



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 SETTEMBRE





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



BOLLETTINO MENSILE SETTEMBRE 2013

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

© Banca centrale europea, 2013

Indirizzo

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main
Germany

Recapito postale

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main
Germany

Telefono

+49 69 1344 0

Sito internet

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

Fax

+49 69 1344 6000

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

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

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

*Le statistiche contenute
in questo numero sono aggiornate
al 4 settembre 2013.*

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

*Stampato nel mese di settembre 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 La convergenza a livello mondiale dei prezzi del gas naturale: possibili scenari	13
	Riquadro 2 Cina: prospettive nel breve periodo e orientamenti di politica economica nel medio termine	19
2	Gli andamenti monetari e finanziari	25
	Riquadro 3 Andamenti recenti nel conto finanziario della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro	32
	Riquadro 4 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dall'8 maggio al 6 agosto 2013	39
	Riquadro 5 L'espansione dei bilanci e la solidità finanziaria delle banche centrali in tempo di crisi: il caso dell'Eurosistema	43
	Riquadro 6 Riattivare il mercato europeo degli ABS: sfide e possibili soluzioni	51
	Riquadro 7 La politica monetaria della BCE durante la crisi finanziaria e gli andamenti dei prezzi delle attività	58
3	Prezzi e costi	73
	Riquadro 8 Andamenti recenti dei prezzi degli alimentari freschi	76
4	La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	85
	Riquadro 9 Andamenti recenti nel conto dei redditi di alcuni paesi dell'area dell'euro	90
	Riquadro 10 Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE	97
5	Andamento della finanza pubblica	104
	Riquadro 11 Attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi ai sensi del Patto di stabilità e crescita rafforzato nei paesi dell'area dell'euro	108

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO	SI
--	-----------

ALLEGATI

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

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 5 settembre, 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 informazioni e le analisi più recenti hanno ulteriormente confortato la precedente valutazione del Consiglio direttivo. Ci si attende che nell'area dell'euro le pressioni di fondo sui prezzi restino contenute nel medio termine. 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 di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. Allo stesso tempo, la crescita del PIL in termini reali è stata positiva nel secondo trimestre, dopo sei trimestri con il segno negativo, e gli indicatori del clima di fiducia fino ad agosto confermano le attese di un graduale miglioramento dell'attività economica a partire da bassi livelli. L'orientamento di politica monetaria seguita a essere mirato a mantenere il grado di accomodamento 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'economia. Guardando al futuro, l'orientamento di politica monetaria resterà accomodante finché sarà necessario, in linea con le indicazioni prospettiche fornite in luglio. 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 nel medio termine. Quanto alle condizioni del mercato monetario, queste hanno risentito anche del graduale riassorbimento della liquidità in eccesso. I rimborsi dei fondi ottenuti nel quadro delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a tre anni riflettono il miglioramento del clima di fiducia nei mercati finanziari, una certa diminuzione della loro frammentazione e la riduzione della leva finanziaria in atto presso le banche dell'area all'euro. Il Consiglio direttivo continuerà a prestare particolare attenzione alle implicazioni che tali andamenti potrebbero avere per l'orientamento di politica monetaria.

Per quanto riguarda l'analisi economica, dopo sei trimestri con il segno negativo, nel secondo trimestre del 2013 la crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro ha registrato lo 0,3 per cento sul periodo precedente. Tale incremento è in parte riconducibile a effetti transitori connessi alle condizioni meteorologiche nella prima metà di quest'anno. Da allora gli indicatori del clima di fiducia basati sulle indagini congiunturali fino ad agosto mostrano un ulteriore miglioramento a partire da bassi livelli, confermando nel complesso le precedenti aspettative del Consiglio direttivo circa una graduale ripresa dell'economia. Per i restanti mesi del 2013 e il prossimo anno ci si attende, in linea con lo scenario di base, un lento recupero del prodotto, soprattutto sulla scorta di un progressivo miglioramento della domanda interna sostenuta dall'orientamento accomodante della politica monetaria. Nell'area dell'euro l'attività economica dovrebbe altresì beneficiare di un graduale rafforzamento della domanda esterna di esportazioni. Inoltre i miglioramenti complessivi registrati dall'estate scorsa nei mercati finanziari sembrano trasmettersi via via all'economia reale, al pari dei progressi realizzati nel risanamento dei conti pubblici. A ciò si aggiunge che in tempi recenti i redditi reali sono stati favoriti da livelli di inflazione generalmente più bassi. Detto questo, la disoccupazione resta elevata nell'area dell'euro e i necessari aggiustamenti di bilancio nei settori pubblico e privato continueranno a gravare sull'attività economica.

Tale valutazione trova riscontro anche nelle proiezioni macroeconomiche di settembre formulate dagli esperti della BCE per l'area dell'euro, che indicano un calo del PIL in termini reali sul periodo corrispondente dello 0,4 per cento nel 2013 e un aumento dell'1,0 per cento nel 2014. Rispetto alle proiezioni dello scorso giugno elaborate dagli esperti dell'Eurosistema, il valore per il 2013 è stato

rivisto al rialzo di 0,2 punti percentuali per effetto, in ampia misura, dell'integrazione degli ultimi dati. Per il 2014 è stata invece effettuata una correzione di 0,1 punti percentuali al ribasso.

I rischi per le prospettive economiche dell'area dell'euro continuano a essere orientati verso il basso. La recente evoluzione delle condizioni nei mercati monetari e finanziari mondiali e le relative incertezze potrebbero incidere negativamente sulla situazione economica. I rischi al ribasso riguardano inoltre rincari delle materie prime a fronte di rinnovate tensioni geopolitiche, una domanda mondiale inferiore alle attese e una lenta o insufficiente attuazione delle riforme strutturali nei paesi dell'area dell'euro.

La stima rapida dell'Eurostat indica, conformemente alle aspettative, che in agosto l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si sarebbe collocata all'1,3 per cento nell'area dell'euro, in calo rispetto all'1,6 di giugno e luglio. Le ipotesi correnti circa gli andamenti del cambio e dei prezzi dell'energia inducono a ritenere che i tassi di inflazione resteranno contenuti nei prossimi mesi, in particolare data l'evoluzione dei prezzi dell'energia. Nell'adeguata prospettiva di medio periodo ci si attende che le pressioni di fondo sui prezzi permangano moderate, 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.

Tale valutazione è confermata anche dalle proiezioni macroeconomiche di settembre formulate dagli esperti della BCE per l'area dell'euro, secondo le quali l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si collocherebbe all'1,5 e all'1,3 per cento rispettivamente nel 2013 e nel 2014. A confronto con le proiezioni dello scorso giugno elaborate dagli esperti dell'Eurosistema, il valore per il 2013 è stato rivisto di 0,1 punti percentuali al rialzo, mentre per il 2014 è rimasto invariato.

I rischi per le prospettive sull'andamento dei prezzi dovrebbero essere ancora sostanzialmente bilanciati nel medio periodo; quelli al rialzo sono connessi in particolare a rincari delle materie prime nonché a incrementi superiori alle attese dei prezzi amministrati e delle imposte indirette, mentre quelli al ribasso riguardano un'attività economica più debole del previsto.

Passando all'analisi monetaria, i dati di luglio confermano che resta contenuta l'espansione di fondo dell'aggregato monetario ampio (M3) e, in particolare, del credito. Il tasso di incremento sui dodici mesi di M3 è ulteriormente diminuito, passando dal 2,4 al 2,2 per cento fra giugno e luglio; nello stesso periodo M1 ha continuato a registrare una crescita vigorosa, seppure in calo dal 7,5 al 7,1 per cento. L'espansione di M3 ha continuato a essere principalmente sostenuta dagli afflussi netti di capitale verso l'area dell'euro, mentre il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti al settore privato si è ulteriormente indebolito. In luglio il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) si è attestato allo 0,3 per cento, sostanzialmente invariato dal volgere dell'anno; quello relativo ai prestiti alle società non finanziarie (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) si è invece collocato al -2,8 per cento in luglio, rispetto al -2,3 per cento di 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.

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'at-

tuazione 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.

Al fine di ridurre ulteriormente gli squilibri e di promuovere la competitività, la crescita e la creazione di posti di lavoro è necessario che i paesi dell'area dell'euro continuino a portare avanti il proprio programma di riforme. Quanto alle politiche di bilancio, i governi non dovrebbero vanificare gli sforzi già compiuti allo scopo di ridurre il disavanzo pubblico e riportare il rapporto debito/PIL su un percorso discendente. La composizione del risanamento dovrebbe privilegiare misure 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 limitazione al minimo degli effetti distorsivi dell'imposizione fiscale. In termini di politiche economiche, le riforme dei mercati dei beni e servizi intese a potenziare la competitività agevoleranno la costituzione di nuove imprese, sosterranno il settore dei beni commerciabili internazionalmente e promuoveranno la creazione di posti di lavoro, mentre gli elevati tassi di disoccupazione richiedono riforme strutturali incisive per moderare le rigidità nel mercato del lavoro e incrementare la domanda di manodopera.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

La ripresa dell'economia mondiale procede con ritmo contenuto e con differenze da regione a regione. Gli indicatori delle indagini congiunturali sembrano in fase di ripresa, ma il clima di fiducia resta debole e questo indica la probabilità di una ripresa solo lenta su scala globale. Migliorano le prospettive di crescita per le principali economie avanzate non appartenenti all'area dell'euro, anche se una serie di fattori continuerà ad agire da freno sul medio periodo. Peggiorano invece le attese per le economie emergenti, dove tuttavia si prevede ancora che la crescita sia superiore rispetto ai paesi avanzati e fornisca un contributo significativo all'attività mondiale nel prossimo futuro. Il commercio globale rimane debole e gli indicatori congiunturali continuano a segnalare una ripresa modesta. Per quanto concerne i prezzi al consumo, l'inflazione si è mantenuta in luglio sostanzialmente stabile nelle economie avanzate e ha seguito andamenti differenziati in quelle emergenti.

I.1 ATTIVITÀ ECONOMICA E COMMERCIO MONDIALE

L'attività economica mondiale continua a recuperare, sebbene a ritmi ancora modesti e difformi. Gli indicatori di fiducia elaborati da indagini congiunturali sono migliorati negli ultimi mesi, ma la recente volatilità nei mercati finanziari sottolinea la fragilità della ripresa e l'incertezza circa le prospettive globali. Stime preliminari mostrano che nel secondo trimestre del 2013 la crescita dell'attività economica è stata pari allo 0,8 per cento sul periodo precedente, per l'insieme dei paesi del G20 (esclusa l'area dell'euro) in leggero aumento rispetto al primo semestre, in presenza di andamenti ancora eterogenei nei diversi paesi (cfr. tavola 1). Tra le economie avanzate, ha registrato un rafforzamento negli Stati Uniti e nel Regno Unito, per motivi in entrambi i casi riconducibili soprattutto al vigore degli investimenti e dei consumi privati. In Giappone, nonostante l'indebolimento della crescita nel secondo trimestre, l'attività sottostante ha evidenziato una ragionevole tenuta grazie

Tavola 1 Crescita del PIL in termini reali in alcune economie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	2011	Tasso di crescita annuo				Tasso di crescita trimestrale			
		2012	2012		2013		2012	2013	
			4° trim.	1° trim.	2° trim.	4° trim.		1° trim.	2° trim.
G20 ¹⁾	3,8	2,8	2,5	2,2	2,5	0,6	0,5	0,7	
G20, esclusa l'area dell'euro ¹⁾	4,4	3,7	3,2	2,9	3,1	0,8	0,7	0,8	
Stati Uniti	1,8	2,8	2,0	1,3	1,6	0,0	0,3	0,6	
Giappone	-0,6	2,0	0,3	0,1	0,9	0,3	0,9	0,6	
Regno Unito	1,1	0,2	0,0	0,3	1,5	-0,2	0,3	0,7	
Danimarca	1,1	-0,4	-0,4	-0,8	0,5	-0,7	-0,2	0,5	
Svezia	3,8	1,1	1,5	1,6	0,6	0,0	0,6	-0,1	
Svizzera	1,8	1,0	1,4	1,5	2,1	0,3	0,6	0,5	
Brasile	2,7	0,9	1,4	1,9	3,3	0,8	0,6	1,5	
Cina	9,3	7,7	7,9	7,7	7,5	1,9	1,6	1,7	
India	7,7	3,8	4,1	3,0	2,4	2,3	0,1	-0,5	
Russia ²⁾	4,3	3,4	2,1	1,6	1,2	0,6	-0,1	-	
Turchia	8,8	2,2	1,4	3,0	-	0,1	1,6	-	
Polonia	4,5	2,0	0,8	0,7	1,1	0,1	0,2	0,4	
Repubblica ceca	1,8	-1,2	-1,6	-2,4	-1,3	-0,3	-1,3	0,6	
Ungheria	1,6	-1,8	-2,5	-0,5	0,1	-0,5	0,6	0,1	

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

1) Il 2° trimestre 2013 è una stima sulla base degli ultimi dati disponibili.

2) Per la Russia non è disponibile il dato del 2° trimestre 2013.

a politiche monetarie e fiscali espansive. Nelle economie emergenti il PIL è aumentato a ritmi robusti negli ultimi mesi del 2012 e ha successivamente rallentato nella prima metà del 2013, in particolare in India e Cina. Nonostante il tasso di crescita del prodotto nei paesi emergenti sia superiore a quello delle economie avanzate, esistono segnali sempre maggiori di un recente indebolimento delle prospettive di crescita poiché l'andamento più fiacco della domanda interna, l'inasprimento delle condizioni finanziarie in alcune economie e il calo della domanda estera hanno pesato sull'attività.

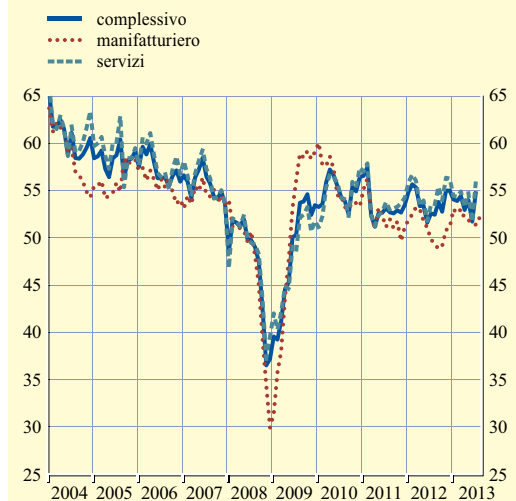
L'espansione del commercio mondiale è stata debole nel secondo trimestre del 2013. Secondo i dati del CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, l'interscambio di beni è cresciuto dello 0,3 per cento sul periodo precedente, in calo rispetto al +0,8 del primo trimestre. L'indebolimento della crescita aggregata cela andamenti difformi nelle varie regioni: nelle economie avanzate la dinamica dell'interscambio è migliorata, mentre in alcune aree emergenti le importazioni e le esportazioni hanno subito un rallentamento o una diminuzione. Ciò è in netto contrasto con quanto osservato negli ultimi trimestri, quando i paesi emergenti trainavano la crescita del commercio mondiale.

Nei mesi più recenti, gli indicatori delle indagini congiunturali si sono generalmente ripresi dopo il calo subito nel secondo trimestre del 2013. Il clima di fiducia rimane tuttavia debole, a suggerire che l'economia mondiale continuerà a espandersi a ritmi solo modesti. L'indice mondiale (esclusa l'area dell'euro) complessivo dei responsabili degli acquisti (PMI) è salito, in agosto, a 51,7, dopo essersi mantenuto stabile in luglio (cfr. figura 1). I risultati delle indagini segnalano che il clima di fiducia dei consumatori continua a migliorare in varia misura nei diversi paesi, pur partendo da livelli bassi. Nonostante la decelerazione dell'interscambio mondiale negli ultimi mesi, gli indicatori rimangono in linea con una graduale ripresa. Molti indicatori del commercio restano nel contempo su livelli storicamente bassi, facendo prefigurare una dinamica ancora modesta degli scambi nel breve periodo. Il PMI mondiale (esclusa l'area dell'euro) concernente i nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero è lievemente diminuito in agosto, a 49,9.

Le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a settembre 2013 (cfr. riquadro 10) prevedono un'accelerazione graduale dell'economia mondiale, seppure a ritmi considerevolmente diversi nei vari paesi, confermando sostanzialmente la valutazione contenuta nelle precedenti proiezioni (giugno 2013). Rispetto a quanto indicato nelle proiezioni di giugno, le condizioni finanziarie si sono inasprite, specie nelle economie emergenti, ed è probabile che ciò pesi sull'attività mondiale. L'inasprimento riflette in parte una diversa valutazione della portata delle future azioni di stimolo monetario statunitensi e delle modifiche nella configurazione dei flussi di capitali tra le economie avanzate e quelle emergenti. Al tempo stesso l'indicatore anticipatore composito dell'OCSE, concepito per anticipare i punti di svolta dell'attività economica rispetto al trend, è aumentato per il decimo mese consecutivo in giugno, a mostrare il rafforzamento della

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

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Markit.

crescita dell'area nel suo insieme (cfr. figura 2). Gli indicatori anticipatori compositi relativi alle maggiori economie emergenti segnalano tuttavia una stabilizzazione o un indebolimento. Il World Economic Climate Indicator dell'Ifo è diminuito lievemente nel terzo trimestre del 2013, poiché gli andamenti negativi in Asia hanno più che compensato le prospettive più favorevoli in Nord America e in Europa. Gli indicatori concernenti i singoli paesi mostrano nell'insieme che le prospettive di crescita evidenziano segnali di miglioramento nei principali paesi avanzati, mentre sembrano slancio leggermente più deboli in quelli emergenti.

La ripresa dell'economia mondiale dovrebbe procedere a ritmi ancora molto graduali poiché le prospettive a medio termine per i paesi avanzati saranno ancora moderate da una serie di fattori quali la debolezza dei mercati del lavoro, il processo ancora incompleto di riduzione del grado di leva finanziaria nel settore privato e le azioni di risanamento dei conti pubblici tuttora in corso. Al tempo stesso le crescenti difficoltà strutturali rendono improbabile un ritorno delle economie emergenti al rapido ritmo di espansione osservato nella parte precedente di questo secolo. In diversi paesi le prospettive di espansione a breve termine continuano altresì a essere favorite da azioni di stimolo fiscale aggiuntivo, che non possono essere sostenute indefinitamente dati i livelli elevati e crescenti del debito pubblico.

Le prospettive per l'economia mondiale sono ancora caratterizzate da un notevole grado di incertezza e i rischi per l'attività internazionale restano orientati verso il basso. Gli andamenti recenti delle condizioni monetarie e finanziarie globali e le connesse incertezze possono influire negativamente sulle condizioni economiche. Altri rischi al ribasso includono un aumento dei prezzi delle materie prime nel contesto delle rinnovate tensioni geopolitiche e una domanda mondiale più debole del previsto.

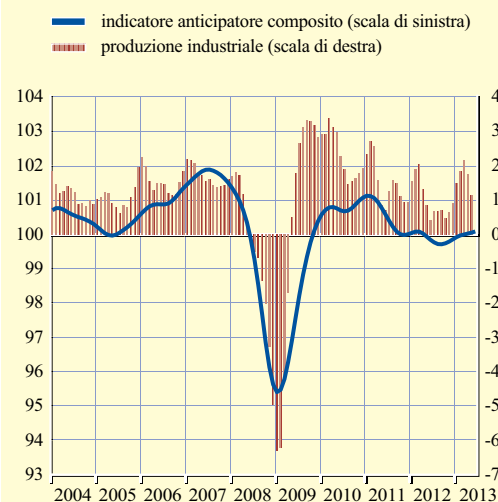
1.2 ANDAMENTI DEI PREZZI A LIVELLO INTERNAZIONALE

A luglio l'inflazione a livello mondiale si è mantenuta sostanzialmente stabile. Nell'area dell'OCSE l'inflazione al consumo sui dodici mesi era pari all'1,9 per cento (1,8 di giugno, cfr. tavola 2), un livello lievemente superiore rispetto alla prima metà del 2013 ma ancora inferiore a quelli raggiunti nell'anno precedente. Il tasso calcolato al netto dei beni alimentari ed energetici è stato pari all'1,5 per cento, invariato rispetto sia a maggio sia a giugno, a suggerire il possibile arresto della tendenza calante. Nelle economie emergenti l'inflazione ha seguito andamenti diversificati, scendendo in Brasile e Russia e mantenendosi invariata in Cina.

Per quanto concerne i prezzi dei prodotti energetici, le quotazioni del greggio di qualità Brent sono aumentate del 14 per cento dagli inizi di giugno 2013. Dopo essersi mantenute entro 100-106

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.

Tavola 2 Andamenti dei prezzi in alcune economie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	2011	2012	2013					
			feb.	mar.	apr.	mag.	giu.	lug.
OCSE	2,9	2,3	1,8	1,6	1,3	1,5	1,8	1,9
Stati Uniti	3,2	2,1	2,0	1,5	1,1	1,4	1,8	2,0
Giappone	-0,3	0,0	-0,6	-0,9	-0,7	-0,3	0,2	0,7
Regno Unito	4,5	2,8	2,8	2,8	2,4	2,7	2,9	2,8
Danimarca	2,7	2,4	1,0	0,7	0,4	0,6	0,6	0,4
Svezia	1,4	0,9	0,5	0,5	0,0	0,3	0,5	0,8
Svizzera	0,2	-0,7	-0,3	-0,6	-0,7	-0,5	-0,1	0,0
Brasile	6,6	5,4	6,3	6,6	6,5	6,5	6,7	6,3
Cina	5,4	2,6	3,2	2,1	2,4	2,1	2,7	2,7
India ¹⁾	9,5	7,5	7,3	5,7	4,8	4,6	4,9	5,8
Russia	8,4	5,1	7,3	7,0	7,2	7,4	6,9	6,5
Turchia	6,5	8,9	7,0	7,3	6,1	6,5	8,3	8,9
Polonia	3,9	3,7	1,2	1,0	0,8	0,5	0,2	0,9
Repubblica ceca	2,1	3,5	1,8	1,5	1,7	1,2	1,6	1,4
Ungheria	3,9	5,7	2,9	2,3	1,8	1,8	2,0	1,7
<i>Per memoria:</i>								
Inflazione di fondo dell'OCSE ²⁾	1,7	1,8	1,6	1,6	1,4	1,5	1,5	1,5

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

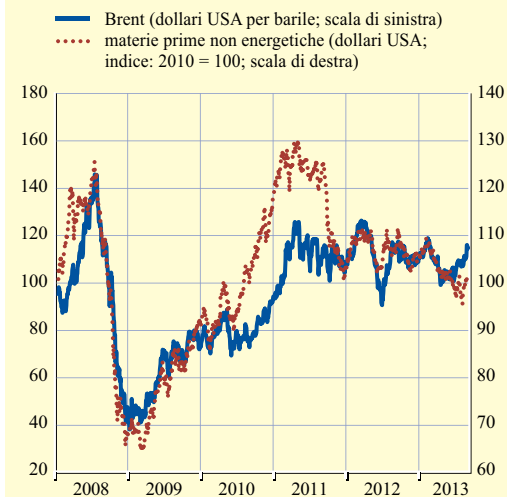
1) Inflazione WPI (Wholesale Price Index) per l'India.

2) Al netto della componente alimentare ed energetica.

dollari al barile dalla metà di aprile, esse hanno registrato un incremento ai primi di luglio e il 4 settembre risultavano pari a 115 dollari per barile. Al momento, i corsi del Brent si trovano approssimativamente sullo stesso livello di un anno fa.

Il recente aumento dei prezzi petroliferi ha riflesso l'impatto congiunto dell'intensificarsi delle tensioni geopolitiche, del calo della produzione dell'OPEC e dell'aumento della domanda delle raffinerie di petrolio. Dal lato dell'offerta, le tensioni in Egitto e Siria hanno sospinto le quotazioni verso l'alto come conseguenza dei timori di potenziali interruzioni delle forniture. Tali paure si sono inserite sullo sfondo di un calo della produzione in Libia, Iraq e Nigeria non compensato dall'aumento di quella in Arabia Saudita, che ha determinato una riduzione dell'offerta complessiva dell'OPEC. Dal lato della domanda, la richiesta maggiore del previsto da parte delle raffinerie a livello mondiale (trainata principalmente dai paesi non appartenenti all'OPEC) ha esercitato ulteriori pressioni al rialzo sui corsi petroliferi. 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 103 dollari al barile. Il riquadro 1 presenta una breve descrizione degli effetti della rivoluzione del gas di scisto statunitense sui corsi del gas.

Figura 3 Principali andamenti dei prezzi delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWI.

I prezzi delle materie prime non energetiche sono diminuiti in aggregato dell'1,5 per cento dagli inizi di giugno 2013, in presenza di una lieve volatilità (cfr. figura 3). La flessione è stata generalizzata, ma principalmente più forte per le derrate alimentari; in particolare, i prezzi dei cereali hanno subito un netto calo per via di prospettive favorevoli dal lato dell'offerta. Alla fine di agosto 2013 l'indice aggregato dei prezzi in dollari delle materie prime non energetiche era inferiore di circa il 7 per cento rispetto a un anno prima.

Riquadro I

LA CONVERGENZA A LIVELLO MONDIALE DEI PREZZI DEL GAS NATURALE: POSSIBILI SCENARI

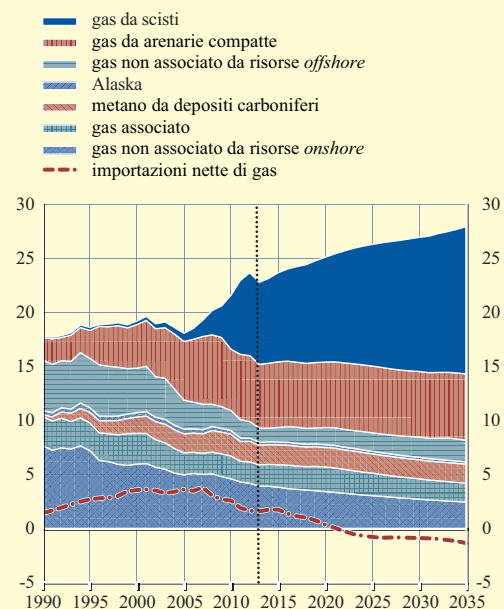
Il gas naturale è una fonte di energia sempre più importante su scala mondiale.¹ Nell'ultimo decennio le prospettive per i mercati del gas naturale sono cambiate drasticamente, dato che il progresso tecnologico ha portato allo sfruttamento di consistenti volumi di gas di scisto che in precedenza erano antieconomici da estrarre, specie negli Stati Uniti.² Questo riquadro analizza gli effetti che la rivoluzione del gas di scisto negli Stati Uniti ha prodotto sulle quotazioni del gas nel paese e valuta le implicazioni per la convergenza dei prezzi mondiali di questa materia prima.

La produzione statunitense di gas da scisti è cresciuta di oltre 20 volte tra il 2000 e il 2011 e ci si attende che entro il 2035 tale gas arrivi a rappresentare circa la metà del gas naturale estratto nel paese. Questi livelli di produzione potranno più che compensare il calo delle fonti di gas convenzionali e gli Stati Uniti diventeranno un esportatore netto di gas naturale entro il 2022 (cfr. figura A). I prezzi del gas statunitensi si sono ridotti a seguito della crisi finanziaria del 2008 e l'aumento della produzione interna di gas di scisto ha contribuito a mantenere le quotazioni su livelli bassi, in presenza di una certa volatilità. Attualmente i prezzi del gas nel paese sono inferiori di circa l'80 per cento rispetto ai massimi raggiunti nel 2005 (cfr. figura B).

Considerando che i mercati del gas sono in gran parte regionali, la rivoluzione del gas di scisto statunitense ha avuto finora un impatto limitato sui prezzi del gas in regioni al di fuori degli Stati Uniti (cfr. figura B). Questa segmentazione del mercato mondiale del gas è dovuta a difficoltà nel trasporto, differenze

Figura A Produzione di gas naturale negli Stati Uniti e importazioni nette di gas nel paese nel periodo 1990-2035

(in migliaia di miliardi di piedi cubi all'anno)



Fonte: Annual Energy Outlook 2012 dell'US Energy Information Administration.
Note: dati annuali. L'ultima osservazione si riferisce al 2035. La linea tratteggiata verticale indica l'inizio del periodo di proiezione.

1) Nel 2010 il gas naturale rappresentava all'incirca il 20 per cento dell'offerta mondiale di energia e il 20 per cento dei consumi energetici finali complessivi dei paesi dell'OCSE.
2) Il gas di scisto è una fonte non convenzionale di gas naturale intrappolata in formazioni scistose permeabili. Può essere estratto utilizzando tecniche di perforazione orizzontale unitamente alla fratturazione idraulica.

nella formazione dei prezzi su scala regionale e fattori di natura regolamentare. In primo luogo, il gas naturale è più difficile da trasportare rispetto al petrolio, che si trova allo stato liquido. Se la distanza è troppo grande per il trasporto tramite gasdotti, il gas naturale deve essere trasformato in gas naturale liquefatto (GNL), le cui infrastrutture sono molto onerose. In secondo luogo, riguardo alla formazione dei prezzi, in Australia, Stati Uniti e Regno Unito le quotazioni del gas naturale sono determinate dalle condizioni della domanda e dell'offerta nei mercati regionali a pronti del gas. Per contro, nell'Europa continentale il gas viene importato per lo più attraverso gasdotti ed è venduto per mezzo di contratti a lungo termine legati ai corsi petroliferi, sebbene in alcuni paesi europei stia prendendo piede la determinazione dei prezzi basata sul mercato.³ L'Asia provvede al proprio fabbisogno di gas importando il costoso GNL e regolando le operazioni principalmente mediante contratti a lungo termine indicizzati alle quotazioni del greggio. Infine, in merito al quadro regolamentare, negli Stati Uniti la costruzione e il funzionamento degli impianti di esportazione di gas naturale, oltre alle stesse esportazioni di gas del paese, sono soggetti all'approvazione delle autorità normative; questo riduce la capacità degli impianti statunitensi di rispondere

in modo rapido agli andamenti dell'offerta di gas. In ragione di tali fattori, l'arbitraggio a livello internazionale riconducibile alle differenze regionali nei prezzi del gas è stato finora limitato.

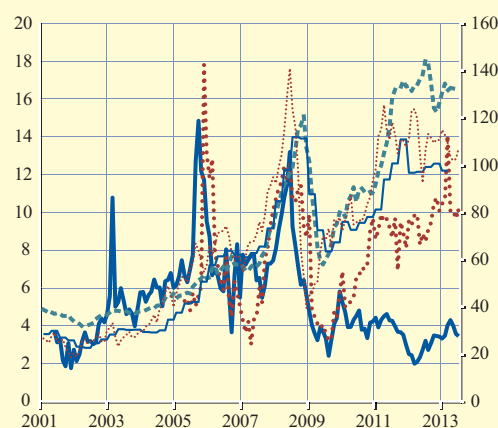
Tuttavia, le ampie divergenze nei corsi regionali del gas, sommate alla rapida crescita nei mercati del GNL, potrebbero portare la formazione dei prezzi verso un sistema basato maggiormente sul mercato, sostenendo così la convergenza delle quotazioni mondiali di questa materia prima. A tale proposito, la notevole disparità fra i prezzi del gas a pronti e quelli legati al greggio sin dal 2009 ha messo sotto pressione i fornitori di gas spingendoli ad accettare modifiche ai termini contrattuali. Di conseguenza, le quotazioni del gas in Europa sono sempre più legate ai prezzi del gas a pronti anziché ai corsi petroliferi, una quota crescente del gas scambiato a livello mondiale viene venduto direttamente a pronti e la durata media dei contratti tende a diminuire. Oltre all'aumento della pressione sui produttori di gas, un secondo fattore che probabilmente contribuisce a favorire la flessibilità dei prezzi e l'integrazione dei mercati è l'incremento del commercio relativo al GNL; ciò si deve al fatto che l'invio di GNL non richiede un collegamento fisico tra il

3) Dato che i mercati del gas a pronti si stanno sviluppando più velocemente nell'Europa nordoccidentale, al momento non esiste un singolo mercato europeo del gas poiché varia da paese a paese il grado della determinazione dei prezzi basata sul mercato e relativa alla definizione dei prezzi dei contratti a lungo termine.

