0,4	-2,4	-0,7	-1,2	6,0	4,2	-0,3	0,5	1,9	1,6	0,3
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,6	1,4
	Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL										
2011	1,4	-2,3	5,9	-0,8	0,0	-1,3	3,1	-2,9	-4,0	6,9	-1,1
2012	0,0	-1,1	5,7	0,1	1,3	1,7	4,4	-1,3	-2,6	6,8	-3,5
2012 3° trim.	9,8	-4,4	7,7	21,5	4,8	2,7	5,8	-0,8	-3,9	7,1	-4,4
4° trim.	-1,7	0,8	6,0	-6,1	3,5	4,9	5,3	-0,8	-0,9	6,6	-3,0
2013 1° trim.	-4,3	1,9	2,2	-14,3	1,1	-2,8	5,2	-1,4	2,2	7,7	-3,8
	Debito estero lordo in percentuale del PIL										
2010	94,1	59,6	183,2	102,9	145,0	77,8	147,7	71,7	77,2	195,3	419,6
2011	94,8	60,5	182,9	101,6	136,2	75,4	128,0	70,9	74,6	189,8	384,3
2012 3° trim.	96,5	60,1	187,2	103,6	139,2	78,8	128,8	70,8	78,0	202,6	388,4
4° trim.	94,8	60,5	182,9	101,6	136,2	75,4	128,0	70,9	74,6	189,8	384,3
2013 1° trim.	93,4	62,2	185,3	101,9	138,6	73,7	132,0	72,6	74,9	194,2	392,5
	Costo del lavoro per unità di prodotto										
2011	3,0	0,5	-0,1	0,7	2,1	-0,1	1,8	1,1	0,7	-0,6	1,4
2012	0,2	3,2	1,6	1,2	2,8	2,0	4,8	0,9	6,8	3,2	2,9
2012 3° trim.	1,0	2,2	1,5	1,6	3,2	1,7	5,1	1,3	9,1	3,7	2,9
4° trim.	1,2	3,3	1,3	1,2	1,0	0,4	4,0	-0,1	7,1	3,9	1,8
2013 1° trim.	12,3	1,2	1,9	3,5	0,6	-0,6	0,4	2,8	1,3	2,1	-0,4
	Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)										
2011	11,3	6,7	7,6	13,5	16,3	15,3	11,0	9,6	7,4	7,8	8,0
2012	12,3	7,0	7,5	15,9	14,7	13,3	10,9	10,1	7,0	8,0	7,9
2013 1° trim.	12,8	7,2	7,1	16,8	12,5	12,5	10,9	10,6	7,1	8,1	7,8
2° trim.	12,7	7,0	.	16,5	.	11,9	.	10,7	7,5	8,0	.
2013 apr.	12,8	7,1	7,0	16,6	.	12,2	10,4	10,7	7,3	8,3	7,7
mag.	12,7	7,0	6,8	16,5	.	11,7	10,4	10,7	7,5	7,9	.
giu.	12,6	6,8	.	16,5	.	11,7	.	10,6	7,6	8,0	.

Fonti: BCE, Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali, Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

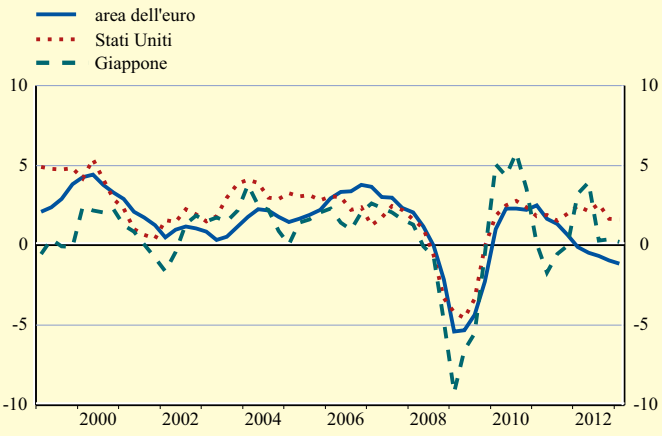
9.2 Indicatori economici e finanziari negli Stati Uniti e in Giappone

(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; [4] 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	1,1	2,2	4,2	8,1	8,5	0,43	1,88	1,2848	-8,7	90,0
2012 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	3,8	1,7	3,3	7,8	7,5	0,32	1,88	1,2967	-8,5	90,0
2013 1° trim.	1,7	1,1	1,6	2,6	7,7	7,1	0,29	2,09	1,3206	.	.
2° trim.	1,4	.	.	2,1	7,6	6,9	0,28	2,82	1,3062	.	.
2013 mar.	1,5	-	-	2,9	7,6	6,9	0,28	2,09	1,2964	-	-
apr.	1,1	-	-	1,9	7,5	7,1	0,28	1,92	1,3026	-	-
mag.	1,4	-	-	2,3	7,6	6,9	0,27	2,40	1,2982	-	-
giu.	1,8	-	-	2,2	7,6	6,8	0,27	2,82	1,3189	-	-
lug.	.	-	-	.	.	.	0,27	2,91	1,3080	-	-
	Japan										
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	-2,3	1,9	-0,3	4,4	2,5	0,19	0,84	102,49	.	.
2012 2° trim.	0,1	-4,2	3,9	5,3	4,4	2,4	0,20	0,84	102,59	.	.
3° trim.	-0,4	-0,8	0,3	-4,6	4,3	2,4	0,19	0,78	98,30	.	.
4° trim.	-0,2	-1,1	0,4	-5,9	4,2	2,3	0,19	0,84	105,12	.	.
2013 1° trim.	-0,6	-0,5	0,2	-7,7	4,2	2,9	0,16	0,70	121,80	.	.
2° trim.	-0,3	.	.	.	.	3,5	0,16	1,02	129,07	.	.
2013 mar.	-0,9	-	-	-6,7	4,1	3,0	0,16	0,70	122,99	-	-
apr.	-0,7	-	-	-2,3	4,1	3,2	0,16	0,76	127,54	-	-
mag.	-0,3	-	-	.	4,1	3,5	0,16	1,05	131,13	-	-
giu.	0,2	-	-	.	.	3,8	0,15	1,02	128,40	-	-
lug.	.	-	-	.	.	.	0,16	1,01	130,39	-	-

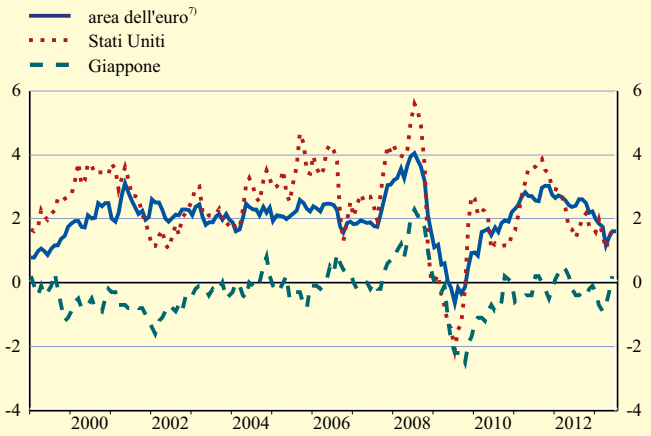
F41 PIL a prezzi costanti

(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 (*intermediari finanziari*)	S17
F10	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (*intermediari finanziari*)	S17
F11	Depositi totali per settore (*società non finanziarie e famiglie*)	S18
F12	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (*società non finanziarie e famiglie*)	S18
F13	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F14	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F15	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S35
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati	S37
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S38
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S39
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S41
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	S43
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S43
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S44
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S44
F25	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	S45
F26	*Spread* e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro	S45
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S46
F28	Occupazione: occupati e ore lavorate	S55
F29	Tasso di disoccupazione e tasso di posti vacanti	S55
F30	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	S60
F31	Debito (definizione di Maastricht)	S60
F32	B.d.p. dell'area dell'euro: conto corrente	S61
F33	B.d.p. dell'area dell'euro: investimenti diretti e di portafoglio	S61
F34	B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei beni	S62
F35	B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei servizi	S62
F36	Posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro	S65
F37	Posizione patrimoniale dell'area dell'euro per investimenti diretti e di portafoglio	S65
F38	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM	S70
F39	Tassi di cambio effettivi	S73
F40	Tassi di cambio bilaterali	S73
F41	PIL a prezzi costanti	S76
F42	Indici dei prezzi al consumo	S76