Figura B Prezzi regionali del gas naturale e prezzi del greggio di qualità Brent

(dollari statunitensi per milione di BTU e dollari statunitensi al barile)

- Stati Uniti, Henry Hub
- ... Regno Unito, National Balancing Point
- Giappone GNL
- prezzo del gas all'esportazione della Russia
- ... greggio di qualità Brent (scala di destra)



Fonti: Bloomberg, Haver e Fame.

Note: il prezzo del gas all'esportazione della Russia è indicativo dei prezzi dei contratti a lungo termine europei. Milione di BTU sta per un milione di unità termiche britanniche (*British thermal units*). Per i dati mensili sui prezzi di riferimento del gas l'ultima osservazione si riferisce a luglio 2013, fatta eccezione per il GNL in Giappone i cui dati si riferiscono a maggio 2013. Riguardo ai dati trimestrali sui prezzi del gas all'esportazione della Russia, l'ultima osservazione si riferisce al primo trimestre del 2013.

fornitore e il cliente, a differenza di quanto accade per i gasdotti. Benché al momento solo un'esigua frazione dell'offerta di GNL sia liberamente scambiabile su scala mondiale, il commercio relativo al GNL ha raddoppiato il suo volume durante gli ultimi dieci anni poiché è divenuto più competitivo rispetto alla fornitura di gas attraverso gasdotti tradizionali. Pertanto, l'ottica di una crescita delle esportazioni di GNL dagli Stati Uniti sospinta dalla rivoluzione del gas di scisto nel paese potrebbe agevolare la convergenza dei prezzi mondiali del gas. Le prospettive per il gas naturale statunitense sono tuttavia soggette a sfide sul piano politico e regolamentare. Ad esempio, la normativa interna impedisce la rapida conversione degli impianti di importazione di GNL in impianti di esportazione poiché le esportazioni di gas devono essere approvate caso per caso; inoltre, i dibattiti politici riguardanti la sicurezza dell'approvvigionamento energetico e le problematiche ambientali alimentano ulteriormente l'incertezza che caratterizza le prospettive per le esportazioni statunitensi di GNL.

Nonostante tale incertezza, le proiezioni mostrano un incremento costante della produzione mondiale di gas naturale durante il prossimo ventennio, un dato attribuibile in larga misura alla rivoluzione del gas di scisto negli Stati Uniti, al potenziale di esplorazione dello scisto in altre regioni e alla scoperta di un vasto giacimento di gas in Qatar. In base alle aspettative, la crescita dell'offerta di gas naturale da fonti convenzionali e non convenzionali arriverebbe a più che compensare eventuali aumenti della domanda. A seconda del grado di convergenza delle quotazioni mondiali, è probabile che questo mantenga competitivi i prezzi del gas. Le proiezioni dell'Agenzia internazionale per l'energia indicano che i corsi del gas naturale negli Stati Uniti, in Europa e in Giappone raggiungeranno nel 2035 rispettivamente 8, 12 e 14 dollari statunitensi per milione di unità termiche britanniche (*British thermal units*, BTU), un valore prossimo ai livelli a cui viene oggi scambiato il gas in queste regioni (cfr. figura B).⁴ In considerazione dei prezzi relativamente competitivi del gas naturale, i consumi globali di questa materia prima saliranno più velocemente rispetto ai consumi di greggio nell'arco dei prossimi due decenni e la quota di gas naturale nell'offerta energetica mondiale seguirà a crescere.⁵

4) Cfr. *Golden Rules for a Golden Age of Gas*, AIE, 2012.

5) In Europa, ad esempio, ci si attende che la domanda di petrolio nel periodo 2010-2035 diminuisca in media dell'1 per cento annuo, mentre le proiezioni indicano che la domanda di gas naturale salirà dello 0,7 per cento (cfr. *World Energy Outlook 2012*, AIE, 2012).

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 seconda stima del Bureau of Economic Analysis la colloca al 2,5 per cento in ragione d'anno sul periodo precedente, in aumento rispetto all'1,1 del primo trimestre. Il dato è stato rivisto al rialzo di 0,8 punti percentuali rispetto alla stima precedente, come conseguenza principale di correzioni verso l'alto del tasso di variazione delle scorte e dell'interscambio. L'intensificazione della crescita nel secondo trimestre va ricondotta alla spesa per consumi personali, sebbene il ritmo della crescita sia stato più lento rispetto al primo trimestre, al vigore degli investimenti fissi privati sia nel settore dell'edilizia residenziale sia negli altri settori e all'aumento delle esportazioni. Le scorte hanno contribuito per 0,6 punti percentuali in ragione d'anno. I consumi collettivi hanno invece continuato ad agire da freno, anche se la loro flessione nel secondo trimestre del 2013 è stata relativamente contenuta dopo due trimestri consecutivi di diminuzione sostanziale. Il contributo delle esportazioni nette è stato neutrale, di riflesso al vigore delle esportazioni e delle importazioni. Il reddito personale

disponibile in termini reali è aumentato del 3,2 per cento in ragione d'anno, dopo essersi ridotto del 7,9 per cento nel trimestre precedente, portando il tasso di risparmio personale al 4,5 per cento.

La ripresa economica dovrebbe in prospettiva accelerare nella seconda metà del 2013 grazie al miglioramento del clima di fiducia delle imprese e dei consumatori, al graduale recupero nei mercati del lavoro e delle abitazioni, al minore effetto di freno esercitato dalla politica fiscale e dal processo di ristrutturazione dei bilanci delle famiglie. Nonostante le banche abbiano allentato i criteri di erogazione del credito e la domanda di prestiti sia aumentata nel terzo trimestre, esiste il rischio di una prosecuzione della fase di inasprimento delle condizioni finanziarie nei prossimi mesi come conseguenza di più elevati tassi di interesse a breve e a lungo termine e del possibile impatto negativo degli stessi sull'attività economica. L'aumento dei prezzi degli immobili residenziali e delle azioni dovrebbe tuttavia concorrere a controbilanciare tale inasprimento. I dati di più recente pubblicazione hanno fornito indicazioni contrastanti circa il vigore del mercato del lavoro negli Stati Uniti. La creazione di posti di lavoro avrebbe perso lievemente slancio: in luglio i nuovi impieghi sono stati pari a 162.000, un livello che è il più basso da marzo e ben inferiore alla media mensile di circa 200.000 degli ultimi sei mesi. Il tasso di disoccupazione è per contro diminuito ulteriormente e in luglio era pari al 7,4 per cento, il livello minimo dall'inizio della crisi. La tenuta del clima di fiducia dei consumatori e i rilevanti effetti ricchezza positivi riconducibili al perdurante miglioramento del mercato delle abitazioni e all'ascesa dei corsi azionari dovrebbero sostenere i consumi privati. Dal lato dell'offerta, gli indicatori basati sulle indagini presso le imprese segnalano un graduale rafforzamento dell'attività manifatturiera.

A luglio l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è salita al 2,0 per cento (dall'1,8 di giugno). Tale incremento sui dodici mesi, il più elevato da febbraio 2012, va ricondotto in larga misura a un forte effetto base derivante dai prezzi dei beni energetici (cresciuti del 4,7 per cento in luglio) e al rincaro dei servizi di trasporto. Il tasso d'incremento dei prezzi dei beni alimentari è rimasto pari all'1,4 per cento e l'inflazione di fondo è salita lievemente (1,7 per cento, dall'1,6 di giugno). L'aumento dell'inflazione osservato negli ultimi tre mesi va imputato in larga parte a effetti base che dovrebbero venir meno nei mesi futuri. Si prevede inoltre che il considerevole margine di capacità inutilizzata nell'economia mantenga basse le pressioni di fondo sui prezzi.

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 di 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

In Giappone l'attività sottostante ha continuato a evidenziare una ragionevole tenuta, sorretta da politiche monetarie e di bilancio espansive. La stima preliminare dei dati di contabilità nazionale segnala che il tasso di incremento del PIL in termini reali sul periodo precedente si è mantenuto robusto nel secondo trimestre del 2013, allo 0,6 per cento, dopo essere stato lievemente rivisto allo 0,9 per cento nel primo trimestre. Un contributo positivo alla crescita è provenuto dai consumi sia pub-

blici sia privati, oltre che dalle esportazioni nette, mentre gli investimenti del settore privato hanno ristagnato nel secondo trimestre e le scorte hanno fornito un contributo negativo. In prospettiva, gli indicatori ad alta frequenza segnalano nell'insieme una dinamica invariata dell'attività economica. La produzione industriale è salita del 3,2 per cento sul mese precedente in luglio e l'indice sintetico dei consumi è sceso dello 0,7 per cento in giugno. In luglio le importazioni e le esportazioni di beni in termini reali sono diminuite rispettivamente dell'1,5 e del 4,9 per cento sul mese precedente. Gli indicatori del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese sono lievemente saliti in agosto sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi e l'indice di diffusione complessivo dei responsabili degli acquisti nel settore manifatturiero è salito da 50,7 a 52,2.

L'inflazione al consumo segue un andamento ascendente dagli inizi del 2013 e in giugno l'indice generale è passato in territorio positivo. In luglio è salita allo 0,7 per cento sui dodici mesi, dallo 0,2 del mese precedente, grazie soprattutto all'aumento dei prezzi dei beni energetici. L'inflazione di fondo (calcolata al netto dei prodotti alimentari, delle bevande e dei beni energetici) si è portata a -0,1 per cento in luglio, da -0,3 in giugno.

Nell'ultima riunione di politica monetaria, tenutasi il 5 settembre 2013, la Banca del Giappone ha deciso di mantenere invariato l'obiettivo per la base monetaria.

REGNO UNITO

Nel Regno Unito la crescita economica ha acquisito slancio nella prima metà del 2013. Il PIL in termini reali è aumentato dello 0,7 per cento sul periodo precedente nel secondo trimestre dell'anno, come conseguenza di un aumento generalizzato della domanda sia interna sia estera. In prospettiva, il forte miglioramento dei principali indicatori delle indagini congiunturali a luglio e agosto suggerisce una prosecuzione della fase di robusta crescita nel breve periodo. A medio termine, tuttavia, è probabile che il ritmo della ripresa rimanga lento. Pur continuando a compiere progressi costanti, il processo di aggiustamento dei bilanci del settore privato e pubblico dovrebbe ancora per qualche tempo frenare la domanda interna, e le prospettive per la dinamica delle esportazioni rimangono relativamente modeste. Il mercato del lavoro ha continuato a evidenziare una buona tenuta: nei tre mesi terminanti in giugno l'occupazione è salita ancora a ritmi costanti e il tasso di disoccupazione è stato pari al 7,8 per cento. Nel mercato delle abitazioni gli indicatori di attività e prezzi hanno continuato ad aumentare, sorretti dai recenti provvedimenti sul piano delle politiche, ma la dinamica del credito è rimasta fiacca.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è stata relativamente elevata negli ultimi mesi. A luglio 2013 l'inflazione generale è scesa di 0,1 punti percentuali, al 2,8 per cento, poiché il rincaro dei beni energetici è stato controbilanciato da un minore incremento dei prezzi di altri beni e servizi. 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 lievi pressioni al rialzo sull'inflazione. Nella riunione del 1° agosto 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. Ha altresì introdotto l'impiego di indicazioni prospettive ("*forward guidance*") impegnandosi a non aumentare il tasso di riferimento almeno fino a quando il tasso di disoccupazione non sarà sceso su un valore soglia del 7 per cento, sempre che le sue previsioni per l'inflazione a 18-24 mesi misurata sull'IPC restino inferiori al 2,5 per cento, le aspettative di inflazione a medio termine rimangano ancorate e l'orientamento della politica monetaria non ponga minacce significative per la stabilità finanziaria non arginabili attraverso altre azioni ufficiali.

ALTRE ECONOMIE EUROPEE

Nel secondo trimestre del 2013, il PIL in termini reali è diminuito dello 0,1 per cento sul periodo precedente in Svezia, a causa della debolezza della domanda interna e delle esportazioni, ed è invece aumentato dello 0,5 per cento in Danimarca grazie soprattutto al vigore delle esportazioni. In Svizzera ha continuato a espandersi a un ritmo robusto, pari allo 0,5 per cento sul periodo precedente. Si prevede che la crescita del PIL in termini reali acquisisca gradualmente slancio in Danimarca, Svezia e Svizzera. Con riferimento ai prezzi, l'inflazione sui dodici mesi misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è lievemente aumentata in Svezia e si è mantenuta su un livello basso (allo intorno allo 0,5 per cento) in Danimarca nel periodo recente. In Svizzera l'indice dei prezzi al consumo di luglio è rimasto invariato dopo 21 mesi di tassi d'inflazione negativi, principalmente dovuti ai ribassi dei beni energetici e più in generale al perdurante calo dei prezzi all'importazione.

Nei principali Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale (PECO), l'attività economica si è rafforzata. Statistiche preliminari mostrano che nel secondo trimestre del 2013 il PIL in termini reali è aumentato in Polonia, Repubblica Ceca, Romania e Ungheria. Guardando al futuro, si prevede che l'economia continui a recuperare gradualmente nel medio periodo. Le prospettive di crescita a breve termine sono tuttavia diverse nei vari paesi: in alcuni la crescita è trainata dalle esportazioni e in altri un contributo positivo è fornito dalla domanda interna, sorretta ad esempio dal buon andamento del raccolto. L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è rimasta mediamente bassa nei principali PECO durante gli ultimi mesi. L'aumento dei prezzi è stato frenato dalla debole dinamica dei prezzi delle materie prime e da effetti base favorevoli riconducibili ai precedenti aumenti delle imposte indirette e dei prezzi amministrati, oltre che da pressioni moderate dal lato della domanda interna.

In Turchia il PIL in termini reali è aumentato dell'1,6 per cento sul periodo precedente nel primo trimestre del 2013, sorretto dalla domanda interna. In Russia è invece diminuito dello 0,1 per cento sul periodo precedente nei primi tre mesi dell'anno, a causa del contributo negativo alla crescita fornito dagli investimenti e dalle esportazioni nette. Come in altri mercati emergenti, in entrambi i paesi le condizioni finanziarie si sono considerevolmente inasprite a partire da maggio. Esistono segnali di un lieve indebolimento dell'attività economica nel secondo trimestre in Turchia e di una dinamica ancora fiacca in Russia. Nei prossimi mesi si prevede tuttavia un miglioramento graduale. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è aumentata notevolmente in Turchia da maggio, riflettendo in parte l'indebolimento della lira turca. In Russia è scesa nello stesso periodo come conseguenza dei ribassi dei beni alimentari, ma si mantiene al di sopra dell'intervallo obiettivo fissato dalla Banca centrale russa per il 2013.

PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Nei paesi emergenti dell'Asia la crescita economica è stata lievemente più bassa del previsto nel secondo trimestre del 2013, principalmente a causa della minore espansione in Cina e India. Tale indebolimento va imputato alla dinamica fiacca della domanda estera e dei consumi privati. Nella maggior parte delle altre economie della regione è stato di norma osservato un moderato rafforzamento. Si prevede che la crescita nei paesi emergenti dell'Asia si intensifichi lievemente sulla scia del graduale miglioramento del contesto esterno e dell'irrobustimento della domanda interna.

In Cina il tasso di incremento del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è sceso al 7,5 per cento nel secondo trimestre del 2013, dal 7,7 del primo (cfr. anche il riquadro 2). La crescita è stata trainata soprattutto dagli investimenti, che hanno contribuito per 5,9 punti percentuali, mentre l'interscambio netto ha fornito un contributo negativo. Il ritmo di espansione delle esportazioni si

è nettamente ridotto nel secondo trimestre, al 3,7 per cento, dal 18,3 dei primi tre mesi dell'anno. Tale andamento è riconducibile alle minori esportazioni verso Hong Kong, generalmente ritenute sovrastimate nel primo trimestre. I dati relativi a luglio e agosto mostrano un miglioramento generalizzato degli indicatori dell'attività e del commercio, il che conferma le aspettative di una ripresa graduale della crescita. Al tempo stesso, gli sforzi delle autorità volti a contenere la rapida espansione del credito sia bancario sia non bancario sembrano produrre risultati. Il mercato delle abitazioni è rimasto vivace in luglio e i prezzi degli immobili residenziali hanno continuato ad aumentare per il quinto mese consecutivo.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è rimasta invariata al 2,7 per cento in luglio. L'avanzo del conto corrente è sceso al 2,1 per cento del PIL nel secondo trimestre del 2013, per il calo dell'avanzo commerciale, ma dovrebbe tornare a salire nel terzo grazie al recente recupero delle esportazioni. Il graduale apprezzamento del renminbi rispetto al dollaro statunitense si è arrestato a giugno 2013 e da allora il tasso di cambio si è collocato attorno a 6,17 renminbi per dollaro. Le riserve totali erano pari a 3.497 miliardi di dollari statunitensi a fine giugno, superiori di 257,0 miliardi di dollari rispetto a un anno prima.

Per quanto concerne gli altri paesi principali dell'Asia, in India l'attività si è mantenuta modesta in presenza di crescenti spinte inflazionistiche. Il tasso di incremento del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è sceso al 2,4 per cento nel secondo trimestre del 2013, dal 3,0 del primo, per l'indebolimento degli investimenti e dei consumi privati. L'inflazione sui dodici mesi dei prezzi all'ingrosso, utilizzata come misura preferenziale dell'inflazione dalla Reserve Bank of India, è salita al 5,8 per cento a luglio 2013. La Reserve Bank of India mantiene il suo tasso di interesse di riferimento invariato al 7,25 per cento da maggio 2013 per l'esistenza di considerevoli pressioni al ribasso nel mercato valutario e di maggiori deflussi di capitali. Tra maggio e agosto 2013 la rupia indiana ha perso oltre il 23 per cento rispetto al dollaro statunitense per la debolezza dei fondamentali macroeconomici, compresi gli ampi disavanzi di conto corrente e di bilancio, l'andamento stagnante della crescita e i ritardi nell'attuazione del programma di riforme. Nella Corea del Sud il tasso di espansione del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è salito al 2,3 per cento nel secondo trimestre del 2013, dall'1,5 del primo. Oltre ai consumi collettivi, che sono aumentati sostanzialmente, anche gli investimenti nel settore delle costruzioni e le maggiori esportazioni hanno contribuito all'accelerazione del prodotto. In luglio l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita all'1,4 per cento, un livello ancora inferiore all'intervallo obiettivo del 2,5-3,5 per cento fissato dalla banca centrale coreana. Quest'ultima mantiene invariato il proprio tasso di riferimento al 2,5 per cento da maggio 2013.

Riquadro 2

CINA: PROSPETTIVE NEL BREVE PERIODO E ORIENTAMENTI DI POLITICA ECONOMICA NEL MEDIO TERMINE

Alla luce del recente rallentamento della crescita in Cina, il presente riquadro si propone di esaminare i fattori che hanno determinato tale evoluzione e le prospettive di crescita del paese nel medio termine, soprattutto sulla base degli orientamenti finora formulati dal nuovo governo sul piano delle politiche.

Coerentemente con l'esperienza storica di altre economie, il potenziale di crescita economica della Cina tende a diminuire nel lungo periodo con l'aumentare del PIL pro capite. È scemato

lo slancio proveniente da un insieme di determinanti che hanno tradizionalmente sostenuto la vivace crescita economica cinese, nonché da fattori *una tantum* quali l'andamento demografico del paese, la sua adesione all'Organizzazione mondiale del commercio e l'adozione di tecnologie straniere. È improbabile che tali elementi vengano sostituiti del tutto da nuovi, come la rapida urbanizzazione o l'incremento dei consumi privati, ai fini del riequilibrio dell'economia. Inoltre, alcune recenti dichiarazioni del governo suggeriscono che la crescita di medio termine potrebbe essere inferiore alle precedenti aspettative, nell'ambito di politiche tese a portarla su livelli più contenuti ma maggiormente sostenibili.

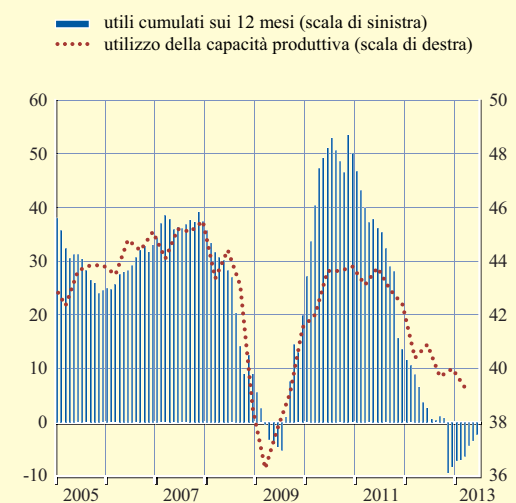
Si è già osservata una notevole moderazione della crescita. Sebbene la Cina continui a fornire un contributo fondamentale alla crescita mondiale, l'attività ha segnato un rallentamento; dopo un picco del 12,1 per cento nel primo trimestre del 2010, il tasso di variazione sul periodo corrispondente è sceso gradualmente, collocandosi al 7,9 per cento alla fine del 2012 e al 7,5 per cento nel secondo trimestre di quest'anno, rispetto a un tasso di crescita medio del 10,3 per cento nel periodo 2000-2010.

Uno dei fattori alla base di tale evoluzione è il minore incremento delle esportazioni. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle esportazioni, che era tornato ad aumentare dopo la crisi del 2008-2009 toccando livelli superiori al 30 per cento, segue una tendenza al ribasso dal 2010 e mostra adesso valori a una cifra, per effetto dell'indebolimento della dinamica del PIL in mercati chiave. È probabile che il miglioramento delle prospettive di crescita dell'Unione europea e degli Stati Uniti sostenga le esportazioni nei prossimi trimestri, ma un ritorno agli altissimi tassi di espansione registrati dopo l'ingresso del paese nell'Organizzazione mondiale del commercio nel 2001 sembra poco plausibile. La crescita della quota di mercato della Cina è andata gradualmente moderandosi, poiché l'apprezzamento del renminbi e l'emergere di concorrenti a basso costo, ad esempio tra i paesi del Sud-est asiatico, hanno limitato l'aumento delle esportazioni del paese.

Il rallentamento delle esportazioni si trasmette ora, a propria volta, all'economia nazionale. La capacità generata dai perduranti investimenti in settori manifatturieri orientati all'export non è più assorbita da esportazioni in continuo rialzo, dando luogo in alcuni comparti a un eccesso di capacità produttiva che non promette bene per la futura crescita degli investimenti. Secondo l'indagine condotta tra gli imprenditori dalla banca centrale della Repubblica popolare cinese, al momento l'utilizzo della capacità produttiva registra il calo più rapido dalla crisi del 2008-2009. L'eccesso di capacità sembra aver già influito anche sugli utili del settore industriale, a loro volta diminuiti (cfr. figura A), oltre a essere segnalato dall'insorgere di pressioni deflazionistiche. L'inflazione sui 12 mesi misurata sull'indice dei prezzi alla produzione (IPP) si trova in territorio negativo da marzo 2012, il periodo

Figura A Utili del settore industriale e utilizzo della capacità produttiva

(variazioni percentuali sui 12 mesi; indice di diffusione, valore neutro = 50)



Fonti: CEIC, Banca centrale della Repubblica popolare cinese, Istituto nazionale di statistica della Cina ed elaborazioni della BCE.

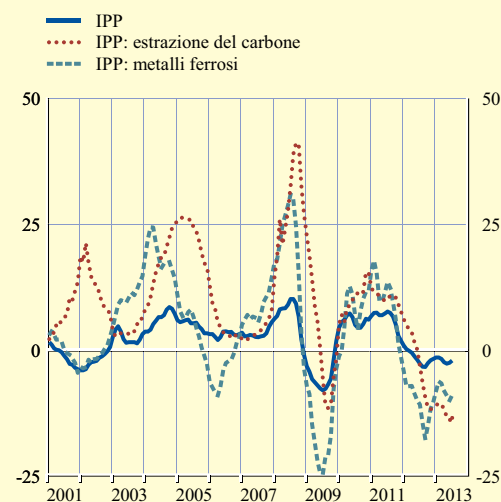
più lungo dal 2001-2002. Flessioni molto più consistenti sono state rilevate nell'industria pesante, ad esempio nel settore dell'estrazione del carbone e in quello della produzione di acciaio, che stando ai riscontri aneddotici evidenziano il maggior eccesso di capacità produttiva (cfr. figura B). In risposta, all'inizio dell'anno il governo ha dato disposizione alle banche di ridurre i prestiti ai settori caratterizzati da un eccesso di capacità.

Nonostante la flessione della crescita, sul fronte interno hanno continuato ad accumularsi rischi al ribasso. Il credito aumenta a un ritmo sostenuto, che dal 2009 è all'incirca doppio rispetto a quello del PIL in termini nominali. Di conseguenza, il rapporto credito/PIL della Cina ha mostrato un incremento del 170 per cento (ben al di sopra di quello di altri paesi con un livello di sviluppo simile) che riflette in certa misura lo sviluppo finanziario dell'economia di fronte alla crescente liberalizzazione del settore finanziario. Secondo alcuni, la crescita del credito sarebbe tuttavia attribuibile in parte a investimenti inefficienti, un'eventualità che desta preoccupazioni circa possibili rischi nel settore finanziario. In particolare, alcuni dei progetti di investimento di amministrazioni locali che rientrano nel pacchetto di stimolo da 4.000 miliardi di renminbi (pari al 12 per cento del PIL dell'epoca), varato nel 2008-2009 per contrastare gli effetti della recessione globale, hanno dato risultati insoddisfacenti. Secondo un rapporto pubblicato dall'ente nazionale di revisione nel 2011, oltre la metà dei progetti, molti dei quali sono stati finanziati attraverso il cosiddetto sistema bancario ombra, genera un flusso di cassa insufficiente a rimborsare i debiti. Inoltre, una sostanziale rivalutazione delle prospettive di crescita del PIL, e quindi del futuro incremento dei redditi delle famiglie, potrebbe determinare una correzione delle quotazioni immobiliari, che sono aumentate considerevolmente negli ultimi 15 anni. Mentre misure prudenziali rigorose, come requisiti elevati per il deposito iniziale, scoraggiano l'attività speculativa, un improvviso calo dei prezzi degli immobili, anche se soltanto temporaneo, potrebbe provocare una riduzione degli investimenti del settore, ripercuotendosi negativamente sull'economia nel suo complesso.

Le autorità sono consapevoli della necessità di riequilibrare l'economia e di moderare la crescita. Il nuovo governo, in carica dal marzo scorso, ha riconosciuto che l'attuale modello economico ad alta crescita basato sugli investimenti nel settore manifatturiero e sulle esportazioni è insostenibile; ha altresì sottolineato in più occasioni l'esigenza di portare la crescita su livelli inferiori ma più sostenibili, riducendo le distorsioni nell'allocazione di risorse all'interno dell'economia nazionale e potenziando il ruolo dei segnali di prezzo. L'esecutivo ha già disposto una diminuzione dei permessi amministrativi legati alle attività di investimento delle imprese, oltre ad aver sostituito l'imposta sulle attività del settore dei servizi con un'imposta sul valore aggiunto applicata uniformemente; si è altresì impegnato a proseguire le riforme in diversi ambiti, tra cui quello finanziario, con riguardo alla liberalizzazione dei tassi di interesse, dei tassi di cambio e dei movimenti di capitali, e nel mercato del lavoro, per facilitare la migrazione dalle zone rurali a quelle urbane, nonché a portare

Figura B Inflazione sui 12 mesi misurata sull'indice dei prezzi alla produzione (IPP)

(variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonti: CEIC e Istituto nazionale di statistica della Cina.

avanti la liberalizzazione dei corsi dei carburanti e dell'elettricità e interventi sulla tassazione degli immobili. La pubblicazione di piani di politica economica dettagliati è prevista per l'autunno di quest'anno. Inoltre, l'obiettivo di crescita per il 2013 è stato portato al 7,5 per cento, dall'8 per cento dell'anno passato. Le dichiarazioni rese dal governo nel corso dell'anno suggeriscono che il nuovo obiettivo è più credibile dei precedenti, spesso superati in ampia misura.

Appare quindi sempre meno probabile l'adozione su vasta scala di misure di stimolo della crescita. Peraltro, il pacchetto di incentivi del 2008-2009 ha causato un cospicuo aumento dell'indebitamento delle amministrazioni locali, portando lo stock di debito intorno al 20 per cento del PIL e riducendo la propensione del governo ad attuare altri stimoli di bilancio. Inoltre, una crescita del credito rapida non permette di allentare significativamente l'orientamento di politica monetaria, nonostante il basso livello dell'inflazione. Al tempo stesso, si impediranno diminuzioni repentine della crescita. A fronte del calo dell'espansione economica osservato nella prima metà del 2013, il governo ha annunciato alla fine di luglio misure di stimolo mirate per assicurare il raggiungimento dell'obiettivo del 7,5 per cento. Per il periodo 2014-2015 il primo ministro Li Keqiang si è impegnato a mantenere la crescita su un livello ragionevole, probabilmente superiore all'obiettivo del 7 per cento indicato nell'attuale piano quinquennale.

I tassi di crescita tendono a diminuire con l'aumento del PIL pro capite di un paese, di riflesso al venir meno di vantaggi *una tantum* come l'avvio del processo di spostamento della manodopera agricola inutilizzata verso attività più produttive e l'adozione di tecnologie straniere. Il PIL pro capite della Cina, pari all'incirca a 8.000 dollari (in termini di parità di potere d'acquisto), ha raggiunto un livello che anche in Giappone, in Corea e in altre economie asiatiche ha coinciso con l'inizio di un andamento discendente della crescita. Anche il fattore demografico contribuisce a questa evoluzione: nel 2012 la popolazione in età lavorativa della Cina ha mostrato una riduzione, benché marginale, dopo i continui aumenti registrati dal varo delle riforme nel 1978¹. Inoltre, si ritiene che vadano scemando anche gli effetti iniziali dell'adesione all'Organizzazione mondiale del commercio nel 2001, che avevano sestuplicato le esportazioni entro la fine del 2008.

Nel complesso, pur essendo probabile che il PIL della Cina registri un ulteriore rallentamento nel medio periodo, una decelerazione drastica appare poco plausibile. La contrazione dei tassi di crescita rientra nel processo di convergenza che la Cina attraversa. Inoltre, ridimensionare la dipendenza dell'economia dal credito e dagli investimenti comporterà inevitabilmente una crescita inferiore.

1) Ciononostante, è probabile che la manodopera agricola continui a spostarsi verso attività più produttive, considerando che il suo contributo all'occupazione resta elevato (al 34 per cento) rispetto all'incidenza sul valore aggiunto (10 per cento).

MEDIO ORIENTE E AFRICA

Nella prima metà del 2013 l'attività economica nei paesi esportatori di petrolio si è mantenuta robusta nonostante le interruzioni dell'offerta in alcune economie e la minore domanda di greggio prodotto dall'OPEC. L'hanno sorretta il livello elevato dei corsi petroliferi, il vigore della spesa pubblica e la dinamica vivace del settore privato non petrolifero. I paesi arabi in transizione sono stati per contro interessati da nuovi episodi di instabilità, che hanno frenato il prodotto e ulteriormente ritardato l'attuazione delle necessarie riforme. Nel resto della regione la crescita è stata sostenuta su livelli relativamente elevati, malgrado l'impatto negativo esercitato dalla debolezza della domanda estera e dal calo dei prezzi delle materie prime non petrolifere. Si prevede che il PIL registri un lieve rafforzamento verso la fine del 2013, di riflesso alla graduale ripresa delle economie avanzate e alla solida dinamica della domanda interna.

AMERICA LATINA

In America latina l'attività ha continuato a recuperare nella prima metà del 2013, anche se si ritiene che il recente inasprimento delle condizioni finanziarie abbia lievemente moderato la crescita. La ripresa è stata trainata dalla domanda interna, mentre le esportazioni nette hanno continuato ad agire da freno. Si prevede che l'economia della regione tragga beneficio dal graduale rafforzamento della domanda estera e dagli effetti ritardati del precedente allentamento monetario nei paesi principali, specialmente in Brasile, oltre che dall'attuazione delle riforme strutturali in Messico. La crescita potenziale dovrebbe tuttavia risultare lievemente inferiore al previsto in diverse economie e in particolare in Brasile, dopo un periodo prolungato di debolezza degli investimenti.