NOTE TECNICHE

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

(a) $$\left(\frac{0{,}5I_t + \sum_{i=1}^{2} I_{t-i} + 0{,}5I_{t-3}}{0{,}5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{2} I_{t-i-12} + 0{,}5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze corrette al mese t (vedi parte seguente). Analogamente, per l'anno che termina nel mese t, il tasso medio di crescita è calcolato come:

(b) $$\left(\frac{0{,}5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0{,}5I_{t-12}}{0{,}5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0{,}5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

SEZIONE 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 $D = D_1+D_2+ \ldots + D_i$, il tasso annualizzato applicabile è calcolato come:

(c) $$R_{ORLT} = \frac{D_1 R_{1,ORP} + D_2 R_{2,ORP} + \ldots + D_i R_{i,ORP}}{D}$$

SEZIONI DA 2.1 A 2.6

CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

Le transazioni mensili sono calcolate come differenze mensili nelle consistenze corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Indicando con L_t le consistenze alla fine del mese t, con C_t^M la correzione dovuta a riclassificazione alla fine del mese t, con E_t^M la correzione per la variazione del tasso di cambio e con V_t^M gli aggiustamenti per le ulteriori rivalutazioni, le transazioni F_t^M nel mese t sono definite come:

(d) $$F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Analogamente, le transazioni trimestrali F_t^Q per il trimestre che termina nel mese t sono definite come:

(e) $$F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

dove L_{t-3} rappresenta le consistenze alla fine del mese t–3 (la fine del trimestre precedente) e, ad esempio, C_t^Q è la correzione dovuta a riclassificazione nel trimestre che termina nel mese t.

Per quelle serie trimestrali per le quali sono ora disponibili dati mensili (vedi la nota successiva) le transazioni trimestrali possono essere derivate come somma delle tre transazioni mensili nel trimestre.

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

I tassi di crescita possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Utilizzando per F_t^M e L_t le definizioni fornite in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

(f) $$I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}}\right)$$

Attualmente, l'indice (per le serie non destagionalizzate) è calcolato con base dicembre 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) $$a_t = \left[\prod_{i=0}^{11}\left(1 + F_{t-i}^M / L_{t-1-i}\right) - 1\right] \times 100$$

(h) $$a_t = \left(I_t / I_{t-12} - 1\right) \times 100$$

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) $$a_t^M = \left(I_t / I_{t-1} - 1\right) \times 100$$

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) $$I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}}\right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese t (cioè a_t), può essere calcolato utilizzando la formula (h).

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO[1)]

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA[2)]. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette [3)]. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

SEZIONI DA 3.1 A 3.5

UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella sezione 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per le transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle 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) $$I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}}\right)$$

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) $$a_t = \left[\prod_{i=0}^{11}\left(1+{N_{t-i}^{M}}/{L_{t-1-i}}\right)-1\right]\times 100$$

(m) $$a_t = \left({I_t}/{I_{t-12}}-1\right)\times 100$$

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) $$\left(\frac{0{,}5I_t+\sum_{i=1}^{2}I_{t-i}+0{,}5I_{t-3}}{0{,}5I_{t-12}+\sum_{i=1}^{2}I_{t-i-12}+0{,}5I_{t-15}}-1\right)\times 100$$

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) $$\left(\frac{0{,}5I_t+\sum_{i=1}^{11}I_{t-i}+0{,}5I_{t-12}}{0{,}5I_{t-12}+\sum_{i=1}^{11}I_{t-i-12}+0{,}5I_{t-24}}-1\right)\times 100$$

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) $$a_t = \left[\prod_{i=0}^{5} \left(1 + {N_{t-i}^{M}}/{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

(q) $$a_t = \left({I_t}/{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

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) $$a_t = \left(\prod_{i=t-3}^{t} \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

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 consul-tare 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 31 luglio 2013.

Tutte le serie si riferiscono al gruppo dei 17 paesi membri dell'area dell'euro (gli Euro 17) 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 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 le statistiche che si basano sui bilanci del settore delle IFM ("statistiche monetarie"), i tassi di variazione sono compilati sulla base di indici concatenati, per i quali la nuova composizione ottenuta mediante il fattore di concatenamento decorre dal momento in cui il nuovo

paese accede all'area dell'euro. Pertanto, qualora l'accesso di un paese avvenga a gennaio di un determinato anno, i fattori che contribuiscono agli indici concatenati 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. Per ulteriori dettagli, cfr. *Manual on MFI balance sheet statistics* nella sezione "Statistics" del sito della BCE.

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – originariamente espressi nelle monete nazionali dei paesi partecipanti e convertiti in ECU utilizzando i tassi di cambio correnti – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche monetarie, i dati anteriori al 1999[1)] 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, Croazia, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, Svezia e Regno Unito.

Nella maggioranza dei casi, la terminologia impiegata nelle tavole è coerente con gli standard definiti a livello internazionale, come quelli del Sistema europeo dei conti (SEC 95) e il Manuale di bilancia dei pagamenti dell'FMI. Le transazioni fanno riferimento a scambi volontari (misurati direttamente o derivati), mentre i flussi includono anche variazioni delle consistenze dovuti a cambiamenti di prezzo o tasso di cambio, cancellazioni e altre variazioni.

Nelle tavole, la locuzione "fino a *n* anni" equivale a "non superiore a *n* anni".

PRINCIPALI INDICATORI

L'andamento dei principali indicatori economici per l'area dell'euro è sintetizzato in una tavola riassuntiva.

STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

La sezione 1.4 riporta le statistiche riguardanti riserva obbligatoria e fattori di liquidità. I periodi di mantenimento della riserva iniziano il giorno di regolamento della prima operazione di rifinanziamento principale (ORP) successiva alla riunione mensile in cui il Consiglio valuta la politica monetaria, per concludersi il giorno precedente la corrispondente data di regolamento del mese successivo. Le osservazioni a cadenza annuale e trimestrale si riferiscono ai valori medi dell'ultimo periodo di mantenimento delle riserve dell'anno/trimestre.

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).

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 creditizie come definite nella legislazione dell'UE, i fondi comuni monetari e le altre istituzioni la cui attività consista nel ricevere da soggetti diversi dalle IFM depositi e/o strumenti facilmente sostituibili a essi e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini economici). L'elenco completo delle IFM è consultabile sul sito Internet della BCE.

La sezione 2.2 presenta il bilancio consolidato del settore delle IFM che è ottenuto nettando il bilancio aggregato dalle posizioni fra IFM dell'area dell'euro. In conseguenza di alcune disomogeneità nelle prassi di registrazione contabile la somma delle posizioni fra IFM può non risultare necessariamente pari a zero; il saldo si trova nella colonna 10 dal lato delle passività della sezione 2.2. La sezione 2.3 presenta gli aggregati monetari e le contropartite dell'area dell'euro. Questi dati sono derivati dal bilancio consolidato delle IFM e includono le posizioni delle istituzioni diverse dalle IFM residenti nell'area dell'euro nei confronti delle IFM residenti nell'area; essi tengono anche conto di talune attività/passività delle amministrazioni centrali. Le statistiche sugli aggregati monetari e sulle contropartite sono presentate con riferimento a dati destagionalizzati e corretti per i giorni di apertura dei mercati. Nelle passività verso l'esterno dell'area, riportate nelle sezioni 2.1 e 2.2, sono inserite le posizioni detenute dai non residenti nell'area dell'euro in termini di: a) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro; b) titoli di debito emessi con scadenza fino a 2 anni da IFM site nell'area dell'euro. Nella sezione 2.3 queste poste sono tuttavia escluse dagli aggregati monetari e confluiscono nella voce "attività nette verso l'estero".