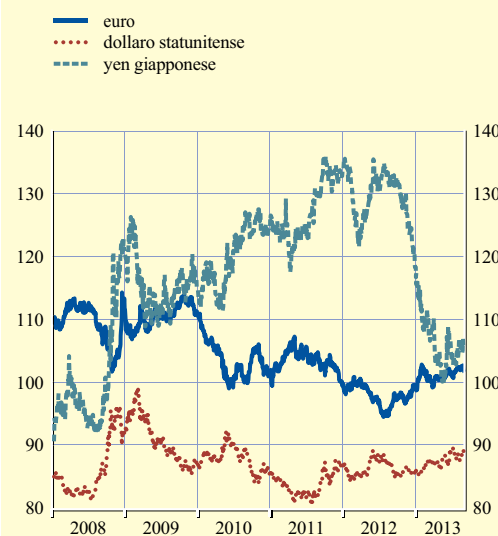
In Brasile il tasso di incremento del PIL in termini reali sul periodo precedente è salito all'1,5 per cento nel secondo trimestre del 2013, dallo 0,6 del primo. Tale risultato va ricondotto in larga parte all'aumento robusto, ancorché lievemente inferiore rispetto al passato, degli investimenti fissi lordi e alla ripresa delle esportazioni di beni e servizi, mentre i consumi sia collettivi sia privati sono rimasti deboli. Per quanto concerne il Messico, il PIL in termini reali si è ridotto dello 0,7 per cento sul periodo precedente nel secondo trimestre del 2013, dopo essere risultato invariato nel primo trimestre a seguito di una revisione al ribasso. Dal lato dell'offerta, la contrazione è stata attribuita al calo dell'attività nel settore sia secondario sia terziario. In Argentina si ritiene che la crescita del PIL in termini reali sia rimasta vigorosa nel secondo trimestre del 2013. Lo suggerisce la variazione sul trimestre precedente dello stimatore mensile dell'attività economica (*Estimador Mensual de Actividad Económica*) pubblicato dall'ufficio nazionale di statistica, salita al 2 per cento nel secondo trimestre, dall'1,6 del primo. In Brasile l'inflazione sui dodici mesi è rimasta elevata; in luglio è tuttavia scesa al 6,3 per cento dal 6,7 di giugno per via del calo dei prezzi dei prodotti alimentari (prima volta da luglio 2011). La banca centrale brasiliana ha mantenuto il ritmo di inasprimento monetario aumentando il tasso di riferimento di altri 50 punti base in agosto, al 9,0 per cento. In Messico l'inflazione sui dodici mesi è scesa al 3,5 per cento in luglio, dal 4,1 di giugno, riportandosi all'interno della banda di oscillazione del ± 1 per cento fissata dalla banca centrale attorno all'obiettivo del 3 per cento. Anche l'inflazione di fondo è diminuita, seppur in misura inferiore, passando dal 2,8 per cento di giugno al 2,5 di luglio.

1.4 TASSI DI CAMBIO

Negli ultimi tre mesi l'euro si è leggermente apprezzato in termini effettivi nominali in un contesto di bassa volatilità. I movimenti dei cambi sono stati per lo più connessi al variare delle attese degli operatori circa le prospettive economiche dell'area rispetto a quelle delle altre principali economie, oltre che agli andamenti delle aspettative sui tassi di interesse. La moneta unica ha conseguentemente registrato un lieve apprezzamento ai primi di giugno, si è indebolita nella seconda metà del mese e ai primi di luglio, ed è poi tornata a rafforzarsi fin verso la fine di agosto. Il 4 settembre 2013 il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato rispetto

Figura 4 Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, del dollaro statunitense e dello yen giapponese

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



Fonte: BCE.

Nota: il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro è calcolato nei confronti delle valute di 21 dei principali 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 4 settembre 2013	
		rispetto a:	
		3 giugno 2013	4 settembre 2012
Tasso di cambio effettivo dell'euro (TCE-21)		0,6	5,5
Renminbi cinese	18,6	1,1	1,0
Dollaro statunitense	16,8	1,3	4,7
Sterlina britannica	14,8	-0,9	6,5
Yen giapponese	7,1	0,5	32,9
Franco svizzero	6,4	-0,9	2,8
Zloty polacco	6,1	0,0	1,6
Corona ceca	5,0	0,1	3,6
Corona svedese	4,7	1,7	3,7
Won sudcoreano	3,9	-1,8	1,1
Fiorino ungherese	3,2	2,0	5,8
Corona danese	2,6	0,1	0,1
Nuovo Lev romeno	2,0	1,1	-0,8
Kuna croata	0,6	1,1	1,4

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.

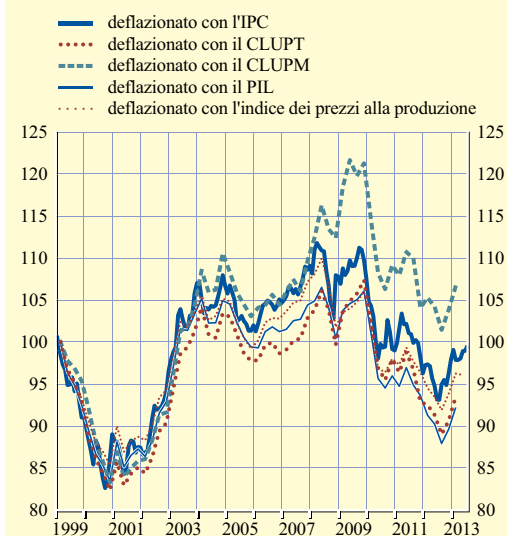
alle divise delle 21 più importanti controparti commerciali dell'area, si collocava su un livello superiore dello 0,6 per cento rispetto a quello dei primi di giugno e del 5,5 per cento rispetto a un anno prima (cfr. figura 4 e tavola 3).

In termini bilaterali, negli ultimi tre mesi l'euro si è apprezzato sul dollaro statunitense e sullo yen giapponese (rispettivamente dell'1,3 e 0,5 per cento) e si è deprezzato nei confronti della sterlina britannica (dello 0,9 per cento). La moneta unica ha altresì registrato un rafforzamento rispetto a gran parte delle altre valute europee, oltre che alle divise dei paesi esportatori di materie prime e delle economie emergenti in Asia. Le valute all'interno degli AEC II si sono mantenute sostanzialmente stabili rispetto all'euro, su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali.

Per quanto riguarda gli indicatori di competitività internazionale di prezzo e di costo dell'area dell'euro, ad agosto 2013 il tasso di cambio effettivo reale della moneta unica basato sui prezzi al consumo era superiore del 6,9 per cento rispetto a un anno prima (cfr. figura 5). Ciò ha riflesso in larga parte l'apprezzamento dell'euro in termini nominali registrato da allora, che è stato solo parzialmente controbilanciato dal minor tasso di inflazione al consumo nell'area rispetto ai suoi principali partner commerciali.

Figura 5 Tassi di cambio effettivi reali dell'euro

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



Fonte: BCE.

Nota: i tassi di cambio effettivi reali dell'euro sono calcolati nei confronti delle valute dei 21 principali partner commerciali dell'area dell'euro.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

Nel secondo trimestre e a luglio del 2013 la crescita dell'aggregato monetario ampio ha mostrato un ulteriore rallentamento, attribuibile in parte a effetti base. Al tempo stesso, nell'area dell'euro si sono osservati segnali di una diminuzione della frammentazione finanziaria, che pure resta su livelli elevati. Le migliori condizioni di finanziamento per le banche, i continui afflussi di capitale da investitori non residenti e la riallocazione di fondi dall'estero verso i paesi dell'area sottoposti a tensioni hanno sostenuto il calo della frammentazione e permesso una notevole riduzione della liquidità in eccesso detenuta presso la banca centrale. Nel contempo, i miglioramenti rilevati nei mercati finanziari e nella raccolta bancaria non si sono ancora tradotti in un aumento dei prestiti al settore privato non finanziario. In particolare, mentre i prestiti alle famiglie sembrano essersi ampiamente stabilizzati nel secondo trimestre dell'anno, quelli alle società non finanziarie hanno registrato un'ulteriore, considerevole flessione nel trimestre considerato e a luglio del 2013.

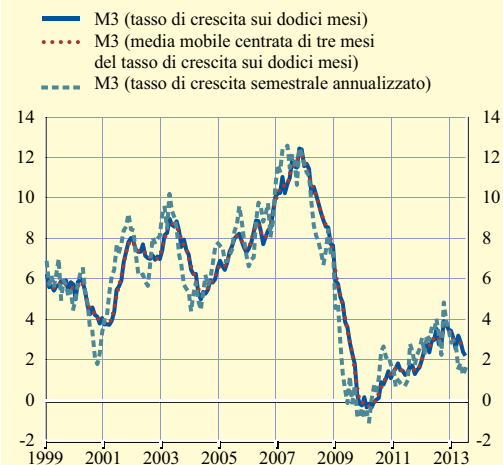
Il tasso di crescita sul periodo corrispondente di M3 è sceso al 2,2 per cento a luglio 2013, dal 2,8 per cento del secondo trimestre e dal 3,2 per cento del primo (cfr. figura 6 e tavola 4), nonostante un robusto afflusso mensile. Gli andamenti di M3 hanno continuato a essere trainati da una forte crescita di M1, che apporta il maggiore contributo all'espansione complessiva dell'aggregato monetario ampio.

L'evoluzione della crescita di M1 sul periodo corrispondente continua a rispecchiare una persistente preferenza per la liquidità, dati i livelli di remunerazione contenuti (e in calo) delle altre attività monetarie. Le più recenti dinamiche di M1 hanno riflesso perlopiù i consistenti afflussi osservati verso i depositi *overnight*, che hanno compensato i deflussi evidenziati dagli strumenti negoziabili e la moderazione degli altri depositi a breve termine. Questi continui rallentamenti della crescita degli strumenti meno liquidi di M3 non sono inconsueti nelle attuali circostanze. Ha contribuito a tale risultato una molteplicità di fattori, tra cui considerazioni legate ai profili di rischio/rendimento che favoriscono attività non comprese in M3, il calo della frammentazione finanziaria (ancora notevole) e la ricerca di rendimento da parte gli investitori. L'interazione fra i suddetti effetti ha trovato riscontro, ad esempio, nell'evoluzione dei vari indici dei mercati azionari, nei continui afflussi di capitale a favore dell'area dell'euro (in particolare delle economie sottoposte a difficoltà), nel miglioramento registrato dalla raccolta bancaria tramite depositi in gran parte dei paesi in difficoltà nel secondo trimestre del 2013, e nei cospicui afflussi verso fondi azionari, obbligazionari e misti rilevati nella prima metà dell'anno.

Tuttavia, il miglioramento delle condizioni di finanziamento delle banche non si è ancora tradotto in un maggiore impulso all'offerta di prestiti al settore privato non finanziario. Nel secondo trimestre e in luglio i prestiti al settore privato hanno mostrato un'ulteriore riduzione, riconducibile al rimborso netto di prestiti a società non finanziarie e alla modesta attività di prestito alle famiglie in presenza di una debole domanda,

Figura 6 Crescita di M3

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



Fonte: BCE.

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		2013		2013	
		3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	giu.	lug.
M1	53,8	4,6	6,2	6,8	8,1	7,5	7,1
Banconote e monete in circolazione	9,0	5,3	3,0	1,7	2,7	2,1	2,4
Depositi <i>overnight</i>	44,8	4,5	6,9	7,8	9,3	8,7	8,1
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	39,2	1,3	1,6	1,3	0,1	0,1	0,0
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	17,6	-0,9	-1,8	-3,7	-5,9	-5,6	-5,7
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	21,6	3,5	4,8	6,0	5,8	5,4	5,3
M2	93,0	3,2	4,2	4,3	4,6	4,3	4,0
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	7,0	1,9	-2,3	-8,5	-14,9	-17,0	-16,6
M3	100,0	3,1	3,6	3,2	2,8	2,4	2,2
Credito a residenti nell'area dell'euro	0,9	0,5	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	-0,5
Credito alle amministrazioni pubbliche	9,2	8,3	4,2	3,3	2,7	2,2	2,2
Prestiti alle amministrazioni pubbliche	1,5	1,9	-0,8	-2,6	-6,0	-5,7	-5,7
Credito al settore privato	-1,0	-1,3	-1,0	-1,0	-1,1	-1,2	-1,2
Prestiti al settore privato	-0,6	-0,8	-0,8	-1,1	-1,6	-1,9	-1,9
Prestiti al settore privato corretti per le cessioni e la cartolarizzazione ²⁾	-0,1	-0,4	-0,3	-0,6	-1,0	-1,4	-1,4
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)	-4,3	-5,1	-5,1	-4,6	-4,3	-4,0	-4,0

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.

nonché alla necessità di ridurre la leva finanziaria dopo gli eccessi del passato e, soprattutto in alcuni paesi dell'area dell'euro, ai perduranti vincoli dal lato dell'offerta.

Le principali contropartite della crescita di M3 sono state il considerevole miglioramento della posizione patrimoniale netta sull'estero delle IFM e i continui deflussi relativi alle passività finanziarie a più lungo termine osservati nel secondo trimestre e a luglio.

Nel complesso, gli andamenti monetari dei primi sette mesi dell'anno confermano il ritmo contenuto dell'espansione monetaria di fondo, che deriva in particolare dalla modesta attività di prestito delle IFM al settore privato.

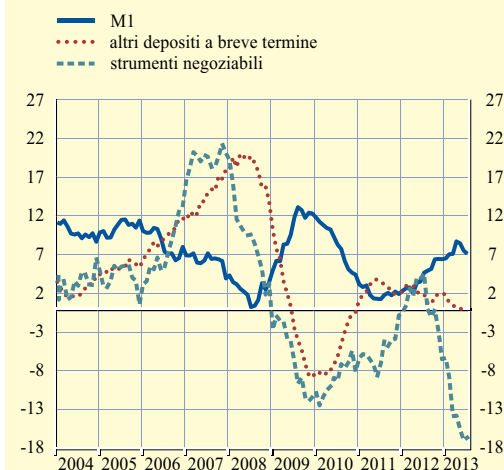
PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Gli andamenti degli strumenti liquidi compresi nell'aggregato monetario ristretto M1 sono rimasti la determinante principale dei flussi positivi evidenziati da M3 nel secondo trimestre e a luglio del 2013 (cfr. figura 7).

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente di M1 è aumentato ulteriormente, all'8,1 per cento nel secondo trimestre del 2013 dal 6,8 per cento nel primo, per poi decelerare più di recente e portarsi al 7,1 per cento in luglio (cfr. tavola 4). La dinamica del tasso di variazione risulta sostenuta nonostante il rallentamento registrato nel

Figura 7 Principali componenti di M3

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



Fonte: BCE.

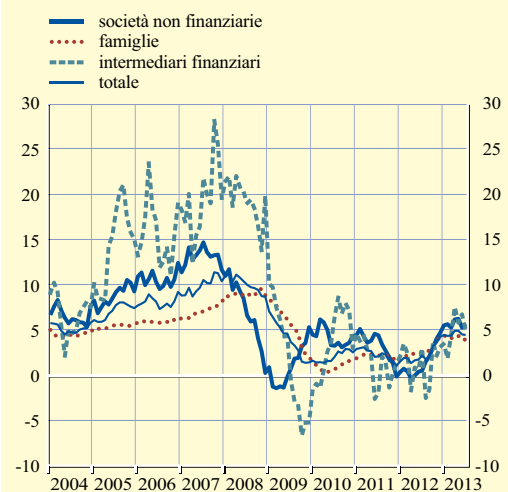
secondo trimestre dall'afflusso mensile verso i depositi *overnight*, poi risalito in certa misura a luglio. Il robusto incremento di M1 riflette una perdurante preferenza per i depositi liquidi da parte delle famiglie e delle imprese non finanziarie, a fronte dei bassi livelli di remunerazione delle attività comprese in M3. In tale contesto, è opportuno rilevare che la motivazione di fondo per cui i detentori di moneta trasferiscono fondi verso l'aggregato monetario ristretto è diversa da quella riscontrata alla fine del 2011 e all'inizio del 2012, quando gli investitori, in particolare quelli istituzionali, reagivano alle incertezze presenti nei mercati finanziari accumulando riserve cospicue. Se si ignorano le ragioni connesse con la creazione di riserve di liquidità da parte degli investitori istituzionali, concentrando dunque sulla crescita sul periodo corrispondente della parte di M1 attribuibile al settore privato non finanziario, l'aggregato mostra proprietà di indicatore anticipatore della crescita del prodotto a un orizzonte di circa tre o quattro trimestri, soprattutto per quanto riguarda i punti di svolta¹⁾.

Il tasso di incremento sul periodo corrispondente dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* (M2 meno M1) è diminuito allo 0,1 per cento nel secondo trimestre dall'1,3 per cento del primo, per poi calare ulteriormente in luglio allo 0,0 per cento (cfr. figura 8). Nel secondo trimestre sono stati rilevati ingenti deflussi dai depositi a termine a breve scadenza (depositi con durata prestabilita fino a due anni), mentre i flussi negativi dai depositi a risparmio a breve (depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi) hanno evidenziato un andamento debole, proseguito poi a luglio.

Dopo il -8,5 per cento registrato nel primo trimestre, il tasso di variazione sul periodo corrispondente degli strumenti negoziabili (M3 meno M2) ha mostrato un'ulteriore riduzione, portandosi al -14,9 per cento nel secondo trimestre e continuando a scendere in luglio, fino a raggiungere il -16,6 per cento. Nel secondo trimestre il settore detentore di moneta ha ridotto considerevolmente le consistenze in titoli di debito a breve termine (titoli di debito con scadenza originaria fino a due anni) delle IFM, il cui tasso di incremento sul periodo corrispondente è calato al -32,6 per cento nel secondo trimestre ed è poi nuovamente diminuito, portandosi al -34,9 per cento a luglio, rispetto al -17,8 per cento del primo trimestre. Analogamente, hanno evidenziato flessioni significative anche le quote e partecipazioni in fondi del mercato monetario (il cui tasso di crescita si è collocato al -9,7 per cento nel secondo trimestre e al -11,4 per cento a luglio, dal -4,3 per cento del primo trimestre) e, in misura minore, i contratti pronti contro termine (il cui tasso di variazione è risultato pari al -7,1 per cento nel secondo trimestre e al -6,5 per cento in luglio, a fronte del -9,5 per cento del primo trimestre). Nell'insieme, i deflussi dai fondi del mercato monetario rilevati nel trimestre in esame restano ascrivibili a considerazioni connesse con la remunerazione e all'attuale riallocazione di fondi verso altri tipi di investimento, malgrado la maggiore volatilità osservata a giugno nei mercati finanziari (per informazioni dettagliate, cfr. la sezione 2.2). I fon-

Figura 8 Depositi a breve termine e operazioni pronti contro termine

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



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

1) Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro *Il contenuto informativo della crescita in termini reali di M1 per la crescita in termini reali del PIL nell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2008 di questo Bollettino.

di del mercato monetario hanno riscontrato crescenti difficoltà nel generare significativi rendimenti positivi per gli investitori dato il livello molto basso dei tassi di interesse a breve termine. Questi tassi estremamente bassi stanno altresì incidendo sulla appetibilità dei titoli di debito a breve termine delle IFM. Al tempo stesso, la debole attività di emissione relativa ai titoli di debito delle IFM (per tutte le scadenze) e alle quote e partecipazioni in fondi del mercato monetario presenta anche un aspetto strutturale, dato che le iniziative regolamentari incentivano in particolare il finanziamento tramite i depositi, anziché il ricorso ai mercati.

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei depositi di M3 (che comprendono depositi a breve termine e contratti pronti contro termine e rappresentano l'aggregato monetario più ampio per cui sono disponibili informazioni attendibili a livello settoriale) è salito al 4,5 per cento nel secondo trimestre, dal 4,3 per cento del primo trimestre, per poi tornare a diminuire e portarsi al 3,9 per cento in luglio (cfr. figura 8). Come già in precedenza, l'aumento continua a essere riconducibile principalmente alle famiglie. È probabile che, soprattutto a luglio, gli andamenti dei flussi di depositi di M3 siano dipesi da un calo dell'avversione al rischio dei settori detentori di moneta, in un contesto caratterizzato da bassi tassi di interesse e da una crescente ricerca di rendimento. La domanda di moneta degli AIF (intermediari finanziari non monetari diversi dalle assicurazioni e dai fondi pensione che comprendono fondi di investimento e società veicolo che gestiscono le operazioni di cartolarizzazione) può talvolta presentare andamenti molto erratici essendo fortemente influenzata dalle condizioni di volatilità nei mercati finanziari e dalle variazioni nei rendimenti relativi di un'ampia gamma di attività finanziarie. Per quanto riguarda la ripartizione geografica dei flussi di depositi di M3 delle famiglie, alcuni dei paesi sottoposti a tensioni hanno evidenziato, negli ultimi mesi, un miglioramento della base di depositi che ha contribuito all'ulteriore allentamento della frammentazione finanziaria nell'area dell'euro.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto concerne le contropartite di M3, il tasso di crescita sul periodo corrispondente del credito delle IFM ai residenti dell'area dell'euro è sceso al -0,1 per cento nel secondo trimestre del 2013, dallo 0,0 per cento del periodo precedente, per poi raggiungere livelli ancora più negativi a luglio (cfr. tavola 4). Tale calo ha riflesso, in particolare, l'ulteriore contrazione del credito al settore privato e del tasso di crescita sul periodo corrispondente di quello alle amministrazioni pubbliche.

Il credito delle IFM alle amministrazioni pubbliche ha continuato ad avere un impatto positivo sull'espansione della moneta, anche se il suo tasso di incremento sul periodo corrispondente è diminuito al 2,2 per cento in luglio, rispetto al 3,3 per cento del secondo trimestre e al 4,2 per cento del primo. Il rallentamento osservato nel secondo trimestre va ampiamente ricondotto a una flessione dei prestiti al settore, mentre gli acquisti di titoli di Stato da parte delle IFM hanno seguito ad aumentare sul periodo corrispondente.

Il tasso di variazione sui dodici mesi del credito delle IFM al settore privato si è collocato al -1,2 per cento a luglio, dal -1,0 per cento registrato sia nel secondo che nel terzo trimestre. Tale evoluzione cela tendenze divergenti nelle varie voci. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei titoli diversi dalle azioni ha continuato ad aumentare portandosi in territorio positivo (all'1,1 per cento in luglio, rispetto al -3,9 per cento nel secondo trimestre e al -6,0 per cento nel primo), mentre quello relativo ad azioni e altre partecipazioni conserva un andamento robusto (situandosi al 6,2 per cento nel secondo trimestre e al 5,7 per cento in luglio, dal 5,5 per cento del primo trimestre). Per contro, il tasso di crescita dei prestiti al settore privato ha seguito a ridursi, dal -0,8 per cento del primo trimestre al -1,1 per cento del secondo e al -1,9 per cento di luglio, soprattutto di riflesso agli elevati rimborsi netti di prestiti delle IFM a società non finanziarie.

Il tasso di incremento sul periodo corrispondente dei prestiti al settore privato (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) ha mostrato un calo, collocandosi al -1,4 per cento a luglio dal -0,6 per cento del secondo trimestre e dal -0,3 per cento del primo (cfr. figura 4). A livello settoriale, a incidere negativamente sul totale del secondo trimestre sono stati i prestiti alle società non finanziarie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni), mentre quelli alle famiglie hanno segnato una crescita contenuta. Sono diminuiti anche i prestiti agli intermediari finanziari non monetari. Queste tendenze settoriali sono proseguite a luglio.

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle famiglie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) si è mantenuto stabile intorno ai livelli registrati al volgere dell'anno, confermando a luglio lo 0,3 per cento del secondo trimestre ed evidenziando un calo appena marginale rispetto allo 0,4 per cento del primo trimestre (per maggiori dettagli, cfr. la sezione 2.7).

Dopo essersi collocato al -1,9 per cento nel secondo trimestre e al -1,4 per cento nel primo, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM al settore privato (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) è sceso in luglio al -2,8 per cento. Sotto il profilo delle scadenze, sia nel secondo trimestre che a luglio i rimborsi si sono concentrati soprattutto su quelle più ravvicinate, interessando tutti i paesi dell'area (per informazioni più dettagliate, cfr. la sezione 2.6).

Nel complesso, il miglioramento delle condizioni di finanziamento delle banche nel primo trimestre non si è tradotto in una maggiore offerta di prestiti al settore privato non finanziario. In realtà, il credito a quest'ultimo settore ha mostrato un'ulteriore riduzione negli ultimi mesi. La debolezza dei prestiti bancari sembra rispecchiare principalmente l'attuale fase del ciclo e fattori strutturali connessi con la domanda, benché in diversi paesi permangano vincoli all'offerta.

In un'ottica più ciclica, fattori come la generale debolezza dell'attività economica, livelli di incertezza persistentemente elevati e la perdurante frammentazione dei mercati finanziari (per quanto in calo) tendono ora a ripercuotersi negativamente sulla domanda di prestiti. Nell'interpretare l'impatto di questi fattori sugli andamenti dei prestiti ai vari settori, occorre tenere a mente le tipiche differenze che sussistono fra la crescita dei prestiti alle famiglie e quella dei prestiti alle imprese nell'arco del ciclo economico. La prima tende infatti a evolversi sostanzialmente in linea con il ciclo, mentre la seconda reagisce ai suoi andamenti tendenzialmente con un ritardo di tre o quattro trimestri. Tali difformità nei profili ciclici sono ascrivibili a vari fattori. Per esempio, l'evoluzione tipica dei prestiti alle società non finanziarie potrebbe riflettere il fatto che inizialmente le imprese utilizzano i propri fondi interni e le linee di credito già stipulate con le banche, e solo in un momento successivo ricorrono al finanziamento esterno. Dal lato dell'offerta, è possibile che durante una ripresa gli istituti di credito preferiscano aumentare l'erogazione di prestiti alle famiglie prima che alle imprese, poiché i prestiti alle famiglie, in particolare quelli destinati all'acquisto di abitazioni, sono assistiti da maggiori garanzie²⁾.

In una prospettiva maggiormente orientata al medio periodo, ci si può attendere che la necessità di ridurre l'indebitamento delle famiglie e delle imprese in diversi paesi incida negativamente sulla domanda di prestiti. Infine, riflettendo una serie di fattori tra cui le caratteristiche specifiche del paese e dell'attività, le aziende hanno fatto ricorso sempre più a fonti di finanziamento alternative, che comprendono risorse generate internamente e l'accesso diretto ai mercati dei capitali attraverso l'emissione di titoli di debito.

I fattori di offerta continuano a ripercuotersi sulla crescita dei prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie, soprattutto nei paesi sottoposti a tensioni. In tale contesto, i risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro individuano nelle percezioni di rischio le principali deter-

2) Per un'analisi più dettagliata, cfr. l'articolo *Andamenti recenti dei prestiti al settore privato* nel numero di gennaio 2011 di questo Bollettino.

minanti all'origine dell'inasprimento dei criteri per l'erogazione del credito. Nella stessa ottica, la relativa riluttanza delle istituzioni creditizie a concedere prestiti potrebbe anche riflettere il tentativo di allineare le proprie decisioni in merito con i nuovi requisiti regolamentari.

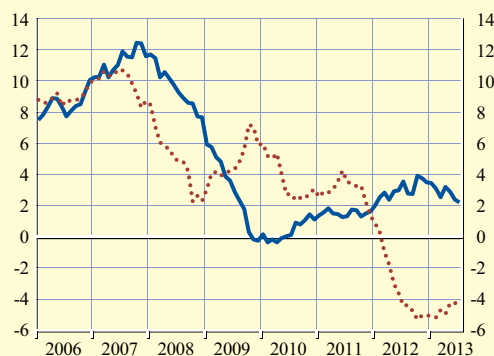
Quanto alle altre contropartite di M3, il tasso di incremento sul periodo corrispondente delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) si è portato al -4,0 per cento in luglio, dal -4,6 per cento del secondo trimestre e dal -5,1 per cento del primo (cfr. figura 9). Ciononostante, nel secondo trimestre si è registrato un altro deflusso trimestrale di notevole entità, sostenuto perlopiù dai flussi negativi per le consistenze di titoli di debito a lungo termine emessi dalle IFM dell'area dell'euro. Tali andamenti sono attribuibili alla generale riduzione della leva finanziaria in atto nel settore finanziario, in particolare nei paesi sottoposti a tensioni, nonché a considerazioni regolamentari, che spingono le banche a sostituire il finanziamento sul mercato del debito con la raccolta tramite depositi. Il rimborso netto di titoli di debito più a lungo termine emessi dalle IFM dell'area è proseguito sia nel secondo trimestre che a luglio. Al tempo stesso, in alcuni paesi in difficoltà le famiglie hanno mostrato la tendenza a trasferire i fondi verso depositi a più lungo termine, forse per effetto dei mutamenti intervenuti nel contesto regolamentare.

La maggiore fiducia nell'area dell'euro ha continuato a essere dimostrata dal lato delle contropartite dagli afflussi di capitale, come segnala il miglioramento della posizione netta sull'estero delle IFM. In effetti, tale aggregato, che comprende i flussi di capitale del settore detentore di moneta intermediati dalle IFM nonché i trasferimenti delle attività emesse da questo settore, ha evidenziato un nuovo flusso trimestrale positivo nel primo trimestre, seguito da un altro afflusso a luglio (cfr. figura 10). È così proseguita la serie di cospicui afflussi osservati da luglio del 2012, per un totale di 273 miliardi di euro nel periodo considerato (cfr. anche il riquadro 3).

Figura 9 M3 e passività finanziarie a più lungo termine delle IFM

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

— M3
 passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve)

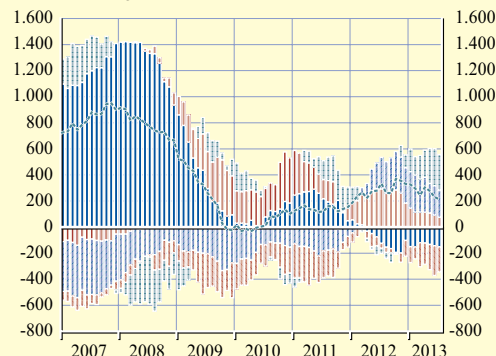


Fonte: BCE.

Figura 10 Contropartite di M3

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

— credito al settore privato (1)
 credito alle amministrazioni pubbliche (2)
 — attività nette sull'estero (3)
 passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve) (4)
 altre contropartite (inclusi capitale e riserve) (5)
 M3



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.

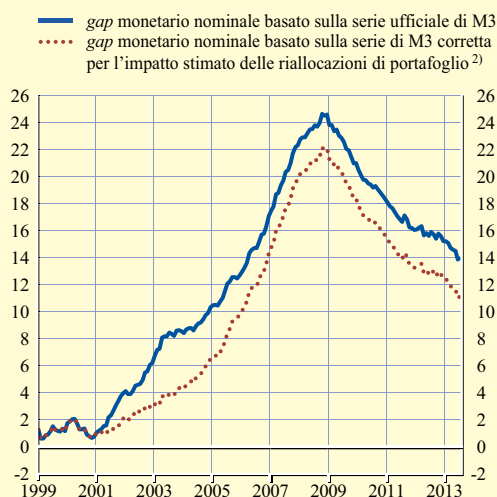
VALUTAZIONE COMPLESSIVA DELLE CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ NELL'AREA DELL'EURO

Gli andamenti monetari registrati da M3 tra la fine di dicembre 2012 e la fine di luglio 2013 si sono tradotti in un ulteriore calo della liquidità monetaria accumulata nell'area dell'euro prima della crisi (cfr. figure 11 e 12). Alcuni indicatori della liquidità monetaria tenuti sotto osservazione dalla BCE segnalano che una quota significativa dell'abbondante liquidità accumulata prima della crisi è stata ora riassorbita. In prospettiva, è possibile che certi indicatori si avvicinino a livelli indicati come maggiormente in linea con condizioni di liquidità equilibrate nell'economia. Nondimeno, occorre ricordare che questi indicatori vanno interpretati con cautela poiché si basano su una stima della quantità di moneta detenuta in equilibrio, caratterizzata da notevole incertezza.