La sezione 2.4 fornisce un'analisi per settore, per tipo e per scadenza originaria dei prestiti 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/2008/32 [2)]. Definizioni dettagliate sul settore sono contenute nella terza edizione della pubblicazione *Monetary Financial institutions and market statistics sector manual - Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, marzo 2007).

La sezione 2.8 riporta le consistenze in essere e le transazioni relative al bilancio dei fondi di investimento dell'area dell'euro (esclusi i fondi comuni monetari, che sono ricompresi nelle statistiche sui bilanci delle IFM). I fondi di investimento sono organismi che investono il capitale raccolto tra il pubblico in attività finanziarie e/o non finanziarie. Una lista completa dei fondi di investimento dell'area dell'euro è disponibile sul sito Internet della BCE. Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le attività le quote/partecipazioni emesse da altri fondi di investimento. Le quote/partecipazioni emesse dai fondi di investimento sono anche disaggregate per strategia d'investimento (fondi obbligazionari, fondi azionari, fondi misti, fondi immobiliari, *hedge fund* e altri fondi) e per tipo (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.9 fornisce ulteriori dettagli sui principali tipi di attività detenute dai fondi comuni di investimento dell'area dell'euro. La sezione riporta una scomposizione geografica degli emittenti dei titoli di debito detenuti dai fondi d'investimento, nonchè una disaggregazione per settore economico degli emittenti residenti nell'area dell'euro.

2) G.U. L. 15 del 20.1.2009, pag. 14.

Da dicembre 2008 l'informazione statistica armonizzata è raccolta e compilata sulle base del Regolamento BCE/2007/8 [3] relativo alle statistiche sulle attività e passività dei fondi di investimento. Ulteriori informazioni sulle statistiche relative ai fondi di investimento sono disponibili nel *Manual on investment fund statistics* (BCE, maggio 2009).

La sezione 2.10 presenta il bilancio aggregato delle società veicolo finanziarie (SVF) residenti nell'area dell'euro. Le SVF sono società costituite per effettuare operazioni di cartolarizzazione. La cartolarizzazione consiste tipicamente nel trasferimento di una attività o di un insieme di attività ad una SVF che iscrive tali attività nel proprio bilancio come prestiti cartolarizzati, titoli non azionari, altre attività cartolarizzate. Il rischio di credito collegato a una attività o a un insieme di attività può venir trasferito a una SVF anche mediante l'uso di *credit default swaps*, garanzie o altri meccanismi simili. Il collaterale detenuto dalle SVF a fronte di tali esposizioni è costituito da depositi presso le IFM oppure da titoli diversi dalle azioni. Le SVF di norma cartolarizzano prestiti originati dal settore delle IFM. Le SVF devono segnalare tali prestiti nel bilancio o, indipendentemente dalla facoltà prevista per le IFM dalle regole contabili di cancellare il prestito dal proprio bilancio. Trovano separata indicazione i dati relativi ai prestiti cartolarizzati dalle SVF che rimangono iscritti nei bilanci delle IFM (e sono quindi segnalati nelle statistiche di quest'ultime). Da dicembre 2009 la raccolta dei dati trimestrali viene effettuata sulla base del Regolamento BCE/2008/30 [4].

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 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

3) G.U. L. 211 dell'11.8.2007, pag.8.
4) G.U. L. 15 del 20.1.2009, pag.1.

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 17 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 Svensson [5]. 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.

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

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.

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 tavola comprende anche dati sullo IAPC destagionalizzato, compilati dalla BCE, e indici provvisori dei prezzi amministrati basati sullo IAPC.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio (sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n. 1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine [6]. 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 specifici [7]. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE Rev. 2 sezioni da B a E) dei "Raggruppamenti principali di industrie", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 656/2007 del 14 giugno 2007 [8]. 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.

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

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.