Nel complesso, il ritmo dell'espansione di fondo della moneta e del credito è rimasto modesto nel secondo trimestre e in luglio. La crescita di M3 si è moderata nel secondo trimestre per effetto di una certa normalizzazione delle scelte di portafoglio in presenza di una riduzione della frammentazione finanziaria e della ricerca di rendimenti più elevati da parte degli investitori. Al tempo stesso, la crescita del credito al settore privato ha mostrato un andamento debole, soprattutto di riflesso all'attuale fase del ciclo e a fattori strutturali connessi con la domanda, nonché, in misura minore, a causa di fattori di offerta. In un'ottica di medio periodo, i presupposti indispensabili per una ripresa sostenuta del credito al settore privato sono il ripristino della capacità delle banche di assumere rischi e il ritorno della domanda di prestiti bancari da parte di tale settore.

Figura 11 Stime del *gap* monetario nominale ¹⁾

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

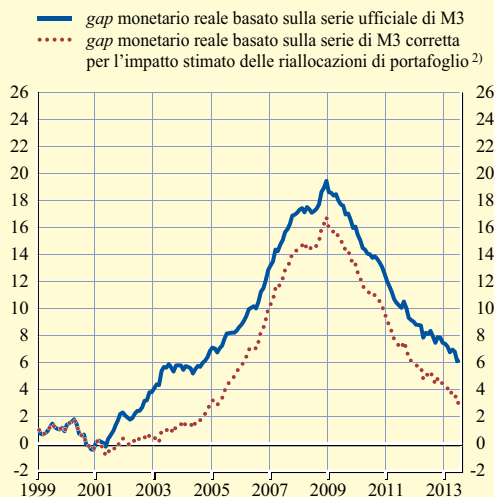


Fonte: BCE.

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

Figura 12 Stime del *gap* monetario reale ¹⁾

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



Fonte: BCE.

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

Considerato l'effetto frenante che la correzione degli eccessi passati sta avendo sull'espansione di fondo della moneta e del credito, la dinamica monetaria per l'insieme dell'area dell'euro non segnala rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Riquadro 3

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

Questo riquadro analizza gli andamenti nel conto finanziario della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro fino al secondo trimestre del 2013. Nei dodici mesi terminanti a giugno 2013 gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area hanno registrato nell'insieme afflussi netti per 64,5 miliardi di euro, contro deflussi netti per 60,0 miliardi nei 12 mesi precedenti (cfr. la tavola). Tali flussi netti in entrata sono stati più che controbilanciati dai flussi netti in uscita per "altri investimenti", pari a 324,5 miliardi di euro, in relazione al consistente avanzo nel conto corrente dell'area. Dopo l'annuncio delle operazioni definitive monetarie (ODM) a settembre 2012, le condizioni sui mercati finanziari sono migliorate e gli investitori esteri hanno notevolmente accresciuto l'esposizione verso azioni e strumenti di debito dell'area.

Il passaggio ad afflussi netti per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro nei dodici mesi terminanti a giugno 2013 è ascrivibile all'aumento dei flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio. Dopo l'annuncio delle ODM, gli investitori esteri hanno incrementato sensibilmente gli acquisti di titoli emessi da imprese dell'area diverse dalle IFM. Nel contempo anche i residenti nell'area hanno aumentato gli investimenti in titoli esteri, seppur in misura inferiore. Tale aumento è ascrivibile soprattutto all'acquisto di azioni estere e titoli di debito da parte delle imprese dell'area diverse dalle IFM, mentre queste ultime hanno continuato a effettuare vendite nette di strumenti di debito esteri in un contesto di ristrutturazione dei propri bilanci. I flussi netti

Principali voci del conto finanziario della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro

(miliardi di euro; dati non destagionalizzati)

	2013		Saldi cumulati su tre mesi				Saldi cumulati su 12 mesi	
	mag.	giu.	2012	2013		2012	2013	
			set.	dic.	mar.	giu.	giu.	giu.
Conto finanziario¹⁾	-9,8	-24,8	-41,6	-87,8	-37,8	-53,1	-68,9	-220,2
Investimenti diretti e di portafoglio netti	39,5	18,1	-19,7	44,9	-13,0	52,3	-60,0	64,5
Investimenti diretti netti	0,2	-5,1	-4,9	-40,4	-23,6	-11,7	-73,3	-80,6
Investimenti di portafoglio netti	39,2	23,2	-14,8	85,3	10,7	64,0	13,3	145,1
Azioni e altre partecipazioni	41,9	26,7	17,5	36,0	-10,3	62,9	126,4	106,1
Strumenti di debito	-2,7	-3,5	-32,3	49,3	20,9	1,1	-113,1	39,0
Obbligazioni e note	-2,6	-5,4	10,5	5,5	-3,7	14,2	5,2	26,5
Strumenti del mercato monetario	-0,1	1,9	-42,8	43,8	24,7	-13,1	-118,3	12,5
Altri investimenti netti	-41,5	-56,5	-24,6	-158,0	-34,1	-107,8	40,3	-324,5
di cui: imprese diverse dalle IFM²⁾								
Investimenti diretti netti	-0,6	-3,2	-6,9	-41,3	-27,4	-11,2	-77,9	-86,8
Investimenti di portafoglio netti	43,3	23,2	0,9	89,2	8,8	65,2	-5,7	164,1
Azioni e altre partecipazioni	44,5	40,4	20,6	56,5	11,4	80,6	88,3	169,1
Strumenti di debito	-1,2	-17,1	-19,7	32,7	-2,7	-15,3	-94,0	-5,0
Altri investimenti netti	21,5	-4,4	9,5	-50,2	3,4	15,6	8,9	-21,6

Fonte: BCE.

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

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

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

per “altri investimenti” sono divenuti negativi e hanno più che compensato gli afflussi per investimenti di portafoglio, riflettendo consistenti disinvestimenti dei non residenti da depositi e prestiti emessi dalle IFM dell’area.

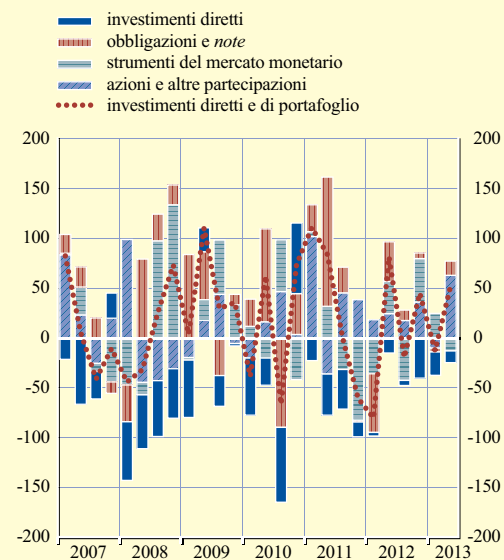
Nel secondo trimestre del 2013 gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi netti per 52,3 miliardi di euro, contro deflussi netti per 13,0 miliardi nel primo. I flussi per investimenti di portafoglio sono diminuiti nel secondo trimestre, in un contesto in cui sia gli investitori dell’area dell’euro sia quelli esteri hanno effettuato acquisti netti di azioni e strumenti di debito all’estero. A giugno 2013, ultimo mese per il quale sono disponibili le statistiche, sono stati registrati acquisti netti di azioni estere da parte degli investitori dell’area e di azioni dell’area da parte degli investitori esteri. Nello stesso mese questi ultimi hanno tuttavia ridotto le consistenze di titoli di debito dell’area, un calo che è stato in parte controbilanciato dalle vendite nette di obbligazioni estere a medio e lungo termine da parte dei residenti nell’area. Le passività delle IFM dell’area per “altri investimenti” hanno registrato deflussi netti nel secondo trimestre del 2013, dopo i modesti afflussi netti osservati nel primo. Inoltre, le IFM dell’area hanno accresciuto gli acquisti di attività estere afferenti al conto degli “altri investimenti” nel secondo trimestre del 2013, ma sono risultate venditrici nette a giugno 2013. Il mutamento di direzione osservato per alcuni flussi a giugno rispetto alle statistiche trimestrali complessive potrebbe essere ascrivibile all’incertezza degli investitori circa il graduale rientro delle politiche di allentamento quantitativo negli Stati Uniti.

Le IFM dell’area dell’euro hanno ridotto ulteriormente le attività in titoli di debito esteri, per ristrutturazioni di bilancio nel secondo trimestre del 2013, ma hanno continuato ad acquistare azioni estere. I non residenti avrebbero utilizzato parte dei fondi precedentemente investiti in azioni e in obbligazioni e note emesse dalle IFM dell’area per acquistare strumenti del mercato monetario dello stesso emittente, determinando vendite nette dei titoli emessi dalle IFM residenti. Le imprese dell’area diverse dalle IFM hanno lievemente accresciuto gli acquisti netti di strumenti esteri del mercato monetario, mentre hanno considerevolmente ridotto quelli di titoli di debito e di azioni estere. Gli acquisti netti da parte dei non residenti di titoli emessi da imprese dell’area diverse dalle IFM si sono mantenuti elevati, ma hanno subito un calo rispetto al trimestre precedente, nonostante l’espansione degli investimenti in azioni, a causa dei minori acquisti di titoli di debito a medio e lungo termine e dei deflussi netti per strumenti del mercato monetario.

Nell’insieme, gli afflussi netti per investimenti di portafoglio osservati nel secondo trimestre hanno concorso ad accrescere la liquidità nell’area dell’euro e questo si è in parte riflesso nell’evoluzione dell’aggregato monetario ampio M3. Come si evince dalla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti, le transazioni delle imprese diverse dalle IFM hanno avuto un ruolo rilevante nell’aumento della posizione patrimoniale netta sull’estero delle IFM nel secondo trimestre del 2013.

Principali voci del conto finanziario

(miliardi di euro; flussi netti trimestrali)



Fonte: BCE.

2.2 INVESTIMENTI FINANZIARI DEL SETTORE NON FINANZIARIO E INVESTITORI ISTITUZIONALI

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari dei settori non finanziari è diminuito lievemente nel primo trimestre del 2013, portandosi al 2,3 per cento, per effetto della perdurante debolezza del contesto economico e delle minori opportunità di reddito. Di riflesso, anche il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari delle società di assicurazione e dei fondi pensione ha mostrato un calo, collocandosi nel primo trimestre al 3,3 per cento. Infine, nel secondo trimestre del 2013 i fondi di investimento hanno evidenziato un ulteriore afflusso, che si è però collocato su livelli inferiori a quelli osservati nei due periodi precedenti; tale evoluzione è attribuibile principalmente al deflusso mensile registrato a giugno, che va ricollegato a un temporaneo incremento della volatilità dei mercati finanziari.

SETTORI NON FINANZIARI

Nel primo trimestre del 2013 (il periodo più recente per il quale sono disponibili i dati sui conti dell'area dell'euro) il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari complessivi dei settori non finanziari ha evidenziato una lieve flessione, portandosi al 2,3 per cento dal 2,5 per cento del quarto trimestre del 2012 (cfr. tavola 5). Tale andamento è ascrivibile a una minore crescita sul periodo corrispondente di circolante e depositi e a un'ulteriore contrazione dei titoli di debito. Il rallentamento della crescita di queste due categorie di investimento durante il trimestre è stato in parte compensato dal marginale aumento dei tassi di crescita sul periodo corrispondente delle quote in fondi comuni e delle riserve tecniche di assicurazione.

In un'ottica settoriale si evidenzia che l'accumulo di attività finanziarie da parte delle famiglie è sceso ancora nel primo trimestre, proseguendo la tendenza osservata dalla fine del 2010. Anche il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari delle amministrazioni pubbliche

Tavola 5 Investimenti finanziari dei settori non finanziari nell'area dell'euro

	Consistenze in essere in percentuale del totale ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente									
		2010 4° trim.	2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 4° trim.	2012 1° trim.	2012 2° trim.	2012 3° trim.	2012 4° trim.	2013 1° trim.
Investimenti finanziari	100	3,6	3,6	3,7	3,3	2,6	2,7	2,3	2,2	2,5	2,3
Circolante e depositi	24	3,2	3,8	4,2	3,8	3,3	4,1	3,4	3,6	3,7	2,9
Titoli di debito, esclusi											
i prodotti finanziari derivati	5	5,0	6,1	7,1	7,6	3,0	2,0	1,2	0,2	-5,5	-8,3
di cui: a breve termine	0	-7,7	0,0	7,5	1,9	20,4	17,1	19,7	19,9	-5,6	-18,6
a lungo termine	4	6,1	6,7	7,1	8,1	1,7	0,8	-0,3	-1,3	-5,5	-7,4
Azioni e altri titoli di capitale,											
escluse le quote di fondi comuni	30	3,1	2,6	2,7	2,5	2,5	2,7	2,2	1,9	1,8	2,0
di cui: azioni quotate	5	2,9	0,9	0,7	2,5	1,8	2,5	3,0	1,0	0,9	0,5
azioni non quotate e altri titoli di capitale	25	3,2	3,0	3,1	2,4	2,6	2,7	2,0	2,1	2,0	2,3
Quote di fondi comuni	5	-3,6	-4,4	-3,1	-4,8	-5,2	-3,8	-3,0	-1,0	0,8	2,6
Riserve tecniche di assicurazione	16	4,4	3,7	3,1	2,6	2,0	1,7	1,7	1,7	2,1	2,4
Altre attività finanziarie ²⁾	21	5,8	6,0	5,6	5,6	4,1	3,5	2,9	2,6	4,8	4,9
M3 ³⁾		1,1	1,8	1,3	1,7	1,6	2,8	3,0	2,7	3,5	2,5

Fonte: BCE.

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

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

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

ha segnato una riduzione, pur mantenendosi su livelli elevati; dalla metà del 2010 l'evoluzione di tali investimenti risente in misura significativa dei trasferimenti di attività alle *bad bank* e della ricapitalizzazione di alcuni sistemi bancari nazionali (cfr. figura 13). Il perdurare della crescita moderata dello stock di attività finanziarie detenuto dalle famiglie rispecchia la debole dinamica dei redditi e i tentativi messi in atto in alcuni paesi per ridurre l'indebitamento. La composizione di questi investimenti indica la ricerca di rendimento da parte delle famiglie alla luce del basso livello di remunerazione delle attività monetarie, come dimostrano ad esempio i maggiori investimenti delle famiglie in quote di fondi comuni e la più contenuta espansione dei depositi di M3 nel primo trimestre del 2013.

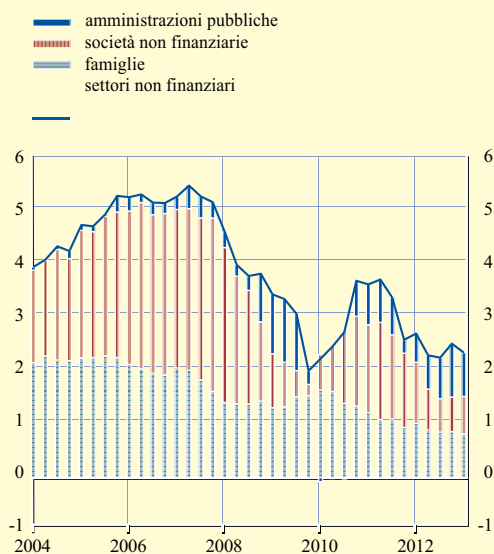
Le imprese non finanziarie, per contro, hanno aumentato l'accumulo di attività finanziarie nel primo trimestre del 2013; tale evoluzione, dovuta esclusivamente all'incremento delle consistenze in azioni non quotate e altri titoli di capitale, riflette con ogni probabilità gli utili non distribuiti delle aziende. L'assenza di un contestuale rialzo dei depositi potrebbe indicare che le imprese non finanziarie hanno utilizzato fondi interni per finanziarsi, anziché ricorrere a prestiti delle IFM. Informazioni più dettagliate sui flussi finanziari e sui bilanci del settore privato non finanziario sono fornite nelle sezioni 2.6 e 2.7 nonché, per tutti i settori istituzionali, nel riquadro *I conti integrati dell'area dell'euro per il quarto trimestre del 2012* nell'edizione di agosto 2013 del presente Bollettino.

INVESTITORI ISTITUZIONALI

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari delle società di assicurazione e dei fondi pensione è diminuito al 3,3 per cento nel primo trimestre del 2013 (il periodo più recente per il quale sono disponibili i dati sui conti dell'area dell'euro; cfr. figura 14), dopo il notevole aumento osservato nel quarto trimestre del 2012, quando il dato aveva raggiunto il 3,6

Figura 13 Investimenti finanziari dei settori non finanziari

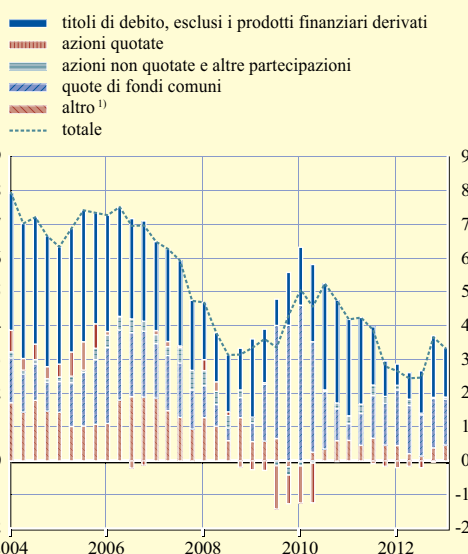
(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali)



Fonte: BCE.

Figura 14 Investimenti finanziari delle società di assicurazione e dei fondi pensione

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



Fonte: BCE.

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

per cento. Gli andamenti del primo trimestre del 2013 riflettono una flessione dei tassi di crescita sul periodo corrispondente relativi sia ai titoli di debito sia, in misura minore, alle quote di fondi comuni. Per contro, hanno registrato un incremento i tassi di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti in azioni quotate e non quotate. Le quote di fondi comuni d'investimento e i titoli di debito hanno continuato ad apportare il contributo più significativo agli investimenti finanziari complessivi delle società di assicurazione e dei fondi pensione, pur avendo evidenziato un rallentamento.

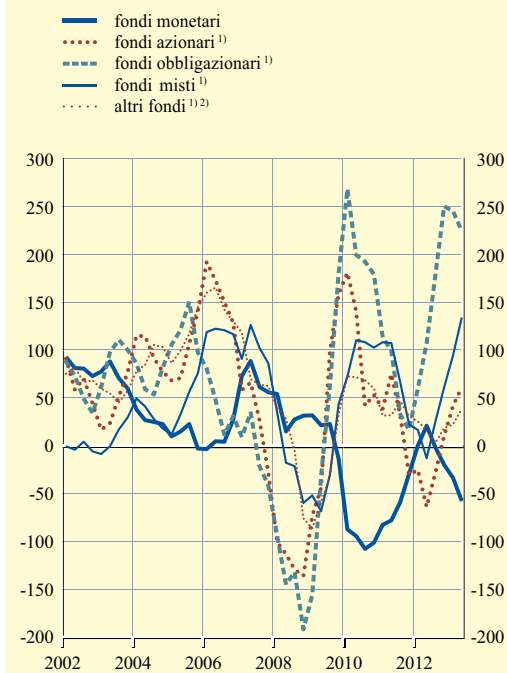
Per i fondi di investimento, sono già disponibili i dati relativi al secondo trimestre del 2013. Le emissioni di quote e partecipazioni da parte di fondi di investimento dell'area dell'euro diversi dai fondi del mercato monetario hanno registrato un afflusso di 92 miliardi di euro nel trimestre in esame, a fronte di 160 miliardi di euro in quello precedente. Questo ulteriore flusso positivo suggerisce il protrarsi della ricerca di rendimento nell'ambito della normalizzazione delle scelte di portafoglio e dei bassi tassi di interesse. La riduzione del flusso trimestrale rispetto al primo trimestre si giustifica soprattutto alla luce del netto calo mensile rilevato a giugno, che riflette probabilmente il temporaneo aumento della volatilità dei mercati finanziari durante il mese. In un'ottica di più lungo termine, gli investimenti di questo tipo hanno

continuato a mostrare cospicui afflussi netti sul periodo corrispondente, che nel secondo trimestre del 2013 sono risultati pari a 458 miliardi di euro (equivalenti a un tasso di crescita del 7,3 per cento). Con riferimento alle singole tipologie di investimento, le emissioni dei fondi obbligazionari hanno registrato nuovamente la crescita più vivace sul periodo corrispondente, con afflussi netti cumulati di 225 miliardi di euro, mentre le emissioni dei fondi azionari e di quelli misti hanno mostrato rispettivamente afflussi netti per 134 miliardi di euro e per 61 miliardi di euro (cfr. figura 15). L'analisi delle operazioni condotte nel secondo trimestre del 2013 rivela una preferenza molto più pronunciata per i fondi che investono interamente o in parte in obbligazioni; nel trimestre in esame i fondi obbligazionari e quelli misti hanno infatti registrato afflussi di entità comparabile (pari rispettivamente a 38 miliardi di euro e a 34 miliardi di euro), a fronte del dato trascurabile dei fondi azionari. Nondimeno, le tensioni rilevate a giugno nei mercati finanziari hanno inciso sull'ammontare degli investimenti incanalati attraverso fondi azionari e obbligazionari.

In contrasto con i consistenti afflussi evidenziati da quote e partecipazioni dei fondi di investimento nel secondo trimestre del 2013, le quote e partecipazioni di fondi del mercato monetario hanno continuato a registrare deflussi nello stesso periodo, per un importo complessivo di 55 miliardi di euro, alla luce dei bassi tassi di interesse e dei rendimenti insoddisfacenti su questo tipo di investimento.

Figura 15 Flussi netti verso fondi monetari e d'investimento sul periodo corrispondente

(in miliardi di euro)



Fonti: BCE ed EFAMA.

1) Nel periodo precedente al 1° trimestre 2009 le stime dei flussi trimestrali sono ottenute dalle statistiche della BCE sui fondi di investimento non armonizzate, da elaborazioni della BCE basate su dati nazionali forniti dall'EFAMA e da stime della BCE.

2) Include fondi immobiliari, *hedge fund* e fondi non altrove classificati.

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

I tassi di interesse del mercato monetario sono lievemente aumentati tra giugno e gli inizi di settembre. Al contempo, in questo periodo le indicazioni prospettiche sui tassi di interesse di riferimento della BCE (forward guidance) hanno esercitato, in qualche misura, una pressione al ribasso sulle aspettative relative ai tassi del mercato monetario (ad esempio sui contratti future sull'Euribor), nonché sulla loro volatilità. Se si eccettua un lieve incremento temporaneo alla fine di luglio, l'Eonia si è mantenuto stabilmente su livelli contenuti, di riflesso al livello basso, su base storica, dei tassi di interesse di riferimento della BCE, nonché al fatto che volumi ancora molto elevati di liquidità in eccesso hanno continuato ad essere presenti nel mercato monetario overnight.

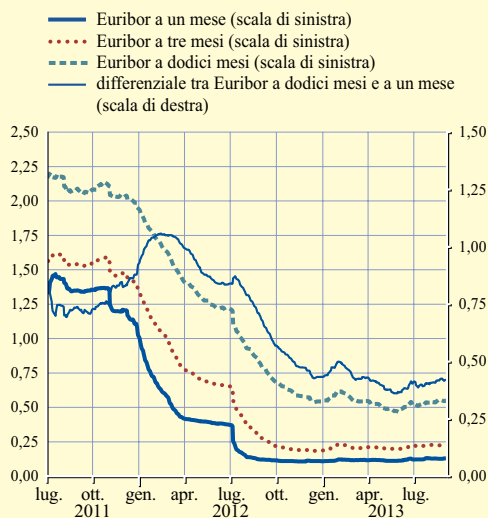
I tassi di interesse del mercato monetario non collateralizzato sono leggermente aumentati tra il 5 giugno e il 4 settembre 2013. Il 4 settembre i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente allo 0,13, 0,23, 0,34 e 0,55 per cento, ossia su livelli superiori di 2, 3, 4 e 7 punti base rispetto a quelli osservati il 5 giugno. 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 aumentato di 5 punti base in tale periodo, portandosi a 42 punti base il 4 settembre (cfr. figura 16).

Lo stesso giorno il tasso di interesse sugli *swap* sull'indice *overnight* a tre mesi si collocava allo 0,10 per cento, in rialzo di 3 punti base rispetto al 5 giugno. Poiché anche il corrispondente tasso Euribor è aumentato di 3 punti base, il differenziale fra i due tassi è rimasto invariato. Il tasso Eurepo a tre mesi su prestiti garantiti si collocava allo 0,05 per cento il 4 settembre, in rialzo di 4 punti base rispetto al 5 giugno (cfr. figura 17).

I tassi di 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 si sono collocati rispettivamente allo 0,23, 0,29, 0,38 e 0,47 per cento il 4 settembre. Rispetto ai livelli osservati il 5 giugno, si è avuto un incremen-

Figura 16 Tassi di interesse del mercato monetario

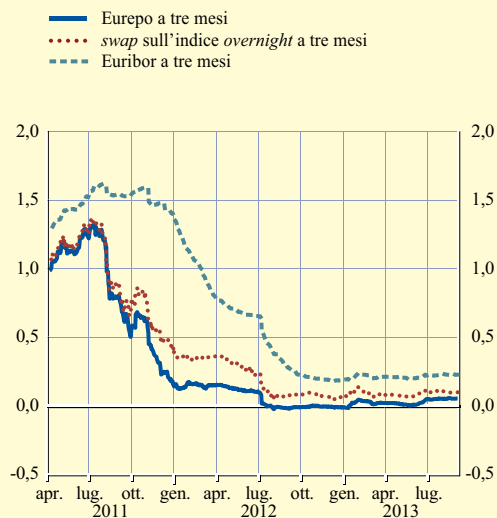
(valori percentuali in ragione d'anno; differenziale in punti percentuali; dati giornalieri)



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

Figura 17 Eurepo, Euribor e swap sul tasso di interesse overnight a tre mesi

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



Fonti: BCE, Bloomberg e Thomson Reuters.

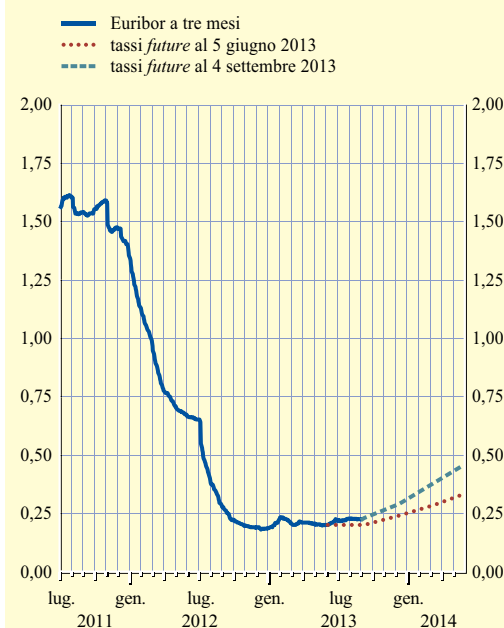
to pari rispettivamente a 3, 5, 9 e 13 punti base (cfr. figura 18). Tuttavia, erano ancora inferiori (rispettivamente di 5,5, 4 e 1 punti base) ai livelli osservati il 4 luglio prima dell'introduzione delle *forward guidance*. I valori della volatilità implicita a scadenze costanti di tre, sei, nove e dodici mesi, ricavati dai prezzi delle opzioni sui contratti *future* sull'Euribor a tre mesi, sono diminuiti a seguito dell'introduzione delle indicazioni prospettive sui tassi di riferimento (*forward guidance*) da parte della BCE e sono successivamente rimasti sostanzialmente stabili (cfr. figura 19).

Per quanto riguarda la scadenza *overnight*, l'Eonia si è collocato in media sullo 0,09 per cento tra il 5 giugno e il 4 settembre, con un aumento di 1 punto base rispetto alla media registrata tra il 6 marzo e il 5 giugno. Il 4 settembre l'Eonia si è portato allo 0,07 per cento (cfr. figura 20).

La BCE ha continuato a immettere liquidità attraverso operazioni di rifinanziamento con scadenza pari a una settimana, un periodo di mantenimento e tre mesi. Tutte queste operazioni sono state condotte mediante procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi (cfr. riquadro 4).

Figura 18 Tassi di interesse a tre mesi e tassi *future* nell'area dell'euro

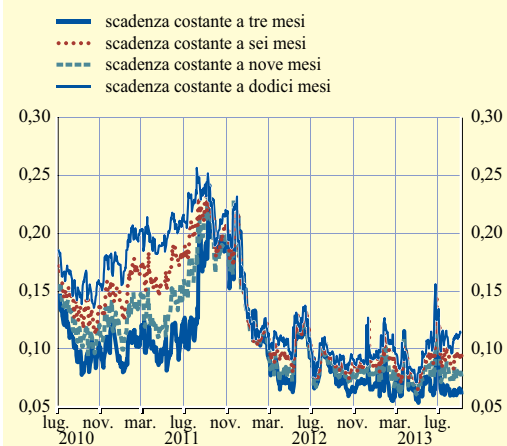
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



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

Figura 19 Volatilità implicita a scadenze costanti derivata dalle opzioni sui contratti *future* sull'Euribor a tre mesi

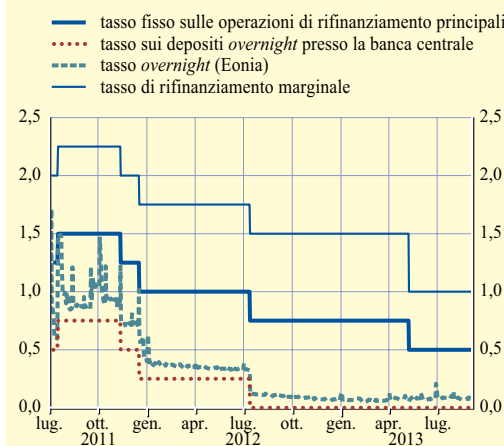
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



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

Figura 20 Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse *overnight*

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



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

Riquadro 4

**CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ E OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA NEL PERIODO
DALL'8 MAGGIO AL 6 AGOSTO 2013**

Questo riquadro descrive le operazioni di politica monetaria della BCE durante i periodi di mantenimento delle riserve terminati rispettivamente l'11 giugno, il 9 luglio e il 6 agosto 2013 (il quinto, il sesto e il settimo dell'anno).

A seguito delle decisioni del Consiglio direttivo del 6 dicembre 2012 e del 2 maggio 2013, le operazioni di rifinanziamento principali (ORP) hanno continuato a essere condotte, nel periodo in esame, mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti. La stessa procedura è stata utilizzata anche per le operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento. A queste operazioni si è applicato il tasso fisso vigente per l'ORP del rispettivo periodo.

Inoltre, le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza a tre mesi aggiudicate nel periodo in esame sono state altresì condotte tramite aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti. A ciascuna di queste è stato applicato un tasso pari alla media dei tassi sulle ORP eseguite nell'arco della durata della rispettiva operazione. Infine, a seguito di una decisione del Consiglio direttivo del 2 maggio 2013, il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale sono stati ridotti rispettivamente di 25 e 50 punti base.

Fabbisogno di liquidità

Nel periodo in esame il fabbisogno medio giornaliero di liquidità aggregato del sistema bancario, definito come la somma di fattori autonomi e riserva obbligatoria, è stato pari in media a 609,8 miliardi di euro, un livello superiore di 14,7 miliardi rispetto alla media giornaliera nei tre periodi di mantenimento precedenti. Gli ammontare delle riserve obbligatorie sono rimasti sostanzialmente stabili a 105,0 miliardi di euro, mentre i fattori autonomi sono aumentati di 14,9 miliardi, passando da 490,0 a 504,9 miliardi di euro: a questi ultimi è pertanto ascrivibile la maggior parte dell'aumento del fabbisogno di liquidità.

Per quanto riguarda i singoli contributi all'incremento medio dei fattori autonomi, la gran parte dell'andamento è riconducibile a due componenti. Le banconote in circolazione sono aumentate a un ritmo più rapido nel periodo in esame rispetto ai tre periodi di mantenimento precedenti, per effetto dei normali andamenti stagionali dei mesi estivi. La maggiore domanda di banconote durante i periodi di mantenimento terminati in luglio e agosto ha determinato un aumento di 16 miliardi di euro di questa componente. Inoltre, le variazioni della componente "altri fattori autonomi" hanno accresciuto il fabbisogno di liquidità del sistema bancario. Tale componente include la voce di bilancio A6 ("Altri crediti denominati in euro verso enti creditizi dell'area dell'euro") e comprende, tra l'altro, l'assistenza di emergenza alla liquidità (*emergency liquidity assistance*, ELA). Una diminuzione dell'ELA determina un incremento dei fattori autonomi. Nella misura in cui la riduzione dell'ELA è compensata da un incremento del ricorso alle operazioni dell'Eurosistema, l'effetto sull'eccesso di liquidità è neutrale, poiché l'aumento delle consistenze in essere nelle operazioni di politica monetaria e quello dei fattori autonomi si compensano vicendevolmente.

Le variazioni dei depositi aggregati delle amministrazioni pubbliche presso l'Eurosistema hanno altresì contribuito agli andamenti dei fattori autonomi durante i periodi di mantenimento in esame. Le evoluzioni di questa componente hanno un impatto significativo sulla volatilità dei fattori autonomi, ma esercitano un effetto minore sul loro livello medio. Nel periodo in considerazione, questa componente ha oscillato di 60,2 miliardi di euro. Alcune BCN hanno mostrato un profilo mensile regolare, mentre la Banca d'Italia ha registrato le variazioni più significative. Tali oscillazioni hanno riflesso la riscossione mensile delle imposte (tra il 19° e il 23° giorno di ciascun mese) e il pagamento di salari, pensioni e prestazioni sociali (attorno al 1° di ogni mese)¹⁾.

I depositi giornalieri in conto corrente detenuti in eccesso rispetto all'obbligo di riserva hanno registrato in media a 181,6 miliardi di euro nel periodo in esame. È osservabile una chiara tendenza decrescente: l'ammontare medio delle riserve in eccesso si è ridotto da 195,0 miliardi di euro nel quinto periodo di mantenimento dell'anno a 181,4 miliardi e 165,1 miliardi rispettivamente nel sesto e settimo periodo. Sia tale diminuzione che la

riduzione del ricorso netto alle operazioni su iniziativa delle controparti sono in larga misura riconducibili al rimborso in atto della liquidità ottenuta mediante le ORLT a tre anni e a una riduzione complessiva della liquidità in essere, come descritto nella sezione seguente.

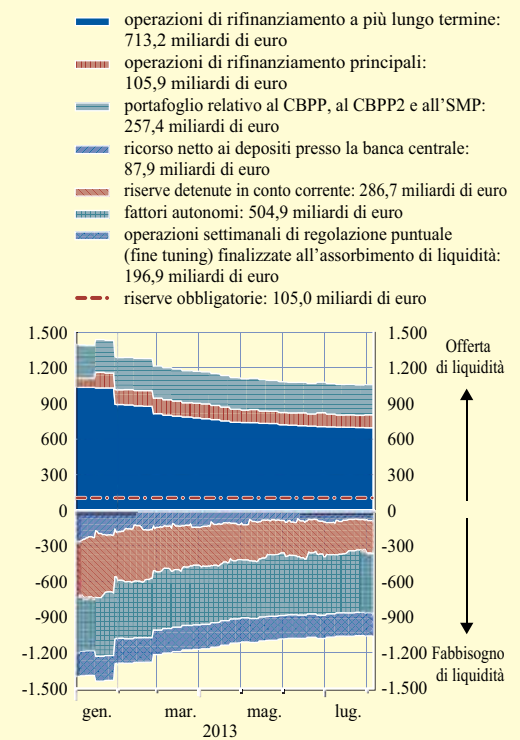
Offerta di liquidità

Come nei tre periodi di mantenimento precedenti, la liquidità media offerta tramite operazioni di mercato aperto ha continuato a diminuire, passando da 977,5 miliardi di euro a 879,4 miliardi, con un calo di 98,1 miliardi di euro. Le operazioni d'asta²⁾ hanno fornito in media 622 miliardi di euro nel periodo in esame, con una riduzione di 87 miliardi di euro. Gli importi forniti nelle ORP settimanali sono rimasti piuttosto stabili, con una media di 105,9 miliardi di euro, sebbene leggermente inferiori rispetto ai tre precedenti periodi di mantenimento.

1) Per ulteriori dettagli, cfr. l'articolo *L'esperienza dell'Eurosistema riguardo alle previsioni dei fattori autonomi e delle riserve in eccesso* nel numero di gennaio 2008 di questo Bollettino.
 2) Le operazioni d'asta comprendono le operazioni di rifinanziamento principali, le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine e le operazioni di regolazione puntuale (*fine tuning*); queste ultime possono essere operazioni di immissione, ovvero di assorbimento di liquidità.

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

(miliardi di euro; dati giornalieri)



Fonte: BCE.

Nel periodo di riferimento le ORLT con scadenze a tre mesi e un periodo di mantenimento hanno contribuito in media con 22,8 miliardi di euro all'offerta di liquidità, segnando una diminuzione di 4 miliardi di euro rispetto ai tre precedenti periodi di mantenimento, proseguendo nella tendenza in atto sin da inizio anno, quando queste ORLT ammontavano a 43,8 miliardi di euro. Le ORLT a tre anni hanno fornito una media di 689,9 miliardi di euro, poiché le controparti hanno rimborsato 41,4 miliardi di euro durante il periodo in esame. L'entità media dei rimborsi settimanali è diminuita nei recenti periodi di mantenimento, collocandosi in media a 4,3 miliardi di euro nel quinto periodo di mantenimento dell'anno, a 3,1 miliardi nel sesto e a 1,8 miliardi nel settimo.

Gli importi in essere dei titoli detenuti a fini di politica monetaria, come, ad esempio, quelli acquisiti tramite il primo e il secondo Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite (*Covered Bond Purchase Programmes*, CBPP e CBPP2) e tramite il Programma per i mercati dei titoli finanziari (*Securities Markets Programme*, SMP), sono stati pari in media a 257,4 miliardi di euro, con una diminuzione di 10,9 miliardi di euro.

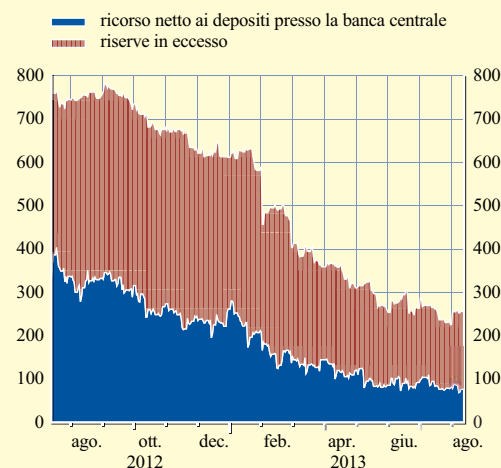
L'ammontare in essere dei titoli acquistati nell'ambito del CBPP (completato nel giugno 2010) si è collocato a 44,1 miliardi di euro alla fine del periodo di riferimento considerato, con una diminuzione di 2,1 miliardi di euro rispetto ai tre precedenti periodi di mantenimento, a causa dei titoli in scadenza. Gli importi in essere nel quadro del CBPP2 (conclusosi il 31 ottobre 2012) hanno totalizzato 15,8 miliardi di euro, mentre sono giunti a scadenza 0,2 miliardi di titoli. Il valore degli acquisti regolati nell'ambito dell'SMP è diminuito di 8,4 miliardi di euro, analogamente a causa dei titoli in scadenza. Pertanto l'ammontare complessivo in essere alla fine del periodo in esame è stato di 192,6 miliardi di euro. Le operazioni settimanali di regolazione puntuale hanno efficacemente sterilizzato tutta la liquidità immessa mediante l'SMP.

Eccesso di liquidità

L'eccesso di liquidità è oscillato tra un minimo di 225,7 miliardi di euro (il 30 luglio) e un massimo di 328,0 miliardi di euro (il 13 maggio). Come descritto sopra, le principali determinanti sono state le variazioni dei depositi delle amministrazioni pubbliche, gli aumenti delle banconote in circolazione e un calo della liquidità in essere fornita tramite le operazioni di mercato aperto. Poiché il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale è attualmente pari allo 0 per cento ed è, pertanto, equivalente alla remunerazione delle riserve in eccesso, le controparti sono rimaste piuttosto neutrali circa la distribuzione della propria liquidità in eccesso. Nei tre periodi di mantenimento in esame, il profilo è stato alquanto stabile, con circa il 33 per cento della liquidità in eccesso detenuta nei depositi presso la banca centrale e il 67 per cento detenuto come riserve in eccesso (cfr. figura B).

Figura B Evoluzione della liquidità in eccesso e sua distribuzione tra le riserve in eccesso e i depositi presso la banca centrale dall'11 luglio 2012

(miliardi di euro; dati giornalieri)



Fonte: BCE.

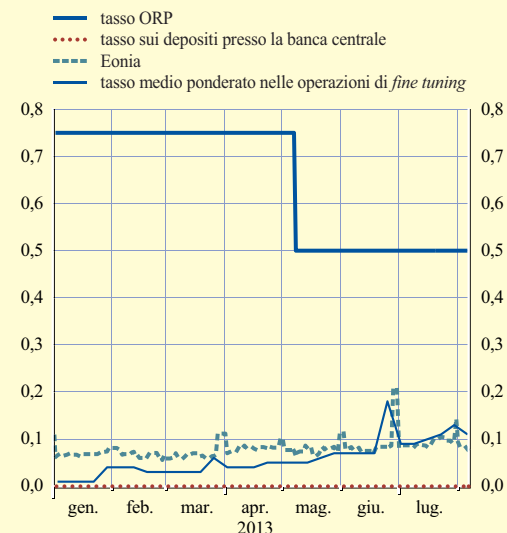
Andamenti dei tassi di interesse

Nel periodo in esame il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale è stato ridotto dall'1,50 per cento all'1,00 per cento e quello sulle ORP è stato portato allo 0,50 per cento. Il tasso sui depositi presso la banca centrale è stato mantenuto invariato, allo 0 per cento. Tali modifiche sono entrate in vigore dall'8 maggio 2013.

A fronte delle ampie condizioni di liquidità prevalenti durante il periodo di riferimento, l'Eonia è rimasto prossimo al tasso sui depositi presso la banca centrale, con una media di 8,6 punti base, pari a un lieve incremento dalla media di 7,4 punti base registrata nei tre precedenti periodi di mantenimento. Nel periodo di mantenimento terminato il 6 agosto, l'Eonia si è collocato in media a 9,4 punti base, di riflesso alle variazioni delle condizioni di liquidità. Il livello medio della liquidità in eccesso in tale periodo di mantenimento è stato il più basso registrato dal regolamento della prima ORLT a tre anni. I tassi nelle operazioni settimanali di regolazione puntuale finalizzate all'assorbimento della liquidità sono aumentati, con un tasso di aggiudicazione medio ponderato che è salito a 13 punti base alla fine del periodo in esame, da circa 1 punto base all'inizio dell'anno (cfr. figura C).

Figura C Tassi di interesse della BCE, Eonia e tasso medio ponderato nelle operazioni di *fine tuning*

(percentuali; dati giornalieri)



Fonte: BCE.

Nel sesto, settimo e ottavo periodo di mantenimento delle riserve del 2013 la BCE ha inoltre condotto settimanalmente operazioni di assorbimento della liquidità della durata di una settimana mediante procedura d'asta a tasso variabile e tasso massimo di offerta dello 0,50 per cento. In occasione di tutte queste operazioni la BCE ha assorbito un ammontare equivalente al valore residuo degli acquisti effettuati nell'ambito del Programma per il mercato dei titoli finanziari (pari, in totale, a 190,5 miliardi di euro al 4 settembre).

Il periodo in rassegna ha continuato ad essere caratterizzato da livelli di liquidità in eccesso elevati, ma in diminuzione. La flessione durante il sesto, settimo e ottavo periodo di mantenimento è stata dovuta al rimborso anticipato su base volontaria di parte della liquidità ottenuta mediante le due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre anni e alla riduzione della domanda nelle operazioni di rifinanziamento. Al contempo, i fattori autonomi sono stati all'origine della maggior parte delle oscillazioni registrate all'interno di ciascuno dei suddetti periodi di mantenimento. Di conseguenza, la liquidità in eccesso si è collocata mediamente a 251,4 miliardi di euro nel sesto, settimo e ottavo periodo di mantenimento dell'anno, in calo rispetto ai 327,3 miliardi di euro registrati nei tre periodi di mantenimento precedenti. Il ricorso giornaliero alle operazioni di deposito presso la banca centrale è stato mediamente pari a 86,1 miliardi di euro, mentre le disponibilità detenute sui conti correnti, in eccesso rispetto agli obblighi di riserva, hanno registrato in media 173,2 miliardi di euro. Le controparti hanno finora rimborsato volontariamente 325,2 dei 1.018,7 miliardi di euro ottenuti nelle due ORLT a tre anni. Il riquadro 5 analizza l'evoluzione del bilancio e la solidità finanziaria delle banche centrali durante la crisi, ponendo l'enfasi sull'Eurosistema.

Riquadro 5

L'ESPANSIONE DEI BILANCI E LA SOLIDITÀ FINANZIARIA DELLE BANCHE CENTRALI IN TEMPO DI CRISI: IL CASO DELL'EUROSISTEMA

La natura e la portata eccezionali del sostegno di liquidità offerto dalle banche centrali nel contesto della crisi finanziaria internazionale ha sollevato interrogativi sulle implicazioni di tale azioni per i rischi finanziari nei bilanci delle banche centrali. Laddove si ritenga che la banca centrale stia assumendo un rischio eccessivo, potrebbero esservi ripercussioni per la sua credibilità e per la percezione che il pubblico ha della sua capacità di adempiere il proprio mandato.

All'indomani della crisi le banche centrali hanno significativamente espanso i propri bilanci. Tale espansione riflette il potenziamento dell'offerta di liquidità e un accresciuto ruolo di intermediazione delle banche centrali, che hanno agito a sostegno delle banche e dei mercati finanziari nel momento in cui il funzionamento del mercato interbancario e, più in generale, dei mercati finanziari, si trovava compromesso. In misura variabile a seconda degli assetti operativi delle singole banche centrali, l'offerta di liquidità all'economia si è concretizzata in operazioni di prestito temporanee o definitive mediante le quali le banche centrali che hanno optato prevalentemente per acquisti definitivi di attività finanziarie hanno cercato di allentare ulteriormente l'orientamento della politica monetaria (in alternativa alle azioni di taglio dei tassi, già prossimi alla soglia dello zero) e le banche centrali che hanno privilegiato le operazioni di prestito, come l'Eurosistema, hanno cercato di rimediare al malfunzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. L'accresciuta intermediazione realizzata attraverso i bilanci delle banche centrali opera mediante una modifica della composizione di attività e passività, ovvero per mezzo dell'espansione delle attività e passività totali, o tramite una combinazione di entrambe, come è avvenuto di recente nel caso di tutte le principali banche centrali, che hanno modificato la quantità e la tipologia di rischi cui sono esposte¹⁾.

Esposizione al rischio finanziario e solidità finanziaria

L'attuazione della politica monetaria è indissociabile dal rischio finanziario, poiché comporta l'offerta di moneta della banca centrale a fronte di attività o garanzie collaterali fornite da operatori privati. A seconda dell'entità degli shock e dei rischi per il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, le banche centrali potrebbero decidere, in tempo di crisi, di accrescere la propria esposizione al rischio al fine di assicurare l'adempimento del proprio mandato. Se in tempi normali il profilo di rischio dell'Eurosistema si caratterizza in misura predominante dai rischi associati alla detenzione di riserve valutarie e oro, nei momenti di tensione nei mercati interni l'accresciuto ruolo di intermediazione dell'Eurosistema comporta un maggiore peso dei rischi associati alle operazioni di politica monetaria.

Sia in tempi normali che in tempi di crisi le banche centrali devono preservare la propria solidità finanziaria, ossia devono disporre in ogni momento di risorse finanziarie sufficienti per condurre la politica monetaria in modo indipendente, e quindi conseguire gli obiettivi della politica monetaria in qualunque circostanza. Le banche centrali generano tipicamente reddito attraverso il flusso di signoraggio accumulato nel tempo (ad esempio dall'emissione di banconote come

1) Cfr. ad esempio l'analisi contenuta in Durré, A. e Pill, H., "Central bank balance sheets as policy tools", *BIS Papers*, vol. 66, 2012, pagg. 193-213, nonché Cour-Thimann, P. e Winkler, B., "The ECB's non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure", *Oxford Review of Economic Policy*, volume 28, numero 4, 2012, pagg. 765-803.

passività non fruttifera di interessi) e dai rendimenti conseguiti sulle attività detenute. Ai fini della valutazione della solidità finanziaria, un recente rapporto della Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) considera non soltanto le risorse finanziarie di una banca centrale, ma anche i “dispositivi di trasferimento o di assicurazione e, aspetto importante, le caratteristiche della struttura istituzionale che contribuiscono a mantenere le risorse finanziarie nel tempo”²⁾. In altre parole, quel che conta per assicurare la credibilità della banca centrale è la sua solidità finanziaria nel tempo, e quindi anche il suo assetto istituzionale.

Nel caso dell'Eurosistema l'assetto istituzionale rafforza l'integrità del bilancio grazie ad alcune disposizioni specifiche del Trattato. L'articolo 130 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea prevede che l'Eurosistema eserciti i propri poteri e assolva i propri compiti in maniera indipendente. L'articolo 123, inoltre, proibisce il finanziamento monetario. Queste disposizioni impediscono la monetizzazione del debito sovrano, ad esempio fornendo agli Stati membri contributi finanziari superiori alla loro quota sui profitti realizzati in ciascun esercizio finanziario. Promuovendo la stabilità dei prezzi nel lungo periodo, esse forniscono indirettamente un contributo alla solidità finanziaria del bilancio dell'Eurosistema.

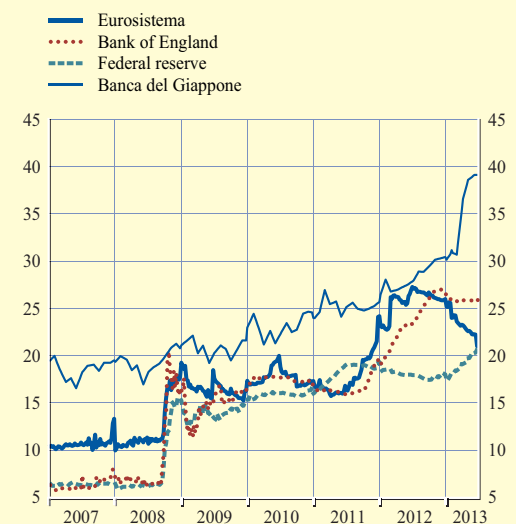
A sua volta, la solidità finanziaria di una banca centrale rafforza, di per sé, la fiducia nella sua capacità di adempiere in ogni momento il suo mandato, evitando al tempo stesso di esporsi a pressioni politiche. Ciò contribuisce a rinsaldare presso il pubblico e gli operatori del mercato finanziario l'aspettativa che la banca centrale si trovi nella posizione di adempiere efficacemente il suo mandato e che le decisioni di politica monetaria non saranno indebitamente influenzate da preoccupazioni relative alle risorse finanziarie.

L'evoluzione del bilancio dell'Eurosistema durante la crisi

Tutte le maggiori banche centrali hanno visto il proprio bilancio espandersi complessivamente durante la recente crisi (cfr. figura A). Benché l'Eurosistema avesse già accresciuto il proprio ruolo di intermediazione nei mercati della provvista bancaria dopo l'emergere di tensioni nel mercato monetario nell'agosto 2007, inizialmente lo aveva fatto soltanto sul breve periodo, mediante operazioni pronti contro termine attive, evitando al tempo stesso l'accumulo di liquidità in eccesso mediante la conduzione di frequenti operazioni di regolazione puntuale finalizzate all'assorbimento della liquidità. L'aumento delle dimensioni del bilancio dell'Eurosistema è stato relativa-

Figura A Dimensioni del bilancio semplificato

(in percentuale del PIL)



Fonte: banche centrali elencate.

Note: elaborazioni della BCE. Per la definizione di bilancio semplificato, cfr. il riquadro *La metodologia di redazione del bilancio semplificato* del numero di ottobre 2009 di questo Bollettino.

2) In base al rapporto, tali dispositivi potrebbero fra l'altro assumere la forma di supporto di bilancio o solidità finanziaria autonoma. Cfr. Archer, D. e Moser-Boehm, P., "Central bank finances", *BIS Papers*, n. 71, aprile 2013.

mente limitato fino a settembre del 2008, ma si è fatto significativo dopo il tracollo di Lehman Brothers. Il Consiglio direttivo ha infatti deciso, a partire da ottobre del 2008, di soddisfare integralmente la domanda di liquidità delle banche solvibili, controparti nelle operazioni di rifinanziamento (condotte mediante procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi), e di smettere di assorbire la liquidità in eccesso. Un limitato Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite, volto a sostenere un canale fondamentale di finanziamento per le banche nell'area dell'euro, è andato ad aggiungersi alle condizioni di liquidità in eccesso generate dalle nuove procedure di aggiudicazione nelle operazioni di rifinanziamento.

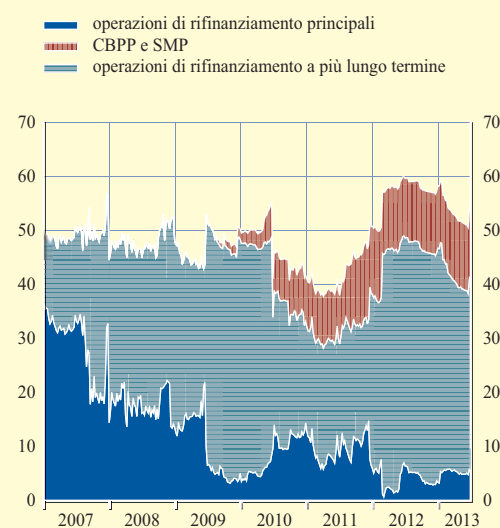
Successivamente, la crisi del debito sovrano ha provocato un aumento della segmentazione dei mercati della provvista bancaria, nonché nuovi problemi significativi per la trasmissione della politica monetaria all'economia reale. L'Eurosistema ha ulteriormente espanso il proprio ruolo di intermediazione, mediante acquisti effettuati nell'ambito del Programma per il mercato dei titoli finanziari, di un secondo Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite e, in particolare, attraverso due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza a tre anni condotte con procedura d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione degli importi³⁾.

Mentre l'espansione dei bilanci di altre importanti banche centrali ha tratto origine soprattutto da acquisti definitivi di attività finanziarie su larga scala, l'espansione del bilancio dell'Eurosistema riflette in ampia misura l'aumento delle dimensioni e della scadenza delle operazioni di prestito temporaneo effettuate mediante asta con piena aggiudicazione degli importi (figura B)⁴⁾. Poiché non vi è stata in aggregato alcuna carenza di garanzie idonee, tale procedura ha reso l'offerta di liquidità dell'Eurosistema endogena rispetto alla domanda aggregata di liquidità della banca centrale da parte delle banche. Di fatto, la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi ha consentito un accumulo di liquidità in misura superiore al fabbisogno aggregato delle banche.

A partire da metà 2012 la liquidità in eccesso e, parallelamente, le dimensioni del bilancio dell'Eurosistema hanno cominciato a ridursi nuovamente. Ciò riflette la crescente fiducia degli operatori, specie sulla scia dell'annuncio delle Operazioni definitive monetarie (ODM) da parte del Consiglio direttivo, ma anche come conseguenza dei progressi compiuti dai governi nazionali nell'affrontare gli squilibri

Figura B Principali misure di immissione di liquidità dell'Eurosistema

(in percentuale delle dimensioni del bilancio semplificato)



Fonte: BCE.
Nota: CBPP indica il Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite e SMP il Programma per il mercato dei titoli finanziari.

3) Per un'analisi, cfr. i riquadri *Il bilancio dell'Eurosistema in tempi di tensione dei mercati finanziari* del numero di settembre 2011 di questo Bollettino e *L'impatto delle misure non convenzionali decise l'8 dicembre 2011* del Rapporto annuale della BCE del 2012.
4) Cfr. ad esempio Mercier, P. e Papadia, F., "The Concrete Euro: Implementing Monetary Policy in the Euro Area", Oxford: Oxford University Press, 2011, nonché Eser, F., Carmona Amaro M., Iacobelli S. e Rubens M., "The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and operational framework since 2009", Occasional Paper Series, n. 135, BCE, agosto 2012.

interni e attuare le necessarie riforme strutturali e di bilancio. L'attivazione dell'opzione di rimborso anticipato per le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre anni a partire da gennaio del 2013 ha ulteriormente contribuito al ridimensionamento del bilancio dell'Eurosistema.

Al di là delle implicazioni di tale opzione di rimborso, l'espansione iniziale del bilancio dell'Eurosistema è destinata a rientrare in maniera naturale. Le misure non convenzionali dell'Eurosistema hanno natura temporanea e la liquidità fornita nelle operazioni di rifinanziamento viene restituita all'Eurosistema allorché tali operazioni giungono a scadenza. Attualmente le dimensioni del bilancio consolidato dell'Eurosistema sono diminuite a circa il 20 per cento del PIL dell'area dell'euro.

La gestione dell'esposizione al rischio finanziario: il caso dell'Eurosistema

L'Eurosistema si tutela finanziariamente dotandosi di riserve finanziarie, di sistemi prudenti di gestione dei rischi e di contabilità, e allocando in modo attento i propri investimenti.

Nella pratica, per quanto riguarda una delle principali componenti dell'esposizione al rischio dell'Eurosistema, tutte le operazioni creditizie di politica monetaria dell'Eurosistema sono assistite da adeguate garanzie collaterali e possono essere effettuate soltanto nei confronti di istituzioni creditizie finanziariamente solide e sottoposte a vigilanza, nel rispetto di requisiti armonizzati a livello di UE. Le garanzie stanziabili devono soddisfare adeguati standard di qualità, e vengono sottoposte a valutazione e scarti di garanzia. Tali scarti dipendono dalle caratteristiche delle attività in termini di rischi di mercato, di credito e di liquidità. Lo scopo generale dell'applicazione degli scarti è proteggere il bilancio dell'Eurosistema e assicurare che il rischio residuo dopo un'eventuale inadempienza della controparte sia uniformemente distribuito fra le diverse tipologie di garanzie collaterali dal punto di vista dell'Eurosistema⁵⁾. Per effetto di queste misure di controllo dei rischi, il profilo di rischio del bilancio dell'Eurosistema è rimasto contenuto, malgrado le varie misure non convenzionali attuate dall'agosto del 2007.

Nel tempo l'Eurosistema nel suo complesso ha altresì costituito riserve finanziarie relativamente cospicue, ad esempio utilizzando parte del flusso di reddito da signoraggio generato dall'emissione di banconote. Tali riserve prendono principalmente la forma di capitale e riserve (ossia capitale versato, fondo di riserva legale e altri fondi di riserva), conti di rivalutazione (ad esempio plusvalenze non realizzate su attività come l'oro) e alcune tipologie di accantonamenti. A fine 2012 queste voci ammontavano rispettivamente a 88, 407 e 57 miliardi di euro⁶⁾.

Nonostante il significativo aumento del suo bilancio durante la crisi finanziaria, la solidità finanziaria dell'Eurosistema è stata preservata. Ciò rafforza l'indipendenza finanziaria dell'Eurosistema nel suo complesso (compresa quella della BCE). Al tempo stesso, la percezione della solidità finanziaria rinsalda la convinzione del pubblico che la politica monetaria, ivi compresa l'attuazione di misure non convenzionali, resta fermamente finalizzata alla stabilità dei prezzi.

- 5) Durante la crisi lo scarto medio sulle garanzie collaterali stanziate è aumentato parallelamente all'allargamento complessivo della gamma di garanzie stanziabili. Per un'analisi, cfr. ad esempio l'articolo *The Eurosystem collateral framework throughout the crisis* del numero di luglio 2013 di questo Bollettino. Cfr. il comunicato stampa della BCE dal titolo "ECB further reviews its risk control framework allowing for a new treatment of asset-backed securities", 18 luglio 2013.
- 6) Oltre alle riserve finanziarie in bilancio, alcune banche centrali dell'Eurosistema godono della garanzia finanziaria dei propri azionisti.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

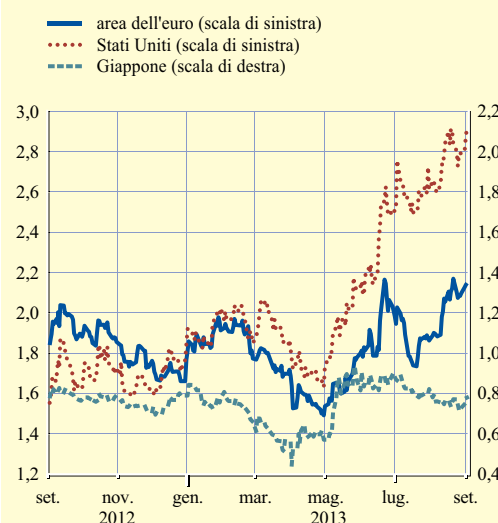
Tra la fine di maggio e il 4 settembre i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine con rating AAA dell'area dell'euro sono aumentati complessivamente di circa 40 punti base, portandosi al 2,1 per cento. Il complessivo incremento ha rispecchiato un effetto di contagio dagli Stati Uniti, nonché la diffusione di dati economici positivi per l'area dell'euro. Negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono aumentati di circa 80 punti base, portandosi al 2,9 per cento il 4 settembre, a fronte della pubblicazione di dati economici positivi e dell'intensificarsi delle aspettative di un'imminente riduzione degli acquisti di obbligazioni effettuati dalla Federal Reserve nell'ambito del suo programma di allentamento quantitativo. Nell'area dell'euro, la maggior parte dei differenziali di rendimento rispetto ai titoli di Stato tedeschi ha registrato una lieve diminuzione. L'incertezza sulla futura evoluzione dei mercati obbligazionari nell'area dell'euro, misurata dalla volatilità implicita, è lievemente aumentata. Gli indicatori delle attese di inflazione a lungo termine desunti dai mercati sono rimasti pienamente coerenti con la stabilità dei prezzi.

Tra la fine di maggio e il 4 settembre i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine con rating AAA dell'area dell'euro sono aumentati di circa 40 punti base, portandosi al 2,1 per cento circa. Nello stesso periodo, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine negli Stati Uniti sono saliti di quasi 80 punti base, a circa il 2,9 per cento (cfr. figura 21). In Giappone, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti di circa dieci punti base, collocandosi intorno allo 0,8 per cento alla fine del periodo in rassegna.

A giugno i bruschi incrementi dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro hanno segnato il protrarsi della tendenza al rialzo iniziata agli inizi di maggio, quando i mercati hanno cominciato a considerare la possibilità di una graduale cessazione del programma di acquisto di titoli da parte della Federal Reserve nel prossimo futuro. Nel corso della maggior parte del mese di luglio, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro sono diminuiti in seguito alla decisione del Consiglio direttivo riguardante le indicazioni prospettiche sui tassi di interesse di riferimento (*forward guidance*). I dati economici diffusi sono rimasti contrastanti ma, in alcuni casi, sono risultati migliori rispetto alle attese del mercato, come nel caso dei risultati delle indagini relative al clima di fiducia dei consumatori e agli indici dei responsabili degli acquisti (*purchasing managers' indices* - PMI). Questi fattori inattesi hanno determinato un aumento dei rendimenti verso la fine di luglio. Parte della flessione dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine con rating AAA in luglio è stata tecnica, ascrivibile all'esclusione dei titoli francesi dal calcolo della curva dei rendimenti, in seguito al declassamento del rating del paese da parte di Fitch Ratings

Figura 21 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, Francia, Germania e Paesi Bassi.

(cfr. sezione 2.4 nel numero di agosto 2013 di questo Bollettino). In agosto i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro hanno segnato ancora una volta un netto rialzo. In particolare, diversi dati pubblicati, tra cui gli indici dei responsabili degli acquisti (PMI), i dati sulla produzione industriale e quelli sul PIL del secondo trimestre nell'area dell'euro, si sono rivelati inaspettatamente buoni e hanno contribuito all'aumento dei rendimenti.