2003 concernente l'indice del costo del lavoro [9] e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003 [10]. 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 95 [11]. Il SEC 95 è stato modificato dal Regolamento (UE) della Commissione del 10 agosto 2010 [12] 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.

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 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

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.

del 10 luglio 2000 [13], 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 destagionalizzati sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno 2002 sui conti trimestrali non finanziari delle amministrazioni pubbliche [14]. 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.

Il 9 dicembre il Consiglio direttivo ha adottato l'Indirizzo BCE/2011/23 [17] 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

13) G.U. L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.
14) G.U. L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.
15) G.U. L. 354 del 30.11.2004, pag. 34.
16) G.U. L. 159 del 20.6.2007, pag. 48.
17) G.U. L. 65 del 3.3.2012, pag. 1.

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, 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-21 è composto dagli 11 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-20 non include la Croazia. Il gruppo del TCE-40 comprende quelli del TCE-21 e i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Cile, 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.

I TCE deflazionati con i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera sono disponibili solo per il gruppo TCE-20. 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.

6 GIUGNO, 4 LUGLIO E 1° AGOSTO 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 0,50, all'1,00 e allo 0,00 per cento.

PUBBLICAZIONI PRODOTTE DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA

La BCE produce numerose pubblicazioni che forniscono informazioni sulle sue competenze principali: la politica monetaria, le statistiche, i sistemi di pagamento e di regolamento, la stabilità finanziaria e la vigilanza, la cooperazione europea e internazionale, e le questioni giuridiche.

PUBBLICAZIONI STATUTARIE

– Rapporto annuale
– Rapporto sulla convergenza
– Bollettino mensile

LAVORI DI RICERCA

– *Legal Working Paper Series*
– *Occasional Paper Series*
– *Research Bulletin*
– *Working Paper Series*

ALTRE PUBBLICAZIONI

– *Enhancing monetary analysis*
– *Financial integration in Europe*
– *Financial Stability Review*
– *Statistics Pocket Book*
– *La Banca centrale europea: storia, ruolo e funzioni*
– *The international role of the euro*
– *L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro ("General Documentation")*
– *La politica monetaria della BCE*
– *The payment system*

La BCE pubblica anche *brochure* e materiale informativo su un'ampia varietà di tematiche, ad esempio le banconote e le monete in euro, nonché atti di seminari e conferenze.

Per una lista completa dei documenti (in formato PDF) pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, predecessore della BCE dal 1994 al 1998, si prega di visitare il sito Internet della BCE all'indirizzo http://www.ecb.europa.eu/pub/. I codici della lingua indicano in quali versioni ciascuna pubblicazione è disponibile.

Salvo diversa indicazione, le copie a stampa possono essere ottenute a titolo gratuito singolarmente o in abbonamento, fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo e-mail info@ecb.europa.eu.

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 [*Eurosystem*]: il sistema di banche centrali costituito dalla BCE e dalle BCN degli Stati membri dell'UE la cui moneta è l'euro.

Fabbisogno (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*borrowing requirement (general government)*]: assunzione netta di debito da parte delle amministrazioni pubbliche.

Fattori autonomi di liquidità [*autonomous liquidity factors*]: fattori di liquidità quali, ad esempio, le banconote in circolazione, i depositi delle amministrazioni pubbliche presso la banca centrale e le attività nette sull'estero della banca centrale, che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria.

Fondi di investimento (esclusi i fondi comuni monetari) [*investment funds (except money market funds)*]: istituzioni finanziarie che gestiscono collettivamente portafogli di capitale raccolto tra il pubblico, investendolo in attività finanziarie e non finanziarie. Cfr. anche **IFM.**

Forze di lavoro [*labour force*]: il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

Garanzie [*collateral*]: attività costituite in pegno o trasferite in altra forma a garanzia del rimborso di un finanziamento, nonché attività cedute nell'ambito di operazioni pronti contro termine. I titoli conferiti in garanzia nell'ambito delle operazioni temporanee dell'Eurosistema devono soddisfare alcuni requisiti di idoneità.

IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [*MFIs (monetary financial institutions)*]: istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'area dell'euro. Esse includono: (a) l'Eurosistema; (b) gli enti creditizi residenti (come definiti nella legislazione dell'UE) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o altre forme di raccolta equiparabili ai depositi da enti diversi dalle IFM e, per proprio conto (almeno in termini economici), nel concedere credito e/o investire in titoli, nonché le istituzioni di moneta elettronica che sono che operano principalmente nell'intermediazione finanziaria sotto forma di emissione di moneta elettronica; (d) i fondi comuni monetari, ovvero società di investimento collettivo che investono in strumenti 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 manufatturiero 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) finanziare nette detenute da un'economia nei confronti del resto del mondo.

Prezzi alla produzione nell'industria [*industrial producer prices*]: i prezzi di fabbrica (i costi di trasporto non sono inclusi) di tutti i prodotti venduti dall'industria, escluse le costruzioni, sul mercato interno dei paesi dell'area dell'euro, al netto delle importazioni.

Prodotto interno lordo (PIL) [*gross domestic product (GDP)*]: il valore della produzione totale di beni e servizi di un'economia al netto dei consumi intermedi, più le imposte nette sui prodotti e sulle importazioni. Il PIL può essere scomposto per componenti di prodotto, di spesa e di reddito. I principali aggregati di spesa che compongono il PIL sono i consumi finali delle famiglie, i consumi finali collettivi, gli investimenti fissi lordi, la variazione delle scorte e le importazioni ed esportazioni di beni e servizi (compreso il commercio fra i paesi dell'area dell'euro).

Produttività del lavoro [*labour productivity*]: la produzione che può essere ottenuta con un dato *input* di lavoro. Essa si può misurare in diversi modi, ma di solito la misurazione viene effettuata dividendo il PIL (in volume) a prezzi costanti o per l'occupazione totale oppure per il totale delle ore lavorate.

Produzione industriale [*industrial production*]: il valore aggiunto lordo creato dall'industria a prezzi costanti.

Raccordo disavanzo-debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit-debt adjustment (general government)*]: la differenza tra il disavanzo e la variazione del debito delle amministrazioni pubbliche.

Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt-to-GDP ratio (general government)*]: il rapporto tra il debito pubblico e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 126, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo.

Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit ratio (general government)*]: il rapporto tra il disavanzo delle amministrazioni pubbliche e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 126, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea al fine di definire l'esistenza di un

disavanzo eccessivo. Viene anche definito rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

Redditi per occupato o per ora lavorata [*compensation per employee or per hour worked*]: la remunerazione totale, in denaro o in altra natura, che è pagabile dai datori di lavoro agli occupati, vale a dire i salari e gli stipendi lordi nonché le gratifiche, il pagamento degli straordinari e i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro, divisa per il numero totale degli occupati o per il numero totale di ore lavorate.

Riserva obbligatoria [*reserve requirement*]: obbligo che impone agli enti creditizi di detenere un ammontare minimo a titolo di riserva presso la banca centrale in un periodo di mantenimento predefinito. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri nel periodo di mantenimento.

Riserve ufficiali [*international reserves*]: attività sull'estero con disponibilità immediata e sotto il controllo delle autorità monetarie allo scopo di finanziare e regolare direttamente squilibri nei pagamenti attraverso interventi sui mercati dei cambi. Le riserve ufficiali dell'area dell'euro comprendono i crediti verso non residenti denominati in valuta diversa dall'euro, le riserve auree nonché i diritti speciali di prelievo e le posizioni di riserva presso il Fondo monetario internazionale detenuti dall'Eurosistema.

Società di assicurazione e fondi pensione [*insurance corporations and pension funds*]: le società e le quasi-società finanziarie la cui funzione principale consiste nel fornire servizi di intermediazione finanziaria derivanti dalla trasformazione di rischi individuali in rischi collettivi.