L'incremento di quasi 80 punti base dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine degli Stati Uniti è stato coerente con il fatto che, in media, i dati economici pubblicati si sono collocati sul livello maggiormente favorevole delle aspettative. A giugno, inoltre, la Federal Reserve ha rivisto al ribasso le proiezioni per la disoccupazione e ha annunciato che entro la fine dell'anno sarebbe opportuno moderare il ritmo degli acquisti effettuati nell'ambito del programma di allentamento quantitativo, qualora l'economia dovesse progredire sostanzialmente in linea con le previsioni. Ciò ha provocato significativi rialzi dei rendimenti, il cui trend in ascesa è stato interrotto solo temporaneamente, quando il Presidente della Federal Reserve, Bernanke, ha indicato che gli acquisti di attività della Federal Reserve dipendono dagli andamenti economici e finanziari, e che non sono quindi in alcun modo predefiniti. Tuttavia, da fine luglio e per tutto agosto, i rendimenti sono tornati ad aumentare, a fronte della pubblicazione di dati economici complessivamente positivi e di rinnovate aspettative di un'imminente riduzione degli acquisti di obbligazioni da parte della Federal Reserve.

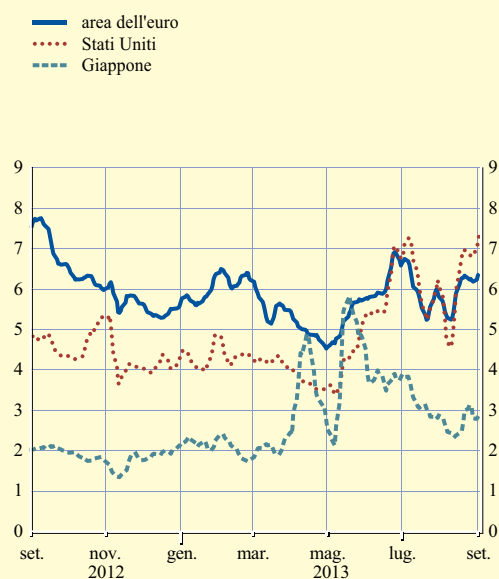
In Giappone, i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono scesi di circa dieci punti base, collocandosi intorno allo 0,8 per cento alla fine del periodo in esame. L'andamento del mercato obbligazionario ha rispecchiato un graduale ritorno a un livello dei rendimenti e della volatilità osservato prima che la Banca del Giappone modificasse in modo sostanziale l'assetto della sua politica monetaria all'inizio di quest'anno.

Nel periodo in esame i segmenti in maggiore difficoltà del mercato dei titoli di Stato dell'area dell'euro hanno evidenziato un andamento positivo, poiché i differenziali rispetto ai rendimenti delle obbligazioni sovrane tedesche sono diminuiti. A giugno tali differenziali sono aumentati a fronte dell'accentuarsi della volatilità sui mercati finanziari, mentre a luglio e nella prima metà di agosto la maggior parte di essi si è notevolmente ridotta. Quest'evoluzione durante il periodo in questione è stata favorita dalla pubblicazione di alcuni dati, tra cui gli indici dei responsabili degli acquisti (PMI), che hanno segnalato una stabilizzazione dell'attività economica in alcuni dei paesi che di recente avevano subito le recessioni economiche più intense. Rilevante è il fatto che le incertezze interne presenti in alcuni paesi dell'area dell'euro hanno avuto effetti di contagio limitati sul clima di fiducia generale. Il restringimento dei differenziali di rendimento è avvenuto in un contesto caratterizzato da una ridotta attività sul mercato e dall'assenza di collocamenti obbligazionari, attribuibile al periodo estivo.

Nel periodo in esame, l'incertezza degli investitori riguardo agli andamenti a breve termine dei mercati obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita nelle opzioni, ha inizialmente evidenziato un aumento sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti sino alla fine di giugno, in seguito alle dichiarazioni della Federal Reserve secondo cui potrebbe essere opportuno moderare il ritmo degli acquisti di obbligazioni entro la fine dell'anno (cfr. figura 22). Successivamente, la volatilità implicita è diminuita in entrambe le aree, per poi tornare ad aumentare nella seconda metà di agosto, in particolare negli Stati Uniti, successivamente alla ripresa delle attese su un'imminente riduzione degli acquisti di obbligazioni da parte della Federal Reserve. Nel complesso, la volatilità implicita è aumentata leggermente nell'area dell'euro e in misura più marcata negli Stati Uniti. Per contro, in Giappone la volatilità implicita del mercato obbligazionario è diminuita durante

Figura 22 Volatilità implicita del mercato dei titoli di Stato

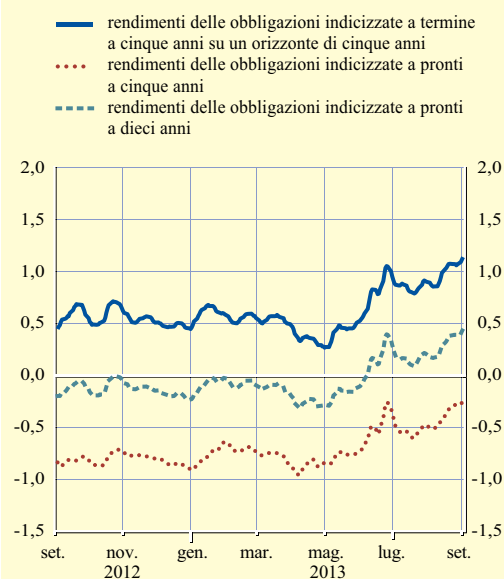
(valori percentuali; medie mobili a 5 giorni su dati giornalieri)



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 in Germania e Stati Uniti. Si basa sul valore di mercato desunto dalla negoziazione delle opzioni ad essi relative. Bloomberg utilizza la volatilità implicita dei prezzi di esercizio *at-the-money* più prossimi sia per le opzioni *put* sia per quelle *call* utilizzando i contratti *future* con scadenza nel mese più vicino.

Figura 23 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: i tassi reali sono calcolati come media ponderata al PIL dei tassi reali di Francia e Germania.

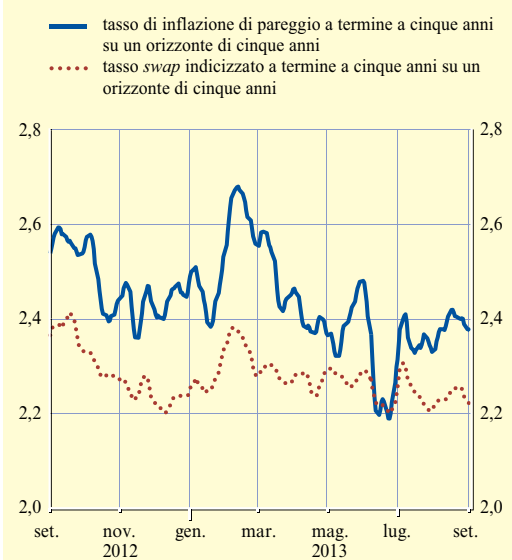
la maggior parte del periodo, per poi aumentare verso la fine dello stesso, contestualmente a un aumento della volatilità in numerosi mercati finanziari dei paesi emergenti asiatici, collegato ai timori degli operatori per la cessazione delle politiche monetarie non convenzionali, in particolare negli Stati Uniti.

I rendimenti nominali di alcuni titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro possono essere scomposti nelle aspettative circa i rendimenti reali e l'inflazione. A tale riguardo, i rendimenti reali dei titoli di Stato dell'area dell'euro indicizzati all'inflazione a cinque e dieci anni sono aumentati rispettivamente di circa 50 e 60 punti base nel periodo in esame, a fronte della pubblicazione di dati economici complessivamente positivi. Di conseguenza, i rendimenti reali a dieci anni sono divenuti positivi per la prima volta dall'estate 2012 e hanno terminato il periodo portandosi allo 0,5 per cento circa, mentre i rendimenti reali a cinque anni sono rimasti negativi al -0,2% circa (cfr. figura 23). Pertanto, i tassi reali a termine impliciti sulle scadenze più lunghe nell'area dell'euro (a cinque anni su un orizzonte quinquennale) sono aumentati di 60 punti base, collocandosi a circa l'1,2 per cento il 4 settembre.

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 nel differenziale di rendimento tra le obbligazioni nominali e quelle indicizzate all'inflazione sono dimi-

Figura 24 Inflazione di pareggio, ricavata da rendimenti *zero coupon* e tassi *swap* indicizzati all'inflazione nell'area dell'euro

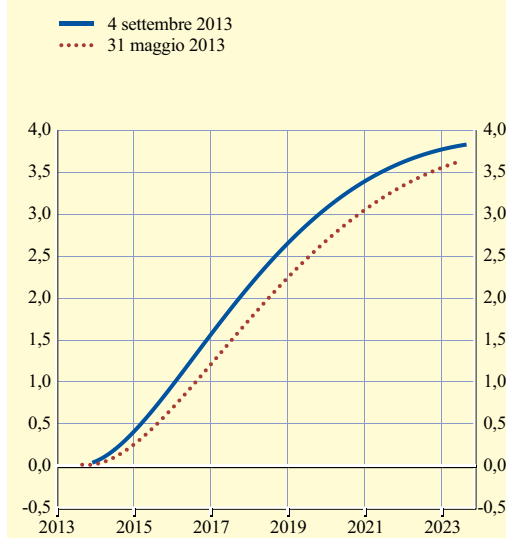
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
 Note: i tassi di inflazione di pareggio sono calcolati come media ponderata al PIL dei tassi di inflazione e di pareggio stimati separatamente per Francia e Germania.

Figura 25 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.

nuiti a circa l'1,3 e l'1,9 per cento, rispettivamente, in data 4 settembre. Questo, come risultato netto di un aumento dei rendimenti reali leggermente superiore a quello dei rendimenti nominali. Il tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale è pertanto diminuito leggermente, portandosi alla fine del periodo considerato al 2,4 per cento circa (cfr. figura 24). Nella prima parte del periodo, ha registrato variazioni relativamente marcate benché di breve durata, per effetto di fattori tecnici derivanti dall'elevata volatilità del mercato obbligazionario. Successivamente, si è stabilizzato, di riflesso a una normalizzazione delle condizioni di mercato, e ha chiuso il periodo con variazioni solo modeste, nel complesso. Il tasso a termine desunto dagli *swap* sull'inflazione a cinque anni su un orizzonte quinquennale è stato più stabile durante tutto il periodo, scendendo leggermente, alla fine, a circa il 2,2 per cento, a sostegno della tesi secondo cui nell'arco temporale considerato non si sono verificate variazioni di rilievo delle attese di inflazione a lungo termine. Nel complesso, considerando non solo la volatilità dei mercati ma anche i premi per il rischio di inflazione, gli indicatori desunti dal mercato suggeriscono che le aspettative di inflazione a lungo termine rimangono pienamente coerenti con la stabilità dei prezzi.

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 l'alto su tutte le scadenze nel periodo in esame, ma sono stati principalmente i tassi a lungo termine ad aumentare, contri-

buendo ad accentuare l'inclinazione della curva dei rendimenti. Come menzionato sopra, questi andamenti hanno principalmente riflesso correzioni al rialzo delle prospettive per l'attività economica. L'esclusione dei titoli francesi dal calcolo della curva dei rendimenti ha spostato la stessa leggermente verso il basso.

Tra la fine di maggio e il 4 settembre, i differenziali di rendimento sulle obbligazioni di qualità più elevata (*investment grade*) emesse da società non finanziarie dell'area dell'euro sono leggermente aumentati tra le classi di *rating* (rispetto all'indice delle obbligazioni sovrane con *rating* AAA dell'UEM elaborato da Merrill Lynch). In termini relativi, i differenziali delle obbligazioni con *rating* BBB emesse da società non finanziarie hanno registrato un maggiore rialzo. Per gli emittenti finanziari, i differenziali sono aumentati in misura relativamente significativa nella prima parte del periodo, in linea con un calo pronunciato delle quotazioni azionarie delle società finanziarie (cfr. sezione 2.5), ma hanno chiuso il periodo sostanzialmente invariati, in seguito al restringimento registrato nella seconda parte. Il riquadro 6 esamina le principali sfide cui è confrontato il mercato europeo delle cartolarizzazioni.

Riquadro 6

RIATTIVARE IL MERCATO EUROPEO DEGLI ABS: SFIDE E POSSIBILI SOLUZIONI

Il mercato europeo delle attività cartolarizzate (*asset-backed securities*, ABS) si trova in un importante punto di svolta. Questo riquadro esamina le principali sfide che tale mercato deve affrontare e analizza le possibili soluzioni e i progressi compiuti sinora.

Nonostante il ruolo degli ABS nella crisi finanziaria globale, che ha avuto origine nel mercato statunitense dei mutui *subprime*, è generalmente riconosciuto che prodotti cartolarizzati adeguatamente regolamentati, di elevata qualità e trasparenti possono svolgere una funzione importante nei mercati dei capitali. Tali prodotti possono soddisfare la domanda degli investitori di strumenti di debito garantiti, ad alto *rating* e liquidi, e possono costituire per le banche una forma di finanziamento con scadenze corrispondenti a quelle delle loro attività. Inoltre, la natura strutturata degli ABS può attrarre una molteplicità di operatori e facilitare il trasferimento dei rischi nel sistema finanziario, a condizione che questi ultimi siano adeguatamente compresi, il che a sua volta può concorrere a rafforzare la tenuta nei confronti di shock di mercato inattesi. Più in generale, gli ABS possono inoltre favorire il finanziamento dell'economia reale, incluso il finanziamento delle piccole e medie imprese (PMI).

Un mercato degli ABS efficiente e liquido sarebbe auspicabile anche dal punto di vista delle banche centrali: la capacità degli ABS di "rendere liquide" attività difficili da vendere li rende una classe di attività utilizzabile come collaterale. Ciò può risultare essenziale in tempi di crisi per assicurare che alle controparti sia fornita una liquidità sufficiente e che i bilanci delle banche centrali siano al tempo stesso adeguatamente preservati. La figura A qui di seguito illustra il marcato aumento della mobilitazione degli ABS da parte delle controparti dell'Eurosistema (principalmente da parte delle stesse banche emittenti) durante la crisi finanziaria mondiale del 2007/08 e la crisi del debito sovrano nell'area dell'euro.

Ciò nonostante, il mercato europeo degli ABS si trova di fronte a numerose sfide che potrebbero mettere a repentaglio la sua sostenibilità nel lungo periodo, tra cui in particolare il suo trattamento prudenziale, la riduzione della base di investitori e, infine, le sfavorevoli "contrattazioni

economiche” in un contesto congiunturale difficile. Ciascuno di questi aspetti è trattato nel prosieguo.

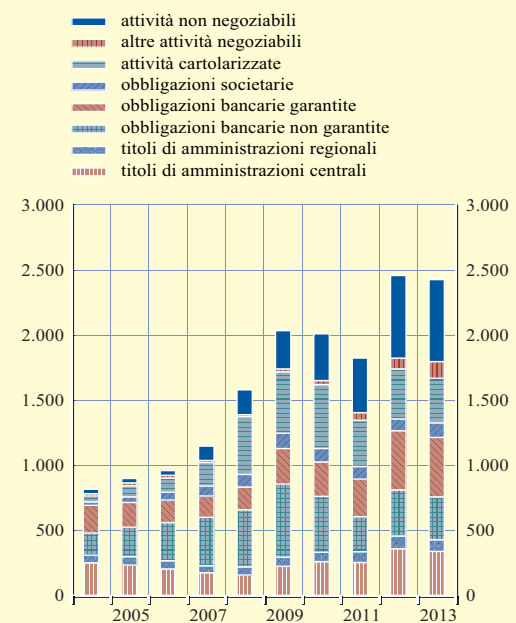
Disposizioni regolamentari e interventi delle banche centrali

Vi sono numerose iniziative regolamentari e di politica economica che attualmente incidono sui mercati degli ABS, aventi per oggetto tra l'altro requisiti patrimoniali, di liquidità, di *governance*, di *due diligence* e di leva finanziaria - iniziative queste che avranno ripercussioni su tutte le categorie di investitori in prodotti cartolarizzati (ossia banche, compagnie di assicurazione, fondi pensione e gestori). Queste disposizioni regolamentari mirano a correggere le carenze osservate dal 2007/08, in particolare l'assenza di *due diligence* da parte degli investitori, che spesso non hanno compreso i rischi insiti in questi prodotti. Va riconosciuta la difficoltà di elaborare disposizioni regolamentari efficaci a livello mondiale e di Unione europea che tengano conto anche delle differenze regionali e delle molteplici forme di ABS, assicurando al tempo stesso la necessaria sensibilità al rischio ed evitando complessità.

Le attuali proposte sui coefficienti patrimoniali da applicare alle cartolarizzazioni sono quelle che rischiano di condizionare maggiormente questo mercato. Ad esempio, il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) intende rendere lo schema di adeguatezza patrimoniale delle banche più prudente e sensibile al rischio, ridurre la dipendenza dai *rating* esterni e attenuare i “cliff effect”¹⁾. Le proposte che verranno discusse nello scorcio del 2012 comporterebbero un significativo incremento dei requisiti patrimoniali, in particolare per le tranche senior di ABS a più alto *rating*. In un altro contesto, la direttiva Solvency II stabilisce un nuovo schema di regolamentazione patrimoniale per il settore dell'assicurazione e della riassicurazione in Europa, la cui attuazione è attualmente attesa per l'inizio del 2016. In base a tale schema, i requisiti patrimoniali degli assicuratori per qualsiasi ABS tengono conto del *rating*, della durata finanziaria e di una corrispondente variazione dei premi, calibrata rispetto a uno shock che si realizza ogni 200 anni. Infine, le proposte della Commissione europea di revisione della direttiva relativa agli Enti pensionistici aziendali o professionali (*Institutions for Occupational Retirement Provision*, IORP) esplorano anche la possibilità di introdurre requisiti patrimoniali simili a quelli

Figura A Garanzie costituite presso l'Eurosistema, al netto della valutazione e degli scarti di garanzia

(in miliardi di euro)



Fonte: BCE.
Note: le attività non negoziabili sono costituite da crediti e depositi di contante e a termine fisso. I dati per il 2013 si riferiscono al periodo gennaio-giugno 2013.

1) Definiti come variazioni di entità significativa dei requisiti patrimoniali a fronte di modesti spostamenti lungo la struttura per tranche di un'esposizione cartolarizzata.

di Solvency II per gli IORP, anche se tali proposte sono state messe in sospeso nel maggio 2013 in attesa di ulteriori analisi.

Vi sono timori che i coefficienti patrimoniali proposti possano non distinguere in misura sufficiente tra i prodotti di alta qualità e quelli di bassa qualità e non considerino adeguatamente l'andamento storico degli ABS. Infatti, studi sulla performance degli ABS a livello globale, sia dalla metà degli anni '90 sia dall'inizio delle tensioni finanziarie nel 2007, indicano che gli ABS europei hanno beneficiato di tassi di insolvenza più bassi (soprattutto per le tranche senior) e hanno registrato risultati decisamente migliori di quelli di categorie di ABS simili in altre giurisdizioni²⁾. Possono esservi differenze, che è importante riconoscere, nel trattamento legale e istituzionale degli ABS in ordinamenti giuridici diversi. È inoltre importante assicurarsi che i coefficienti patrimoniali proposti permettano di raggiungere condizioni di parità concorrenziale con altre classi di attività aventi livelli di rischio potenzialmente comparabili (ad es. i portafogli di prestiti all'ingrosso, le obbligazioni societarie o le obbligazioni bancarie garantite).

I coefficienti patrimoniali devono essere naturalmente abbastanza elevati per assicurare che le banche e altri investitori soggetti a regolamentazione accantonino quantità di capitale sufficienti per proteggersi da eventi imprevedibili. Tuttavia, è importante che si tenga conto delle specifiche performance e caratteristiche degli ABS europei. In caso contrario, detti coefficienti patrimoniali potrebbero distorcere negativamente la redditività del capitale corretta per il rischio. Qualora ciò avvenisse, le banche, le compagnie di assicurazione e i fondi pensione, che sono stati tra i principali investitori in ABS europei, potrebbero richiedere rendimenti più elevati, rendendo potenzialmente non conveniente l'emissione di tali strumenti per gli *originator*. In alternativa, questi investitori potrebbero decidere di uscire dal mercato a causa di rendimenti del capitale corretti per il rischio insufficienti. E in tal caso è improbabile che vi siano abbastanza investitori per sostituirli.

Altri ostacoli: l'incertezza degli investitori e il difficile contesto economico

Dopo una crescita costante e rapida dalla fine degli anni '90, le emissioni di ABS sul mercato sono nettamente diminuite in seguito allo scoppio delle tensioni finanziarie nel 2007, come illustra la figura B. Sebbene i collocamenti abbiano evidenziato un certo recupero dal 2010, da allora il calo dei volumi evidenzia la debolezza di questo mercato. La figura C illustra inoltre la divergenza dei premi relativi a prodotti simili tra ordinamenti giuridici diversi.

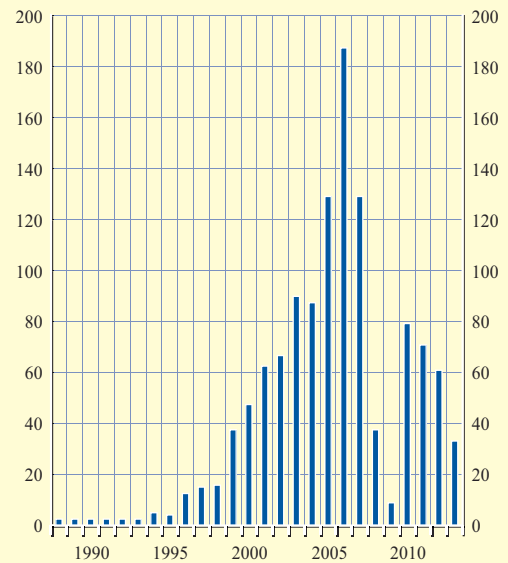
L'incertezza degli investitori continua a rappresentare un ostacolo significativo alla riattivazione dei mercati europei degli ABS. Tale incertezza riguarda diversi aspetti ed ha represso la domanda di tutte le tranche di ABS eccetto quelle della massima qualità creditizia e ha fatto salire gli spread sul mercato secondario. A livello macroeconomico, la mancanza di fiducia nei dati ufficiali, come l'entità dei prestiti in scadenza in alcune economie deboli, e l'incertezza sull'andamento di variabili quali i prezzi degli immobili e la disoccupazione, hanno continuato a penalizzare gli ABS in tutta l'UE, e in particolare nelle economie duramente colpite dalla crisi del debito sovrano.

2) Ad esempio, Standard & Poor's ha analizzato le variazioni di *rating* e i tassi di insolvenza cumulati sulle attività di finanza strutturata europee dal luglio 2007 al luglio 2012 e ha rilevato un tasso di insolvenza cumulato dell'1,1 per cento dal 2007 su consistenze iniziali di 1.884 miliardi di euro, a fronte di un tasso di insolvenza complessivo del 14,8 per cento negli Stati Uniti. Analisi condotte in precedenza da Fitch sono giunte a risultati simili, calcolando perdite realizzate di appena l'1,9 per cento su 5.200 miliardi di dollari statunitensi di obbligazioni cartolarizzate valutate dalla società nel luglio 2007. Cfr. Standard & Poor's "Five Years On – The European Structured Finance Cumulative Default Rate is only 1.1 per cent", agosto 2012; Fitch Ratings "The Credit Crisis Four Years On...Structured Finance Research Compendium", giugno 2012; e "EMEA Structured Finance Losses", agosto 2011; nonché i rapporti di Moody's Investor Service relativi alle performance dal 1993 al 2011.

Vi è stata anche una mancanza di fiducia nella qualità delle attività sottostanti, che a sua volta ha fatto aumentare i costi informativi per i potenziali investitori. Questo aspetto comincia adesso ad essere affrontato dall'iniziativa della BCE sui dati a livello di singoli prestiti, che ha stabilito criteri di trasparenza e standardizzazione quali prerequisiti necessari affinché gli ABS siano considerati stanziabili in garanzia nelle operazioni con l'Eurosistema³⁾. Occorrerà tempo naturalmente prima che sia costituita una serie storica sufficientemente lunga che possa essere utilizzata nello sviluppo di modelli di credito per singoli prestiti. Ciò nonostante, è già stato riconosciuto dall'Eurosistema che la presenza di requisiti a livello di singoli prestiti riduce alcuni rischi potenziali legati all'accettazione degli ABS come garanzia. Ciò è illustrato dalla riduzione, annunciata nel luglio 2013, degli scarti di garanzia (dal 16 al 10 per cento) e delle soglie minime di *rating* (abbassate da due *rating* tripla A a due *rating* singola A) per gli ABS soggetti a tali requisiti⁴⁾.

Figura B Collocamenti di ABS europei dal 1988

(in miliardi di euro; fino al 23 agosto 2013)



Fonti: DB Research, JPMorgan ed elaborazioni della BCE.

Il difficile contesto economico, unitamente alla ridotta domanda di prestiti e ai vincoli all'offerta di credito, continua inoltre a pesare sul mercato degli ABS e le emissioni effettuate da inizio 2013 rimangono modeste. Inoltre, dal 2007/08 i premi sono significativamente aumentati, soprattutto nelle economie deboli (cfr. figura C). Sebbene negli ultimi mesi gli spread siano scesi, molte potenziali operazioni in ABS rimangono svantaggiose in termini economici. Ciò è dovuto al fatto che gli emittenti dovrebbero addebitare tassi di interesse elevati e irrealistici ai potenziali sottoscrittori dei prestiti per coprire i rendimenti pagati agli investitori all'altro capo della catena di cartolarizzazione degli ABS. Inoltre, molte emissioni di successo sembrano aver richiesto notevoli compromessi da parte degli emittenti, ad esempio l'offerta di forme di supporto al credito ("credit enhancement") maggiori per una cartolarizzazione comparabile⁵⁾. Il difficile contesto di emissione può aver avuto un impatto sull'erogazione di nuovi prestiti, in particolare tra le PMI di alcune economie deboli, una criticità recentemente

- 3) L'iniziativa a livello di singoli prestiti è in corso di attuazione per RMBS, ABS di piccole e medi imprese, CMBS e ABS garantiti da crediti al consumo, operazioni di leasing e finanziamenti per l'acquisto di automobili. I requisiti a livello di prestiti si riferiscono alle attività sottostanti gli ABS e richiedono informazioni dettagliate sul prestatore e sulle caratteristiche del prestito, che gli investitori possono poi utilizzare per eseguire le proprie analisi creditizie.
- 4) La "trippla A" indica un *rating* a lungo termine pari ad "AAA" per Fitch, Standard & Poor's o DBRS e ad "Aaa" per Moody's. La "singola A" è equivalente a un *rating* a lungo termine pari ad almeno "A-" per Fitch o Standard & Poor's, "A3" per Moody's o "AL" per DBRS.
- 5) Ad esempio, a fine luglio 2013 il collocamento di un ABS emesso da una PMI italiana per un controvalore di 1,6 miliardi di euro ha necessitato di un *credit enhancement* del 38 per cento (e nonostante ciò il titolo ha dovuto pagare una cedola pari all'Euribor a tre mesi più 240 punti base sulla tranche senior). Anche se le dimensioni del *credit enhancement* sono funzione delle caratteristiche dell'operazione, questi numeri elevati indicano la necessità di fornire rassicurazioni molto ampie agli investitori per assicurare la negoziabilità degli strumenti.

messa in luce dal Libro verde della Commissione europea sul finanziamento a lungo termine dell'economia europea.

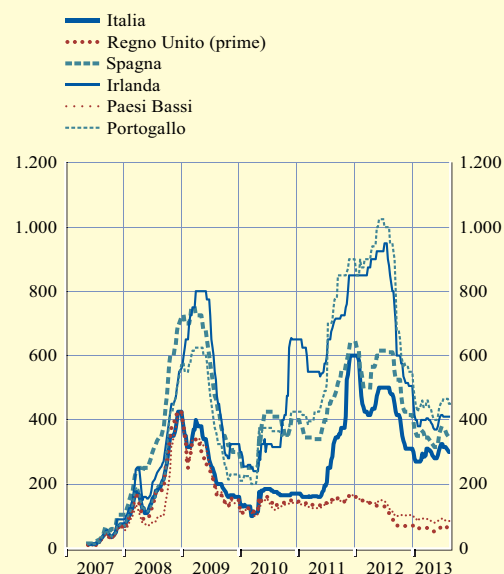
In questo contesto, diverse istituzioni dell'UE hanno vagliato iniziative di politica economica congiunte per promuovere l'offerta di credito alle PMI basate sulla riattivazione del mercato degli ABS per questi prestiti. Le istituzioni hanno potuto far leva sulle rispettive competenze (ad esempio fornendo garanzie per le transazioni in ABS o stanziando fondi pubblici per scopi specifici) per svolgere un ruolo catalizzatore a tale riguardo. Simili iniziative possono essere utili a ridurre i premi in alcune giurisdizioni, a facilitare le nuove emissioni e il trasferimento dei rischi dai bilanci bancari e, infine, a incentivare l'erogazione di prestiti a imprese e famiglie, laddove quest'ultima sia stata seriamente compromessa. Inoltre, è importante compiere ulteriori sforzi per sviluppare ABS semplici e standardizzati, che possano apportare vantaggi agli investitori e fornire alle autorità di regolamentazione rassicurazioni sul piano prudenziale. Tuttavia, tutte queste iniziative non costituiscono una formula magica per ridare slancio alla crescita del credito e riattivare il mercato degli ABS, e il loro successo dipenderà anche dal più generale andamento economico e dal risanamento del settore bancario nell'UE.

Conclusioni

Il mercato europeo degli ABS è in grado di svolgere un ruolo importante e duraturo nei mercati di raccolta europei e nel finanziamento dell'economia reale. Ciò nonostante, le turbolenze degli ultimi anni hanno dato luogo a una serie di iniziative regolamentari che avranno un'incidenza determinante sulla sostenibilità del mercato. Ciò richiede un'attenta considerazione affinché si tenga conto in misura adeguata di importanti differenze tra i diversi ordinamenti e con altre attività. L'incertezza degli investitori e la difficile situazione economica in numerosi paesi continuano a rappresentare sfide aggiuntive. In questo contesto, iniziative per migliorare la trasparenza e la standardizzazione, con l'obiettivo di consentire agli investitori di valutare meglio il rischio, nonché per sostenere l'economia reale, sono essenziali per attrarre gli operatori e riattivare il mercato europeo degli ABS.

Figura C Premi sugli RMBS con rating AAA a cinque anni

(in punti base; fino al 23 agosto 2013)



Fonte: JPMorgan.

Nota: le serie relative agli RMBS italiani si riferiscono alla scadenza 6-7 anni; le serie relative agli RMBS spagnoli si riferiscono alla scadenza 5-6 anni

2.5 MERCATI AZIONARI

Tra la fine di maggio e il 4 settembre i corsi azionari sono aumentati dell'1 per cento circa nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. Su entrambe le sponde dell'Atlantico la pubblicazione di dati economici positivi ha sorretto i listini azionari, che sono stati invece in parte penalizzati dalle

aspettative di un orientamento di politica monetaria meno accomodante, in particolare negli Stati Uniti. In giugno le quotazioni azionarie sono calate in entrambe le aree economiche a causa dell'incertezza dei mercati finanziari legata ad attese di un immediato avvio della graduale riduzione degli acquisti di obbligazioni da parte della Federal Reserve. In luglio, alla luce della diffusione delle indicazioni prospettiche sulla politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE e di alcuni chiarimenti da parte della Federal Reserve, i corsi azionari sono risaliti in entrambe le aree. Hanno poi continuato ad aumentare nell'area dell'euro per gran parte del mese di agosto, in un contesto caratterizzato da nuovi dati economici positivi. L'incertezza circa l'andamento dei mercati azionari nell'area dell'euro, misurata dalla volatilità implicita, ha registrato un lieve incremento nel periodo in rassegna.

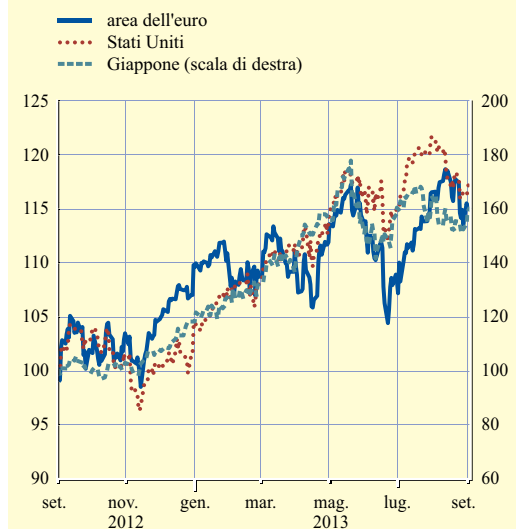
Tra la fine di maggio e il 4 settembre l'indice generale di borsa è aumentato dell'1 per cento circa nell'area dell'euro e anche il corrispondente indice statunitense ha evidenziato un rialzo dell'1 per cento (cfr. figura 26). Nell'area dell'euro i corsi azionari sono aumentati dell'1 per cento sia nel settore finanziario, sia in quello non finanziario. Nel contempo, negli Stati Uniti le quotazioni azionarie del settore non finanziario (+2 per cento) hanno registrato andamenti migliori rispetto a quelle delle società finanziarie (-1 per cento). L'indice azionario giapponese è cresciuto del 2 per cento circa nei tre mesi terminanti all'inizio di settembre.

Nell'area dell'euro le quotazioni azionarie sono scese bruscamente per la maggior parte del mese di giugno. La flessione è stata principalmente ascrivibile all'annuncio, da parte della Federal Reserve, dell'intenzione di ridurre il ritmo degli acquisti di obbligazioni effettuati nell'ambito del programma di allentamento quantitativo nel prosieguo dell'anno, nel caso in cui l'economia avesse continuato a progredire come previsto. Dalla fine di giugno, tuttavia, i corsi azionari dell'area dell'euro hanno cominciato a risalire, alla luce della diffusione delle indicazioni prospettiche sui tassi di riferimento della BCE da parte del Consiglio direttivo, nonché dei chiarimenti della Federal Reserve sull'assenza di un percorso predefinito per gli acquisti di titoli. A metà agosto l'indice azionario composito dell'area dell'euro aveva raggiunto il suo livello più elevato dal 2011, a fronte della pubblicazione di dati economici positivi, tra cui una crescita del PIL superiore alle attese nel secondo trimestre e valori degli indici dei responsabili degli acquisti (PMI) migliori del previsto. Verso la fine di agosto le tensioni geopolitiche legate alla situazione in Siria hanno frenato la propensione al rischio e i listini azionari sono calati.

Negli Stati Uniti i corsi azionari hanno registrato un andamento sostanzialmente analogo, ma con movimenti meno pronunciati. A inizio agosto l'indice composito ha raggiunto un massimo storico, ma nella seconda parte del mese le quotazioni hanno evidenziato una lieve flessione in un contesto di dati economici generalmente positivi – che hanno innescato nuove attese di un'imminente riduzione degli acquisti

Figura 26 Indici dei corsi azionari

(indice: 1° settembre 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.

di titoli da parte della Federal Reserve – e di tensioni geopolitiche. In Giappone le quotazioni azionarie sono aumentate del 2 per cento nel complesso del periodo, in un quadro di elevata volatilità. Dall’inizio dell’anno i corsi azionari hanno registrato un rialzo del 35 per cento, in parte ascrivibile alle sostanziali modifiche della politica fiscale e del quadro di politica monetaria della Banca del Giappone; si è pertanto ampliato il significativo divario di rendimento rispetto ai mercati di Europa e Stati Uniti. Nella maggior parte dei mercati emergenti gli indici azionari hanno registrato forti flessioni, risentendo dei timori degli operatori circa le possibili ripercussioni sulle economie emergenti della cessazione delle politiche monetarie non convenzionali, in particolare negli Stati Uniti.

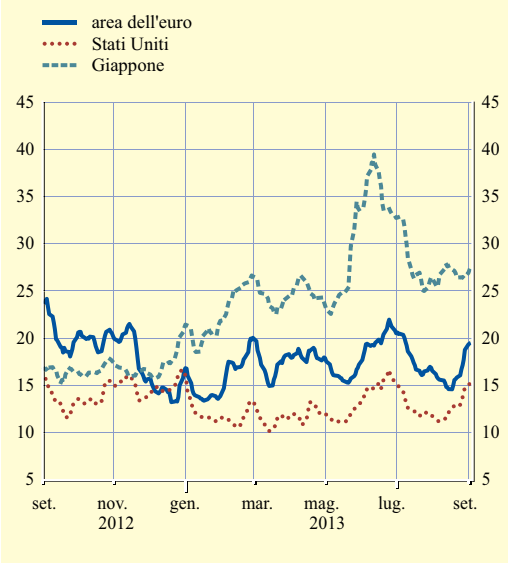
L’incertezza circa l’andamento dei mercati azionari dell’area dell’euro, misurata dalla volatilità implicita, è aumentata nel periodo in esame (al 20 per cento, dal 18 per cento di fine maggio). Negli Stati Uniti la volatilità implicita è rimasta sostanzialmente invariata attorno al 14 per cento (cfr. figura 27). In giugno l’incertezza è cresciuta in entrambe le aree valutarie, a seguito della diffusione delle attese circa un’imminente riduzione degli acquisti di titoli da parte della della Federal Reserve. Successivamente, tuttavia, l’incertezza è diminuita, in particolare nell’area dell’euro, sulla scia della diffusione delle indicazioni prospettiche sulla politica monetaria da parte del Consiglio direttivo della BCE e delle dichiarazioni della Federal Reserve sull’assenza di uno schema predefinito per gli acquisti di titoli. Nonostante la volatilità implicita dei mercati azionari sia aumentata in entrambe le aree economiche verso la fine del periodo in esame, il suo livello resta al di sotto della media del 2012. È inoltre significativamente inferiore alla media registrata nei tre anni precedenti. In Giappone la volatilità implicita si è notevolmente ridotta, pur mantenendosi su livelli storicamente elevati.

La maggior parte degli indici settoriali dei mercati azionari dell’area dell’euro ha registrato un incremento nel periodo in esame, con la significativa eccezione dei comparti della sanità e dei servizi di pubblica utilità. Gli aumenti sono stati particolarmente pronunciati nei settori dell’alta tecnologia e delle telecomunicazioni, con rialzi delle quotazioni rispettivamente del 6 e del 5 per cento. I titoli finanziari dell’area dell’euro sono calati nettamente in giugno (-9 per cento) a causa della diminuzione dei prezzi delle attività finanziarie, ma in seguito hanno recuperato gran parte del terreno perso, terminando il periodo in rassegna con un lieve incremento rispetto alla fine di maggio. Negli Stati Uniti il rialzo maggiore è stato registrato nel comparto della sanità, con un aumento del 4 per cento circa.

Dai dati sugli utili delle società finanziarie e non finanziarie dell’area dell’euro comprese nell’indice Dow Jones Euro Stoxx emerge che la diminuzione degli utili effettivi, calcolata sui 12

Figura 27 Volatilità implicita dei mercati azionari

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



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

Tavola 6 Variazioni dei prezzi degli indici settoriali Dow Jones Euro Stoxx

(variazioni percentuali dei prezzi di fine periodo)

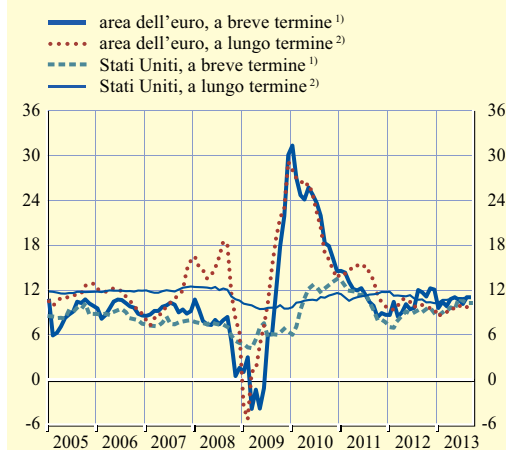
	Euro Stoxx	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petrolio e gas naturale	Servizi finanziari	Servizi sanitari	Industriali	Alta tecnologia	Telecomunicazioni	Servizi di pubblica utilità
Quota del settore nella capitalizzazione del mercato (dati di fine periodo)	100,0	10,2	7,2	17,7	6,8	21,8	5,9	15,3	5,3	4,2	5,5
Variazioni dei prezzi (dati di fine periodo)											
2012 2° trimestre	-8,4	-8,3	-5,3	-4,6	-9,3	-13,7	5,0	-8,5	-16,1	-10,6	-8,2
3° trimestre	7,9	13,2	8,3	5,7	7,7	12,0	7,4	6,5	10,8	-1,0	2,1
4° trimestre	6,8	6,0	9,4	8,8	0,8	11,5	4,2	9,7	12,1	-8,1	-4,0
2013 1° trimestre	2,0	1,1	10,1	7,9	-3,7	-5,1	10,9	4,9	3,9	-3,1	-4,4
2° trimestre	-1,1	-2,0	-1,3	-2,2	-4,2	1,9	-0,7	-2,2	1,0	-1,9	-1,4
luglio 2013	6,2	2,9	5,9	6,6	6,9	9,8	1,0	7,5	4,2	5,2	3,0
agosto 2013	-1,0	-0,7	-1,8	-2,5	3,8	-0,1	-6,3	-1,1	0,6	1,2	-1,7
31 maggio - 4 settembre 2013	0,7	-1,9	3,2	-0,6	4,0	1,2	-7,3	2,6	5,8	4,8	-3,2

Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

mesi precedenti, si è attenuata nel periodo in rassegna, dal -6 per cento circa in maggio al -3 per cento circa in agosto. Nel settore finanziario il tasso di crescita degli utili, pur rimanendo negativo, è migliorato negli ultimi tre mesi (al -11 per cento dal -21 per cento di maggio). Nonostante la crescita degli utili sia stata negativa, gli annunci delle società finanziarie hanno tendenzialmente sostenuto le quotazioni azionarie, poiché gli utili sono risultati migliori delle attese di mercato. Per le società non finanziarie il tasso di crescita degli utili è stato solo leggermente negativo ed è in generale risultato in linea con le aspettative. Per i prossimi 12 mesi, gli operatori di mercato si attendono una ripresa degli utili societari per azione pari all'11 per cento, mentre prevedono che la loro crescita a lungo termine (cinque anni) si collochi attorno al 10 per cento annuo; tale dato risulta in lieve miglioramento rispetto a maggio 2013 (cfr. figura 28). Il riquadro 7 passa in rassegna gli andamenti dei prezzi delle attività nell'area dell'euro.

Figura 28 Crescita attesa degli utili per azione negli Stati Uniti e nell'area dell'euro

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



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

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

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

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

Riquadro 7

LA POLITICA MONETARIA DELLA BCE DURANTE LA CRISI FINANZIARIA E GLI ANDAMENTI DEI PREZZI DELLE ATTIVITÀ

La BCE ha reagito prontamente e risolutamente alla crisi finanziaria e al successivo deterioramento delle condizioni economiche, monetarie e finanziarie allo scopo di mantenere la

stabilità dei prezzi nel medio periodo¹⁾. Le varie misure adottate dalla BCE hanno messo a disposizione del sistema bancario un'abbondante liquidità e hanno mirato a salvaguardare la trasmissione della politica monetaria nei momenti di malfunzionamento e segmentazione dei mercati finanziari, contribuendo così a sostenere l'intermediazione finanziaria e l'offerta di credito all'economia reale. Al tempo stesso, il livello storicamente basso dei tassi di interesse e l'entità senza precedenti del sostegno di liquidità potrebbero far temere che si formino nuovamente disallineamenti dei prezzi delle attività e squilibri finanziari. Questo riquadro esamina gli andamenti dei prezzi delle attività nell'area dell'euro, giungendo alla conclusione che non vi sono al momento evidenze di rilievo di disallineamenti generalizzati dei prezzi delle attività nell'area dell'euro.

L'impatto delle misure convenzionali e non convenzionali di politica monetaria sui prezzi delle attività

Le modifiche nell'orientamento di politica monetaria della BCE sono di norma realizzate attraverso variazioni dei tassi di interesse di riferimento. Tali variazioni e le conseguenti revisioni delle aspettative sui tassi di interesse ufficiali futuri influiscono direttamente sui tassi del mercato interbancario a breve termine nonché sull'intera gamma di rendimenti degli strumenti finanziari su varie scadenze. Oltre agli effetti sui prezzi degli strumenti di debito, le variazioni dei tassi di interesse ufficiali producono effetti anche sui prezzi di tutte le altre classi di attività (come le quotazioni azionarie, i prezzi del mercato immobiliare e i tassi di cambio), a causa dell'arbitraggio. Di conseguenza, le variazioni dei prezzi delle attività sono un canale naturale attraverso il quale le variazioni dell'orientamento di politica monetaria influenzano l'economia più in generale. Gli andamenti della moneta e del credito sono anch'essi influenzati dai tassi di interesse, per il tramite delle variazioni del costo opportunità di detenere moneta piuttosto che attività alternative, per il tramite dei prezzi delle attività in occasione di riallocazioni di portafoglio, nonché per il tramite del canale del credito bancario che opera attraverso l'adeguamento dei prezzi e delle quantità nei bilanci delle banche e dei prenditori.

Alla luce di ciò, è possibile quindi considerare che gran parte delle misure non convenzionali attuate dalla BCE operi per il tramite dei canali dei prezzi delle attività. Ad esempio, la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi nelle operazioni di rifinanziamento ha attenuato le tensioni in termini di disponibilità e costo del finanziamento per le banche, mentre il Programma della BCE per l'acquisto di obbligazioni garantite ha fornito sostegno a un canale specifico della provvista bancaria, che non funzionava correttamente da quando il tracollo di Lehman Brothers nell'autunno del 2008 aveva compromesso l'ordinato funzionamento dei mercati interbancari. In aggiunta, il Programma per i mercati dei titoli finanziari e l'annuncio delle Operazioni definitive monetarie (ODM) hanno inteso ripristinare il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria agendo sul mercato secondario delle obbligazioni sovrane. Fornendo sostegno e assistenza a specifici mercati delle attività, le misure non convenzionali possono altresì contribuire ad alleviare indirettamente i vincoli sull'indebitamento e la liquidità e concorrere così a superare le disfunzioni nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria e garantire che l'orientamento di politica monetaria della BCE si trasmetta ordinatamente all'economia reale.

1) Per una rassegna esaustiva, cfr. l'articolo *La risposta della BCE alla crisi finanziaria* del numero di ottobre 2010 di questo Bollettino; e l'articolo *Impatto e graduale rientro delle misure non convenzionali della BCE* del numero di luglio 2011 di questo Bollettino.

Le condizioni che potrebbero portare a un disallineamento dei prezzi delle attività

Oltre a influenzare i prezzi delle attività in modo normale o “auspicabile”, le misure convenzionali e non convenzionali di politica monetaria possono, in determinate circostanze, comportare anche il rischio di creare un contesto propizio a disallineamenti dei prezzi delle attività e all’emergere di squilibri finanziari. Ad esempio, tassi di interesse troppo bassi per periodi troppo lunghi potrebbero indurre un’eccessiva assunzione di rischio e una sottovalutazione del rischio stesso laddove gli investitori comincino ad acquistare attività a più alto rendimento, indipendentemente dal loro profilo di rischio, in cerca di rendimenti più elevati, spinti dal contesto di bassi tassi di interesse sulle attività poco rischiose. Anche l’elevato ammontare di liquidità in eccesso risultante dalle misure non convenzionali della BCE potrebbe dare adito a timori di disallineamenti dei prezzi delle attività, poiché in tale situazione e a seconda della domanda e della capacità di assorbire i rischi, le banche potrebbero essere maggiormente inclini a espandere il credito a famiglie, amministrazioni pubbliche, imprese non finanziarie o altre istituzioni finanziarie per l’acquisto attività o potrebbero acquistare esse stesse attività direttamente. In tal caso, la domanda delle attività in parola aumenterebbe, spingendo al rialzo i loro prezzi. Di conseguenza, i timori di potenziali disallineamenti dei prezzi delle attività dovrebbero riguardare il vigore della crescita della moneta e del credito, e non l’aumento delle riserve bancarie di per sé.

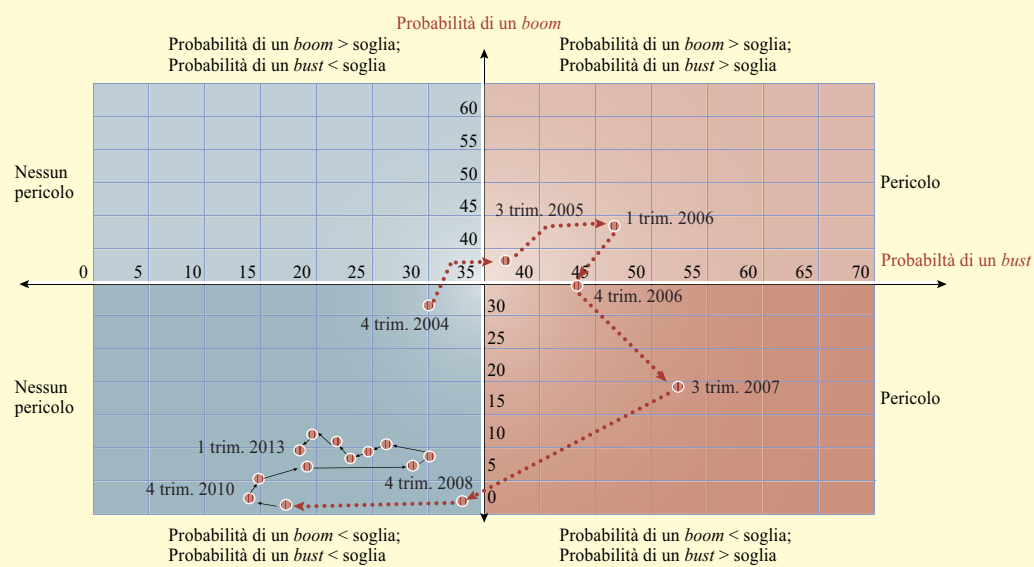
Sebbene i disallineamenti dei prezzi delle attività siano intrinsecamente difficili da rilevare, è possibile ricavare segnali sul reale valore fondamentale delle attività esaminando le valutazioni delle azioni e degli immobili in relazione alla loro potenziale capacità di generare reddito in termini rispettivamente di dividendi/utili e affitti. L’allontanamento eccessivo e protratto di tali valutazioni da determinati valori di riferimento è generalmente un segno del rischio futuro o imminente di un’evoluzione insostenibile dei prezzi delle attività. Analogamente, i differenziali fra i rendimenti sulle obbligazioni societarie ad alto *rating* e i titoli di Stato dovrebbero riflettere l’entità delle incertezze connesse con le prospettive economiche e il tasso atteso di insolvenza delle imprese. Una netta compressione di questi differenziali in assenza di miglioramenti delle prospettive economiche potrebbe pertanto fornire un segnale di disallineamenti nell’andamento dei prezzi obbligazionari.

Vi sono evidenze che alcune variabili indicatore possono fornire informazioni riguardo ai cicli *boom/bust* in determinati mercati delle attività. Gli andamenti della moneta e del credito, in particolare, sono collegati per il tramite di vari canali teorici ai prezzi delle attività e, in ultima istanza, ai prezzi al consumo²⁾. In effetti, esaminando le regolarità empiriche, i cicli *boom/bust* nei mercati delle attività sembrano storicamente essere strettamente associati ad ampie fluttuazioni degli aggregati monetari e creditizi, in particolare nei periodi di: a) crolli dei prezzi delle attività; o b) boom dei prezzi delle attività che finiscono per dar luogo a difficoltà finanziarie. Un aspetto riscontrato sistematicamente in vari studi recenti è che le diverse misure di eccessiva creazione del credito costituiscono validi indicatori anticipatori di un accumulo di squilibri finanziari nell’economia. Per questo motivo l’analisi monetaria della BCE considera anche gli andamenti della moneta e del credito per valutare se nell’area dell’euro siano verosimilmente presenti disallineamenti nei prezzi delle attività.

2) Per una trattazione dettagliata di questo filone di ricerca, cfr. *Bolle dei prezzi delle attività e politica monetaria* del numero di aprile 2005 di questo Bollettino e *Bolle dei prezzi delle attività e politica monetaria: un riesame* del numero di novembre 2010 di questo Bollettino.

Figura A Valutazione del rischio di boom e bust dei prezzi composti delle attività nell'area dell'euro

(percentuali)



Fonti: stime degli esperti della BCE sulla scorta di Gerdemeier, Reimers e Roffia (2010, 2011) (cfr. la nota 3 a piè di pagina all'interno di questo riquadro).

Scarse evidenze di disallineamenti generalizzati dei prezzi delle attività nell'area dell'euro

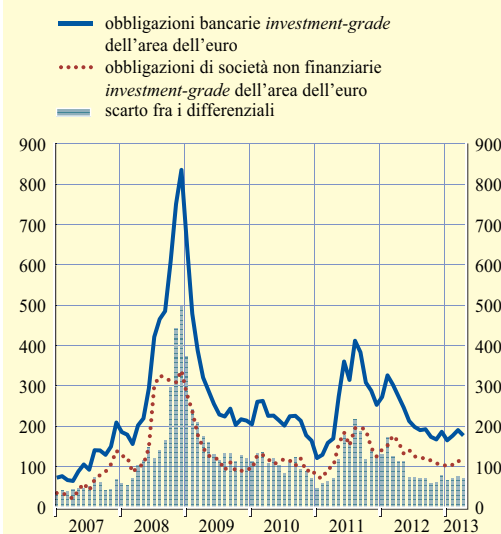
In generale, per quanto l'offerta aggregata di liquidità da parte della BCE sia considerevolmente aumentata negli ultimi anni a seguito delle varie misure non convenzionali, le dinamiche della moneta e in particolare del credito sono rimaste moderate ³⁾. Ciò fa ritenere che, attualmente, gli elevati importi della liquidità in eccesso ancora presenti nei mercati monetari non stiano alimentando disallineamenti dei prezzi delle attività dovuti al credito. Tali importi sono piuttosto un segnale della protratta segmentazione dei mercati finanziari nell'area dell'euro.

Nello specifico, l'espansione della moneta e del credito è stata moderata a partire da metà 2010, con una crescita annua media dell'aggregato monetario ampio M3 in diminuzione dall'11,2 per cento nel 2007 al 2,3 per cento nel secondo trimestre del 2013, e la crescita dei prestiti al settore privato in calo dal 10,8 per cento al -0,9 per cento nello stesso periodo. I modelli di allerta precoce basati sugli andamenti di moneta, credito ed economia reale possono fornire una valutazione del rischio di boom o di crolli dei prezzi delle attività. La figura A mostra che negli ultimi quattro anni la probabilità di un boom o di un crollo in un mercato delle attività comprendente i prezzi delle azioni e delle abitazioni nell'area dell'euro nell'arco dei due anni successivi è rimasta inferiore alla soglia critica che segnalerebbe la presenza di rischi in base all'esperienza storica (come indica il fatto che le ultime stime si trovano nel quadrante inferiore sinistro della figura A). I segnali complessivamente moderati che emergono da questo indicatore potrebbero tuttavia celare differenze nei rischi di boom/bust fra i vari paesi e comparti dei mercati delle attività dell'area dell'euro dovute alla segmentazione finanziaria.

3) Sulla relazione fra liquidità in eccesso e crescita della moneta, cfr. il riquadro *La relazione fra base monetaria, aggregato monetario ampio e rischi per la stabilità dei prezzi* del numero di maggio 2012 di questo Bollettino.

Figura B Differenziali di rendimento sulle obbligazioni di società non finanziarie e sulle obbligazioni bancarie della categoria *investment-grade*, e relativo scarto

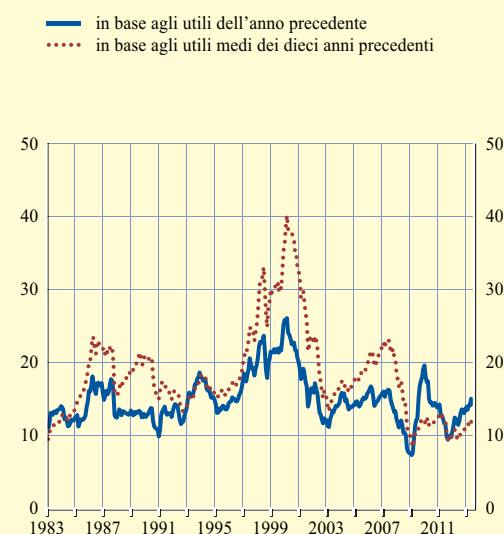
(punti base)



Fonti: Merrill Lynch ed elaborazioni della BCE.
 Note: le rilevazioni più recenti si riferiscono a luglio del 2013. I differenziali di rendimento sono calcolati con riferimento ai tassi *swap*, effettuando gli opportuni aggiustamenti di scadenza. La vita residua media è compresa fra tre e sei anni.

Figura C Rapporti prezzo/utigli nell'area dell'euro sulla base degli utili dell'anno precedente e di quelli medi dei dieci anni precedenti

(rapporti)



Fonti: DataStream, OCSE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.
 Note: Vengono utilizzati gli indici generali di mercato elaborati da DataStream. I rapporti prezzo/utigli basati sugli utili medi dei dieci anni precedenti sono calcolati utilizzando la media degli utili negli ultimi dieci anni misurati al livello dei prezzi del periodo corrente.

Per quanto riguarda i mercati obbligazionari, i differenziali di rendimento delle obbligazioni di società non finanziarie e delle obbligazioni bancarie rispetto ai corrispondenti tassi *swap* erano aumentati in misura pronunciata nell'autunno del 2008 a seguito delle gravi tensioni nei mercati finanziari. A partire da metà del 2009 e a seguito della risposta senza precedenti della politica monetaria, essi sono diminuiti considerevolmente. Dopo essere aumentati nuovamente nel contesto della crisi del debito sovrano, tali differenziali sono diminuiti in misura significativa allorché il clima di fiducia degli operatori del mercato finanziario è migliorato a partire dalla conduzione da parte della BCE delle due ORLT a tre anni nell'inverno del 2011/12 e dall'annuncio delle ODM a metà del 2012. Tale evoluzione è stata favorita anche dai significativi progressi in termini di *governance* a livello nazionale ed europeo. Ne sono un esempio la ricapitalizzazione delle banche e la decisione di creare un'unione bancaria, che hanno contribuito al miglioramento del clima di fiducia degli investitori. Di conseguenza, alla fine di luglio del 2013 i differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie e bancarie di qualità elevata (*investment-grade*) rispetto ai corrispondenti tassi *swap* si collocavano in media a 107 e 177 punti base rispettivamente, ossia in prossimità dei livelli più bassi in due anni (cfr. figura B). In aggiunta, è diminuito anche lo scarto fra i differenziali delle obbligazioni bancarie e quelli delle obbligazioni delle società non finanziarie. Entrambe le categorie di differenziali restano, tuttavia, ben al di sopra dei livelli osservati prima della crisi finanziaria, riflettendo in parte il più elevato rischio percepito in un contesto di debolezza economica e di protratta esigenza di risanare i bilanci societari sulla scia della crisi⁴⁾.

4) Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro *Andamenti recenti dei differenziali di rendimento delle obbligazioni emesse da società non finanziarie nell'area dell'euro* del numero di giugno 2013 di questo Bollettino.

Per quanto riguarda i mercati azionari, le quotazioni azionarie dell'area dell'euro hanno seguito una sostenuta tendenza al rialzo a partire dal luglio 2012. Tale tendenza riflette la maggiore propensione al rischio di quella parte di investitori che, nell'attuale contesto di bassi tassi di interesse, si sono rivolti al mercato azionario alla ricerca di rendimento. Le quotazioni azionarie, tuttavia, sono ancora distanti dai livelli precedenti la crisi finanziaria in gran parte dei paesi dell'area dell'euro. In aggiunta, i rapporti prezzo/utili per l'area dell'euro restano relativamente bassi in una prospettiva storica (cfr. figura C)⁵⁾.

Conclusioni

I bassi tassi di interesse e le misure non convenzionali di politica monetaria possono, in determinate circostanze, creare un contesto propizio ai disallineamenti di prezzo delle attività e all'emergere di squilibri finanziari. Tuttavia, l'esame di una serie di indicatori dei prezzi delle attività ha mostrato che, nel caso dell'area dell'euro, vi sono attualmente scarse evidenze di disallineamenti generalizzati dei prezzi delle attività o di un accumulo di squilibri finanziari. I prezzi delle attività continuano in ampia misura a riflettere un'elevata percezione del rischio e la protratta segmentazione dei mercati finanziari fra i paesi dell'area dell'euro. Le prospettive a medio termine per l'inflazione restano moderate grazie alla debolezza della domanda aggregata e alla modesta crescita della moneta e del credito.

5) Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro *Andamenti dei mercati azionari alla luce dell'attuale contesto di bassi rendimenti*, del numero di agosto 2013 di questo Bollettino.

2.6 FLUSSI FINANZIARI E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

Tra aprile e luglio 2013 il costo reale del finanziamento per le società non finanziarie nell'area dell'euro è rimasto stabile, riflettendo una diminuzione del costo del capitale di rischio e dei prestiti bancari a lungo termine, che è stata controbilanciata da aumenti del costo delle emissioni di debito sul mercato e dei prestiti bancari a breve termine. Quanto ai flussi finanziari, i prestiti bancari alle società non finanziarie hanno continuato a contrarsi nel secondo trimestre. Il calo dei prestiti è principalmente dovuto a una debole attività economica in un contesto di condizioni di credito restrittive in alcune parti dell'area dell'euro. Le emissioni di obbligazioni societarie sono rimaste sostenute, ma il loro ritmo si è significativamente ridotto dall'inizio dell'anno.

CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

Il costo reale del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro, calcolato ponderando il costo delle diverse fonti di finanziamento sulla base delle rispettive consistenze, corrette per le variazioni di valore, è rimasto stabile al 3,2 per cento tra aprile e luglio (cfr. figura 29), poiché la diminuzione dei costi del capitale di rischio e dei prestiti bancari a lungo termine è stata compensata dall'aumento dei costi delle emissioni di debito sul mercato e dei prestiti bancari a breve termine. Il costo reale del capitale di rischio e dei prestiti bancari a lungo termine è sceso di circa 25 punti base nel periodo, rispettivamente al 6,3 e all'1,3 per cento. Per contro, il costo reale del debito di mercato e dei prestiti bancari a breve termine alle società non finanziarie è aumentato rispettivamente di 26 e 18 punti base tra aprile e luglio, allo 0,9 e all'1,5 per cento. I dati più recenti indicano che il costo del finanziamento sul mercato si è stabilizzato. In una prospettiva storica, in luglio il costo reale complessivo del finanziamento per le società non finanziarie dell'area dell'euro si è collocato ai minimi storici dal 1999; lo stesso vale per il costo reale dell'emissione di debito sul mercato e per quello dei prestiti bancari.

Nel periodo compreso fra aprile e luglio, i tassi di interesse nominali applicati dalle IFM sui nuovi prestiti alle società non finanziarie sono diminuiti leggermente per i prestiti di importo contenuto (fino a 1 milione di euro) e aumentati lievemente per i prestiti di importo considerevole (oltre 1 milione di euro) (cfr. tavola 7). Nel periodo in esame, gli andamenti dei tassi di prestito a società non finanziarie in tutta l'area suggeriscono che le modifiche più recenti dell'impostazione di politica monetaria non sono ancora pienamente riflesse nel costo marginale del credito bancario. L'evidenza empirica segnala significativi ritardi nella trasmissione delle misure di politica monetaria ai tassi di prestito. Inoltre, altri fattori, incluso un elevato rischio dei prenditori e le deboli condizioni economiche, potrebbero spiegare le resistenze dei tassi sui prestiti bancari a ridursi ulteriormente. Nel contempo, l'evoluzione dei tassi di credito per l'insieme dell'area dell'euro celano notevoli differenze a livello nazionale.