Società veicolo finanziaria (SVF) [*financial vehicle corporation (FVC)*]: entità la cui attività principale è l'effettuazione di cartolarizzazioni. Le SVF emettono, tipicamente, titoli negoziabili che sono offerti al pubblico o collocati presso privati. Tali titoli sono garantiti da un portafoglio di attività (generalmente prestiti) che sono detenute dalla SVF. In alcuni casi, un'operazione di cartolarizzazione può coinvolgere più SVF, dove una di esse a detiene le attività cartolarizzate mentre un'altra provvede a emettere i titoli garantiti da tali attività.

Stabilità dei prezzi [*price stability*]: è definita dal Consiglio direttivo come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Il Consiglio ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge lo scopo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento su un orizzonte di medio periodo.

Survey of Professional Forecasters (SPF): indagine trimestrale condotta dalla BCE sin dal 1999 presso un gruppo selezionato di esperti appartenenti a organismi del settore finanziario e non finanziario aventi sede nell'UE, finalizzata alla raccolta di previsioni macroeconomiche sull'inflazione, sulla crescita del PIL in termini reali e sulla disoccupazione nell'area dell'euro.

Svalutazione [*write-down*]: correzione al ribasso del valore di un prestito registrato nel bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto parzialmente irrecuperabile.

Tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro (nominali/reali) [*effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)*]: medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei principali partner commerciali dell'area. Gli indici del TCE dell'euro sono calcolati rispetto a diversi gruppi di paesi partner: il TCE-20 (comprendente i dieci Stati membri dell'UE non

appartenenti all'area dell'euro e dieci partner commerciali al di fuori dell'UE) e il TCE-40 (composto dal TCE-20 più altri 20 paesi). I coefficienti di ponderazione riflettono la quota di ciascun partner nel commercio di prodotti manifatturieri dell'area e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. I TCE reali si ottengono dai TCE nominali corretti per la differenza tra l'andamento di un indice ponderato di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; essi misurano pertanto la competitività di prezzo o di costo.

Tassi di interesse delle IFM [*MFI interest rates*]: i tassi di interesse praticati dagli enti creditizi residenti e da altre IFM, escluse le banche centrali e i fondi comuni monetari, sui depositi denominati in euro e sui prestiti nei confronti delle famiglie e delle società non finanziarie residenti nell'area dell'euro.

Tassi di interesse di riferimento della BCE [*key ECB interest rates*]: tassi di interesse fissati dal Consiglio direttivo, che riflettono l'orientamento di politica monetaria della BCE. Attualmente comprendono il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi presso la banca centrale.

Tasso di inflazione di pareggio [*break-even inflation rate*]: il differenziale tra il rendimento di una obbligazione nominale e quello di una obbligazione indicizzata all'inflazione, le cui scadenze siano uguali o quanto più possibile simili.

Tasso minimo di offerta [*minimum bid rate*]: limite inferiore fissato per i tassi di interesse a cui le controparti possono presentare le proprie offerte nelle aste a tasso variabile.

Titoli di stato indicizzati all'inflazione [*inflation-indexed government bonds*]: titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche; i pagamenti delle cedole e del capitale sono collegati a uno specifico indice dei prezzi al consumo.

Titolo di debito [*debt security*]: promessa da parte dell'emittente (prenditore) a effettuare uno o più pagamenti al detentore (prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Questi titoli recano solitamente uno specifico tasso di interesse (cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza. I titoli di debito con scadenza originaria superiore a un anno sono classificati come titoli a lungo termine.

Valore di riferimento per la crescita di M3 [*reference value for M3 growth*]: tasso di crescita sui dodici mesi di M3, considerato coerente con la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Volatilità [*volatility*]: grado di oscillazione di una variabile.

Volatilità implicita [*implied volatility*]: la volatilità attesa (cioè la deviazione standard) dei tassi di variazione dei prezzi di un'attività (ad es., un'azione o un'obbligazione). Può essere desunta dal prezzo dell'attività, dalla data di scadenza e dal prezzo di esercizio delle relative opzioni, nonché da un rendimento privo di rischio, utilizzando un modello per il calcolo dei prezzi delle opzioni, quale il modello Black-Scholes.