Nel periodo in esame, i tassi del mercato monetario a tre mesi, i rendimenti dei titoli di Stato a due anni e i rendimenti delle emissioni governative a sette anni dell'area dell'euro con rating

Figura 29 Costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro

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



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

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

Tavola 7 Tassi di interesse delle IFM sui nuovi prestiti alle società non finanziarie

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

							Variazione in punti base fino a luglio 2013 ¹⁾		
	2012 2° trim.	2012 3° trim.	2012 4° trim.	2013 1° trim.	2013 giu.	2013 lug.	2012 apr.	2013 apr.	2013 giu.
Tassi di interesse delle IFM sui prestiti									
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	4,19	3,96	3,94	3,93	3,86	3,81	-44	-10	-5
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	4,08	3,87	3,79	3,75	3,73	3,86	-33	0	13
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,00	3,64	3,41	3,49	3,29	3,27	-94	-15	-2
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	2,56	2,21	2,28	2,12	2,16	2,23	-31	2	7
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	3,28	3,01	2,90	2,85	2,93	3,06	-48	8	13
Per memoria									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	0,65	0,22	0,19	0,21	0,22	0,23	-48	2	1
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	0,27	0,07	-0,01	0,07	0,30	0,18	-14	14	-12
Rendimenti dei titoli di stato a sette anni	1,69	1,26	1,07	1,10	1,51	1,34	-46	39	-17

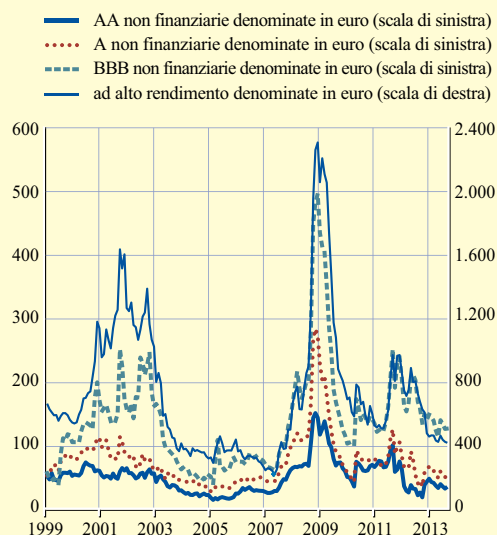
Fonte: BCE.

Nota: i rendimenti sui titoli di Stato sono calcolati sulla base di dati della BCE relativi ai titoli con rating AAA (in base ai rating di Fitch), fra i quali attualmente figurano quelli di Austria, Finlandia, Francia, Germania e Paesi Bassi.

1) Eventuali mancate quadrature sono da attribuire ad arrotondamenti.

Figura 30 Differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie delle società non finanziarie

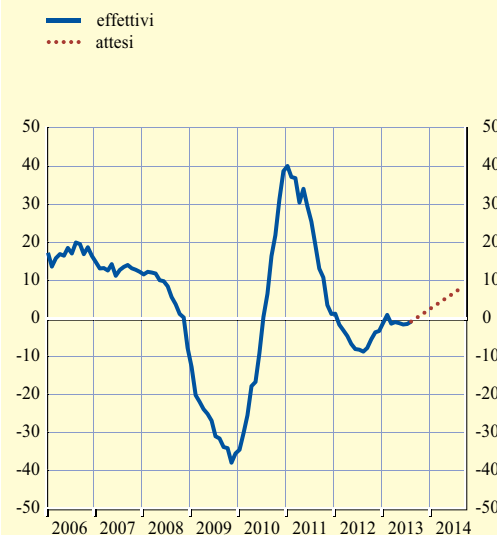
(punti base; medie mensili)



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

Figura 31 Utili per azione delle società non finanziarie quotate nell'area dell'euro

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



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

AAA sono saliti rispettivamente di 2, 14 e 39 punti base (cfr. la nota della tavola 7). Inoltre, il differenziale di tasso fra i prestiti di importo rilevante e quelli di importo contenuto si è ridotto sia per le scadenze brevi che per quelle lunghe.

I differenziali tra il costo complessivo dei titoli delle società non finanziarie emessi sul mercato e il rendimento dei titoli di Stato a sette anni si sono contratti di 52 punti base tra aprile e luglio, per effetto principalmente di un aumento dei rendimenti dei titoli di Stato. Nel contempo, l'avversione al rischio è rimasta significativa nei mercati finanziari, come evidenziato dall'incremento di 10 punti base dei differenziali delle obbligazioni societarie con rating BBB (cfr. figura 30).

FLUSSI FINANZIARI

In un contesto di debole attività economica nel primo trimestre e nonostante la ripresa nel secondo trimestre, la redditività – misurata dal tasso di crescita degli utili per azione – delle società non finanziarie dell'area dell'euro è rimasta negativa nel secondo trimestre ed anche in luglio e agosto (cfr. figura 31). In prospettiva, stando agli indicatori di mercato, gli operatori si attendono un graduale miglioramento, con un ritorno in positivo all'inizio dell'anno prossimo.

Per quanto riguarda il finanziamento esterno delle imprese, il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie ha continuato a contrarsi, portandosi al -3,2 per cento del secondo trimestre dal -2,4 per cento del primo. In termini di domanda, ciò è dipeso dalla scarsa fiducia delle imprese e dalla disponibilità di fonti alternative di finanziamento sia interne che esterne (come i titoli di debito). Al tempo stesso, nei paesi in situazioni di fragilità le banche hanno continuato ad applicare condizioni di credito restrittive con conseguenze sulla disponibilità di credito all'economia reale.

Per l'insieme dell'area dell'euro, l'emissione relativamente elevata di titoli di debito ha compensato la diminuzione di prestiti concessi dalle IFM alle società non finanziarie, suggerendo quindi una parziale sostituzione del finanziamento bancario con quello basato sul ricorso al mercato (cfr. figura 32). Tuttavia, la composizione settoriale e per paese dell'attività di emissione mostra che il maggiore ricorso al finanziamento sul mercato non è stato di particolare beneficio per i paesi in situazione di significativa difficoltà finanziaria. Inoltre, pur rimanendo su livelli elevati soprattutto per via di condizioni di prezzo favorevoli, il tasso di crescita sui dodici mesi dell'emissione di titoli di debito da parte di società non finanziarie è leggermente diminuito dall'inizio dell'anno, fino a raggiungere il 9,8 per cento in giugno. Tale andamento è dovuto principalmente a un rallentamento delle emissioni di titoli a tasso fisso a lungo termine da parte di società non finanziarie, parzialmente compensato da una ripresa delle emissioni di titoli a breve termine. Come già menzionato, considerando l'alta concentrazione nel mercato obbligazionario europeo, i movimenti registrati a livello aggregato possono di fatto riflettere l'emissione di titoli in alcuni paesi. Nell'arco dello stesso periodo il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle emissioni di azioni quotate da parte delle società non finanziarie è aumentato allo 0,4 per cento.

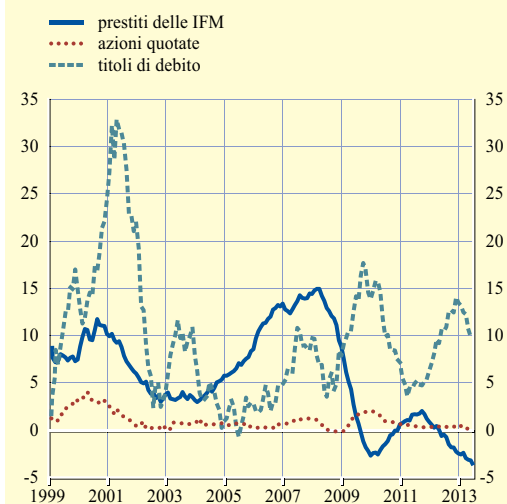
Nel secondo trimestre la diminuzione del tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti bancari alle società non finanziarie è ascrivibile a un calo del tasso di crescita dei prestiti con scadenza inferiore a un anno, dall'1,7 per cento nel primo trimestre al -2,1 per cento nel secondo nonché a un'ulteriore riduzione dei tassi di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti a medio e a lungo termine (cfr. tavola 8).

I risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il secondo trimestre del 2013 mostrano un calo sostanzialmente invariato della domanda netta di prestiti da parte di società non finanziarie rispetto al primo trimestre (cfr. figura 33). Tuttavia, l'analisi dei contributi dei fattori suggerisce che le necessità di finanziare gli investimenti fissi e il fabbisogno di finanziamento per fusioni e acquisizioni nonché il finanziamento interno hanno continuato a frenare la domanda di prestiti, mentre la necessità di finanziare la ristrutturazione del debito, le scorte e il capitale circolante ha contribuito positivamente alla domanda di prestiti.

Al tempo stesso, l'inasprimento netto dei criteri di concessione del credito alle società non finanziarie è rimasto sostanzialmente invariato nel secondo trimestre. Le evoluzioni dei criteri di concessione del credito hanno riflesso un contributo lievemente ridotto della percezione dei rischi delle banche, nonché del costo di provvista e dei vincoli di bilancio. Ciò nondimeno, il rischio dei prenditori e l'incertezza macroeconomica sono rimasti i principali fattori alla base delle motivazioni delle politiche di credito. Per il terzo trimestre del 2013 le banche si attendono una lieve riduzione dell'inasprimento netto dei criteri di concessione del credito alle imprese.

Figura 32 Finanziamento esterno delle società non finanziarie: scomposizione per strumento

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

Nota: le azioni quotate sono denominate in euro.

Tavola 8 Finanziamento delle società non finanziarie

(variazioni percentuali; dati di fine trimestre)

	Tassi di crescita sul periodo corrispondente				
	2012 2° trim.	2012 3° trim.	2012 4° trim.	2013 1° trim.	2013 2° trim.
Prestiti delle IFM	-0,6	-1,5	-2,3	-2,4	-3,2
fino a un anno	-1,3	-1,7	0,6	1,7	-1,8
da uno a cinque anni	-3,2	-4,7	-6,0	-6,3	-6,2
oltre cinque anni	0,5	-0,4	-2,3	-2,9	-2,9
Emissioni di obbligazioni	10,6	12,6	14,1	12,5	9,8
a breve termine	28,8	3,3	2,8	8,6	-8,6
a lungo termine, di cui: ¹⁾	8,8	13,6	15,2	12,8	11,9
a tasso fisso	9,7	14,5	16,6	14,4	13,0
a tasso variabile	-2,1	0,7	-2,1	-1,0	4,6
Emissioni di azioni quotate	0,3	0,4	0,5	0,1	0,4
Per memoria ²⁾					
Finanziamento totale	1,4	1,1	1,0	1,0	-
Prestiti a società non finanziarie	0,8	0,9	0,2	-0,1	-
Riserve tecniche di assicurazione ³⁾	1,4	1,4	1,1	1,1	-

Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

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

3) Include le riserve dei fondi pensione.

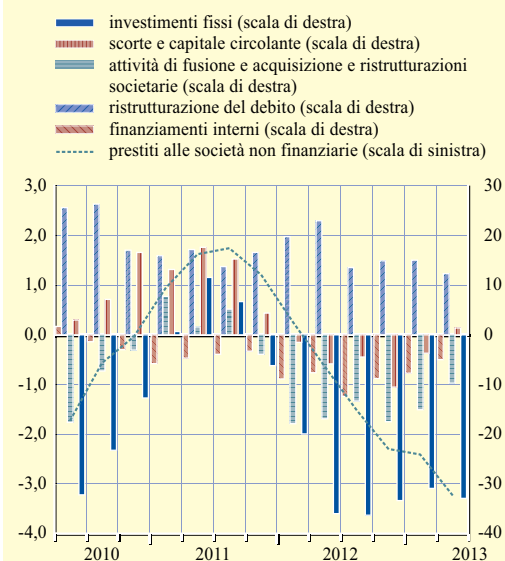
Il fabbisogno finanziario (o indebitamento netto) delle società non finanziarie, ossia la differenza tra i fondi generati internamente (risparmio lordo) e gli esborsi per investimenti reali in rapporto al valore aggiunto lordo generato dalle società non finanziarie, è rimasto positivo ed è aumentato dallo 0,4 per cento del quarto trimestre del 2012 all'1 per cento nel primo trimestre di quest'anno (cfr. figura 34). Tale incremento ha riflesso principalmente una diminuzione degli investimenti fissi e l'aumento del risparmio, che è rimasto elevato.

POSIZIONE FINANZIARIA

In base ai dati contabili integrati dell'area dell'euro, l'indebitamento del settore delle società non finanziarie è diminuito leggermente nel primo trimestre. Il rapporto fra debito e PIL è sceso ulteriormente dal 79,0 per cento nel quarto trimestre del 2012 al 78,6 per cento nel primo trimestre e il rapporto fra debito e attività finanziarie è sceso dal 26,1 al 25,7 per cento. Sebbene i cali siano relativamente limitati, se confrontati ai picchi registrati, si sono comunque verificati nonostante la debolezza dell'atti-

Figura 33 Crescita dei prestiti e fattori che hanno contribuito alla domanda di prestiti delle società non finanziarie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; saldi percentuali)

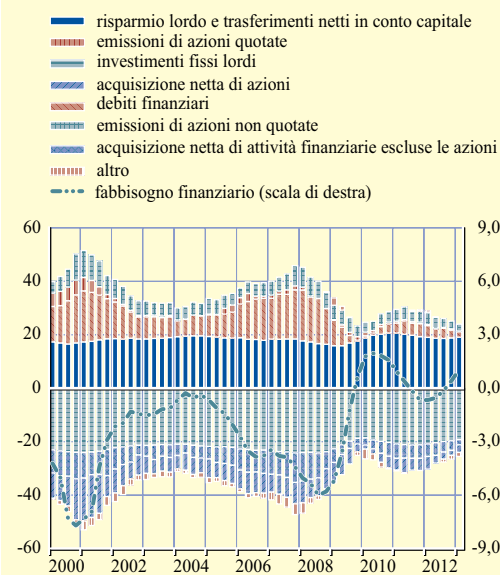


Fonte: BCE.

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

Figura 34 Risparmio, finanziamento e investimenti delle società non finanziarie

(totale mobile di quattro trimestri; in percentuale del valore aggiunto lordo)

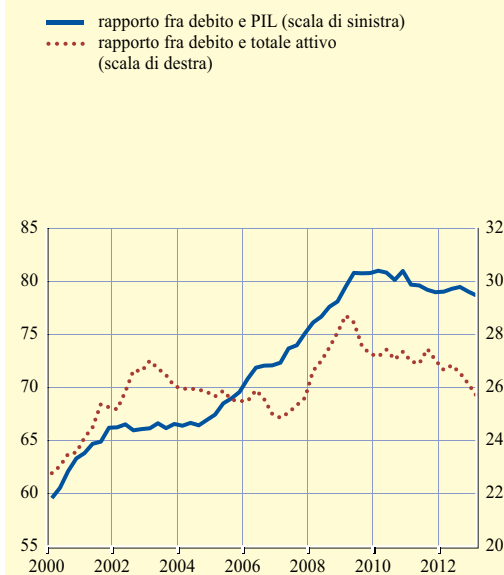


Fonte: conti dell'area dell'euro.

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

Figura 35 Rapporti di indebitamento nel settore delle società non finanziarie

(valori percentuali)



Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati sul debito sono tratti dai conti settoriali europei trimestrali. Fanno parte del debito: i prestiti (esclusi quelli intersocietari), i titoli di debito emessi e le riserve di fondi pensione.

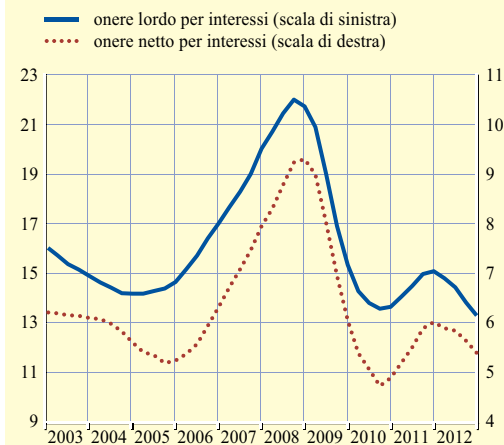
vità economica. Nel contempo, gli oneri finanziari lordi per il pagamento di interessi delle società non finanziarie hanno continuato a ridursi leggermente nel primo trimestre, portandosi al 13,3 per cento rispetto al loro margine operativo lordo (cfr. figura 36).

2.7 FLUSSI FINANZIARI E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE

Nel secondo trimestre le condizioni di finanziamento delle famiglie nell'area dell'euro sono state caratterizzate da una lieve diminuzione dei tassi sui prestiti bancari, in particolare su quelli a medio e lungo termine, nonché da una persistente forte eterogeneità tra paesi. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle famiglie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) si è stabilizzato su livelli leggermente positivi da inizio anno e si è collocato

Figura 36 Onere per interessi delle società non finanziarie

(somma mobile di quattro trimestri; percentuale del margine operativo lordo)



Fonte: BCE.

Nota: l'onere netto per interessi è definito come la differenza fra interessi versati e quelli percepiti delle società non finanziarie, in relazione al loro margine operativo lordo.

allo 0,3 per cento in luglio. I dati più recenti continuano quindi a indicare un andamento moderato dell'indebitamento delle famiglie, in parte dovuto alla necessità di ridurre il proprio livello di debito in vari paesi. Tuttavia, il rapporto fra debito e reddito lordo disponibile delle famiglie è stimato in ulteriore lieve aumento nel secondo trimestre, a causa di una stagnazione dei redditi e di un lieve aumento dell'indebitamento. Allo stesso tempo, gli oneri per interessi delle famiglie sono rimasti sostanzialmente invariati.

CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

Il costo del finanziamento delle famiglie dell'area dell'euro è diminuito leggermente nel secondo trimestre per effetto delle riduzioni dei tassi di interesse sui prestiti a medio e lungo termine. Per contro, i tassi di interesse sui prestiti a breve termine sono rimasti invariati o sono aumentati lievemente, riflettendo probabilmente il tipico effetto differito delle variazioni dei tassi di mercato, nonché le perduranti disfunzioni nella trasmissione dei tassi di interesse di riferimento della BCE in alcuni paesi dell'area dell'euro. A livello di area dell'euro, gli andamenti dei tassi di interesse delle IFM applicati alle famiglie hanno fatto registrare andamenti diversi a seconda della tipologia e della scadenza dei prestiti, con un grado di eterogeneità tra i vari paesi comunque elevato. Nel contempo, la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro ha registrato cali dei costi di finanziamento complessivi delle famiglie, il che ha determinato un'ulteriore lieve diminuzione delle differenze tra paesi.

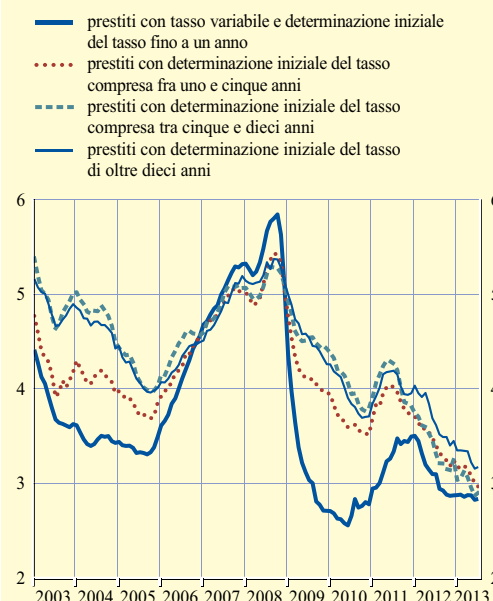
Per quanto riguarda i nuovi mutui per l'acquisto di abitazioni, i tassi di interesse sui prestiti a breve termine (ovvero prestiti a tasso variabile o con periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno) sono rimasti sostanzialmente invariati rispetto ai livelli osservati nel primo trimestre del 2013 e nel quarto trimestre del 2012. Per contro, per i prestiti a medio e lungo termine (ovvero prestiti con periodo di determinazione iniziale del tasso compreso tra uno e cinque anni e tra cinque e dieci anni) i tassi di interesse hanno continuato a scendere, raggiungendo minimi storici (cfr. figura 37). In luglio i tassi di interesse sono rimasti invariati su tutte le scadenze rispetto a giugno.

Per quanto riguarda i nuovi prestiti al consumo, nel secondo trimestre si sono registrati lievi aumenti dei tassi di interesse per i prestiti a più breve termine, mentre quelli per i prestiti a più lungo termine sono diminuiti leggermente e quelli per i prestiti a medio termine sono rimasti sostanzialmente invariati. In luglio i tassi di interesse sui prestiti a più breve termine sono scesi lievemente, mentre quelli su tutte le altre scadenze sono pressoché immutati rispetto a giugno.

I risultati dell'indagine sul credito bancario di luglio 2013 mostrano che nel secondo trimestre l'inasprimento netto dei criteri di concessione del credito applicati dalle banche dell'area dell'euro ai prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è stato inferiore rispetto al trimestre precedente e alle attese. Andamenti analo-

Figura 37 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

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



Fonte: BCE.

ghi sono stati registrati per i criteri di concessione del credito applicati ai prestiti al consumo, che sono stati leggermente allentati su base netta nel secondo trimestre, per la prima volta dalla fine del 2007. Per maggiori dettagli si rimanda al riquadro *Risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il secondo trimestre del 2013* nel numero di agosto 2013 di questo Bollettino. Secondo quanto segnalato dalle banche interpellate, le aspettative rispetto alle prospettive dell'economia in generale e del mercato immobiliare residenziale sono state ciò che più ha contribuito a questa evoluzione dei criteri di concessione del credito, per entrambe le tipologie di prestiti. I termini e le condizioni applicati ai prestiti per l'acquisto di abitazioni si sono per la maggior parte inaspriti nel secondo trimestre, con un ampliamento dei margini sia per i prestiti medi che per quelli più rischiosi, mentre i termini e le condizioni applicati al credito al consumo sono cambiati meno, registrando un restringimento dei margini sui prestiti medi e incrementi più contenuti dei margini sui prestiti più rischiosi.

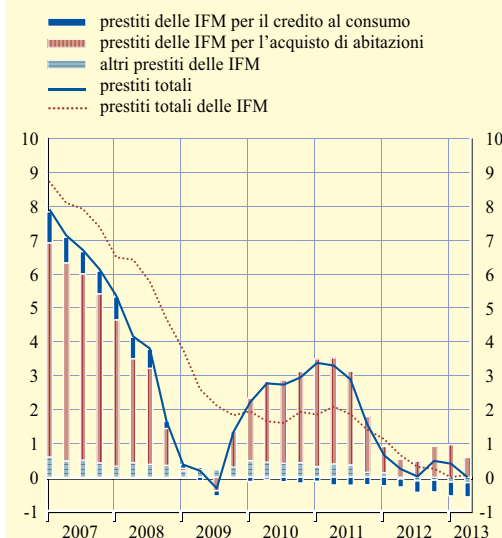
FLUSSI FINANZIARI

Dalla metà del 2012 la crescita dei prestiti complessivi alle famiglie è stata modesta. Il credito alle famiglie dell'area dell'euro si è indebolito ulteriormente nel primo trimestre del 2013 (il periodo più recente per il quale sono disponibili dati sui conti dell'area dell'euro) a causa di una moderazione dell'attività di prestito da parte delle IFM. Di conseguenza, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti totali concessi alle famiglie è calato allo 0,0 per cento, dallo 0,2 del trimestre precedente. Le stime per il secondo trimestre indicano un aumento molto contenuto del tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti alle famiglie (cfr. figura 38). Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti totali concessi dalle IFM alle famiglie (non corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è diminuito allo 0,2 per cento nel primo trimestre, dallo 0,5 per cento nel trimestre precedente. L'attività di cessione e cartolarizzazione, che spesso dà luogo al trasferimento dei prestiti alle famiglie fra il settore delle IFM e quello degli altri intermediari finanziari, è ulteriormente diminuita nel primo trimestre, con il risultato che il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti concessi alle famiglie da intermediari diversi dalle IFM è sceso ulteriormente al -1,9 per cento, dal -1,0 del trimestre precedente.

In base ai dati delle IFM già disponibili per il secondo trimestre e per il mese di luglio, la crescita dei prestiti alle famiglie dell'area dell'euro sembra essersi stabilizzata su livelli lievemente positivi dall'inizio dell'anno. Più in particolare, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti alle famiglie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) si è collocato allo 0,3 per cento sia nel secondo trimestre che in luglio, rimanendo sostanzialmente invariato dall'inizio dell'anno, a indicazione che l'attività di erogazione è rimasta pressoché stabile su livelli contenuti (per ulteriori dettagli, cfr. la sezione 2.1).

Figura 38 Prestiti totali concessi alle famiglie

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



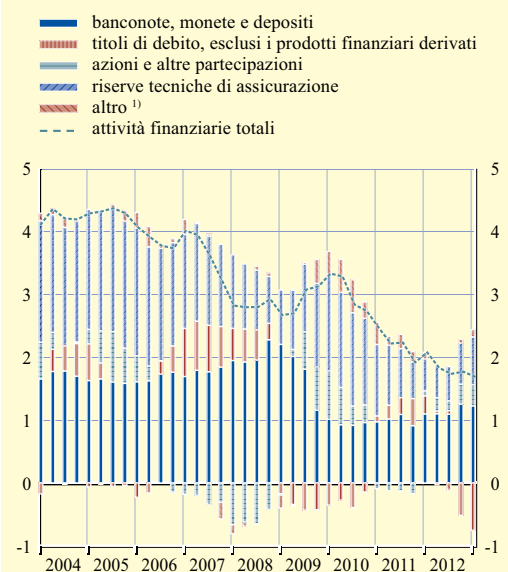
Fonte: BCE.

Note: i prestiti totali includono i prestiti concessi alle famiglie da tutti gli altri settori istituzionali, compreso il resto del mondo. Per il secondo trimestre del 2013, i prestiti concessi alle famiglie sono stati stimati sulla base dei dati sulle transazioni riportati nelle statistiche bancarie e monetarie. Per ulteriori informazioni sulle differenze tra i prestiti delle IFM e i prestiti totali con riferimento al calcolo dei tassi di crescita, cfr. le relative Note tecniche.

Considerando una scomposizione dei prestiti per finalità, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM per l'acquisto di abitazioni (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) è sceso allo 0,7 per cento in luglio, proseguendo il graduale calo osservato sin da gennaio (quando si collocava all'1,4 per cento), che ha posto termine alla breve e modesta ripresa registrata nel quarto trimestre del 2012. Tale moderazione ha rispecchiato l'ulteriore debolezza dei flussi mensili (corretti) registrati per i mutui negli ultimi mesi. Ciò nonostante, i flussi dei prestiti per l'acquisto di abitazioni hanno continuato a rappresentare la quota maggiore del credito delle IFM alle famiglie. Tutti gli altri tipi di prestiti alle famiglie hanno seguito a contrarsi. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente del credito al consumo, nonostante un incremento in luglio (al -2,6 dal -3,1 per cento di marzo) è rimasto negativo, sin dall'aprile 2009. Analogamente, il tasso di crescita sui dodici mesi delle altre tipologie di prestiti, che includono il credito alle imprese senza personalità giuridica, si è collocato al -0,8 per cento in luglio, sostanzialmente invariato da marzo e ancora negativo (come già dal giugno 2012).

Figura 39 Investimenti finanziari delle famiglie

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



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

Per quanto riguarda le cause di fondo della debole crescita dei prestiti delle IFM alle famiglie, la domanda di prestiti ha continuato a essere frenata dagli elevati livelli di indebitamento, dalla debolezza dei mercati immobiliari residenziali e dalla necessità, a medio termine, di correggere gli eccessi del passato (specie in certi paesi dell'area dell'euro). Nel contempo, l'indagine di luglio 2013 sul credito bancario individua una minore contrazione della domanda netta di mutui per l'acquisto di abitazioni e di credito al consumo nel secondo trimestre rispetto al precedente. In base all'indagine, un ampio numero di fattori ha contribuito alla minore contrazione della domanda netta, tra cui un minor deterioramento delle prospettive del mercato immobiliare residenziale e un aumento della fiducia dei consumatori e della spesa per consumi in beni diversi dalle abitazioni. In prospettiva, per il terzo trimestre le banche si attendono solo un deterioramento molto modesto della domanda netta sia di mutui per l'acquisto di abitazioni sia di credito al consumo.

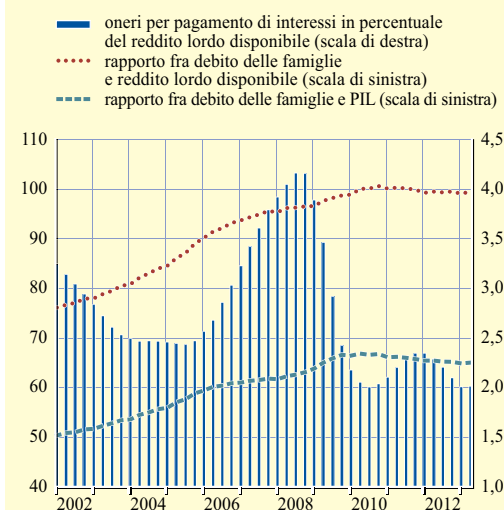
Considerando l'attivo del bilancio del settore delle famiglie dell'area dell'euro, il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari totali si è collocato all'1,7 per cento nel primo trimestre (in lieve flessione dall'1,8 per cento del trimestre precedente; cfr. figura 39). Come nel trimestre precedente, tale diminuzione è riconducibile a una significativa riduzione del contributo fornito dagli investimenti in titoli di debito. Per contro, i contributi degli investimenti in riserve tecniche di assicurazioni e in altri beni sono aumentati leggermente, mentre quelli delle azioni e altre partecipazioni e del circolante e depositi sono rimasti invariati. Nel complesso, il protratto rallentamento osservato dalla metà del 2010 nell'accumulo di attività finanziarie delle famiglie rispecchia i deboli andamenti dei redditi e, specie in alcuni paesi, la spinta verso la riduzione dell'indebitamento.

POSIZIONE FINANZIARIA

L'indebitamento delle famiglie si è stabilizzato su un livello elevato nell'area dell'euro, a indicazione che queste ultime stanno riscontrando difficoltà nel loro processo di riduzione della leva finanziaria. Più in particolare, nel secondo trimestre il rapporto fra il debito delle famiglie e il reddito disponibile lordo nominale è stato stimato al 99,6 per cento (cfr. figura 40), leggermente in rialzo rispetto al trimestre precedente, ma in linea con i livelli registrati a partire dalla metà del 2010. Tale aumento ha riflesso una leggera crescita del debito totale delle famiglie unita alla stagnazione del reddito disponibile, rispecchiando la persistente debolezza dell'attività economica. Gli oneri per interessi del settore sarebbero rimasti grosso modo stabili al 2,0 per cento del reddito disponibile nel secondo trimestre, dopo essersi ridotti gradualmente tra l'inizio del 2012 e l'inizio del 2013. Il rapporto fra il debito delle famiglie e PIL è stimato al 65,1 per cento, registrando un lieve aumento rispetto al trimestre precedente.

Figura 40 Debito delle famiglie e pagamenti per interessi

(valori percentuali)



Fonti: BCE ed Eurostat.

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

3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione sui dodici mesi nell'area dell'euro misurata sullo IAPC è scesa all'1,3 per cento in agosto dall'1,6 di luglio. Ci si attende che il tasso d'inflazione resti basso nei prossimi mesi, in base alle attuali previsioni per il comparto energetico e per i tassi di cambio e in particolare sulla base dell'andamento dei prezzi dei beni energetici. 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 d'inflazione a medio e lungo termine continuano a essere saldamente ancorate in linea con la stabilità dei prezzi.

Questa valutazione si riflette anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE per il mese di settembre che prevedono un'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC dell'1,5 per cento nel 2013 e dell'1,3 nel 2014. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche di giugno 2013, quelle per l'inflazione dello stesso anno sono state corrette al rialzo di 0,1 punti percentuali, mentre le proiezioni per il 2014 restano invariate. I rischi per le prospettive sull'andamento dei prezzi dovrebbero essere ancora sostanzialmente bilanciati nel medio periodo.

3.1 PREZZI AL CONSUMO

L'inflazione sui dodici mesi nell'area dell'euro misurata sullo IAPC è notevolmente diminuita nella prima metà del 2013. Tale risultato è dovuto principalmente al forte calo dell'inflazione dei beni energetici rispetto agli alti valori registrati nel 2012. Le pressioni inflazionistiche di fondo (misurate sulla base di vari indici che escludono alcune voci del paniere dello IAPC) sono anch'esse diminuite nel 2013, per il momento, rispecchiando uno sviluppo debole dell'attività economica. Gli aumenti delle imposte indirette e dei prezzi amministrati hanno invece continuato a mantenere elevati i tassi d'inflazione in alcuni paesi dell'area. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, ad agosto 2013 l'inflazione complessiva è scesa all'1,3 per cento, di riflesso al calo dei tassi di variazione sui dodici mesi dei prezzi della componente energetica, dei beni alimentari e dei beni industriali non energetici, controbilanciato solo in parte da un aumento dell'inflazione dei servizi (cfr. tavola 9).

Tavola 9 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

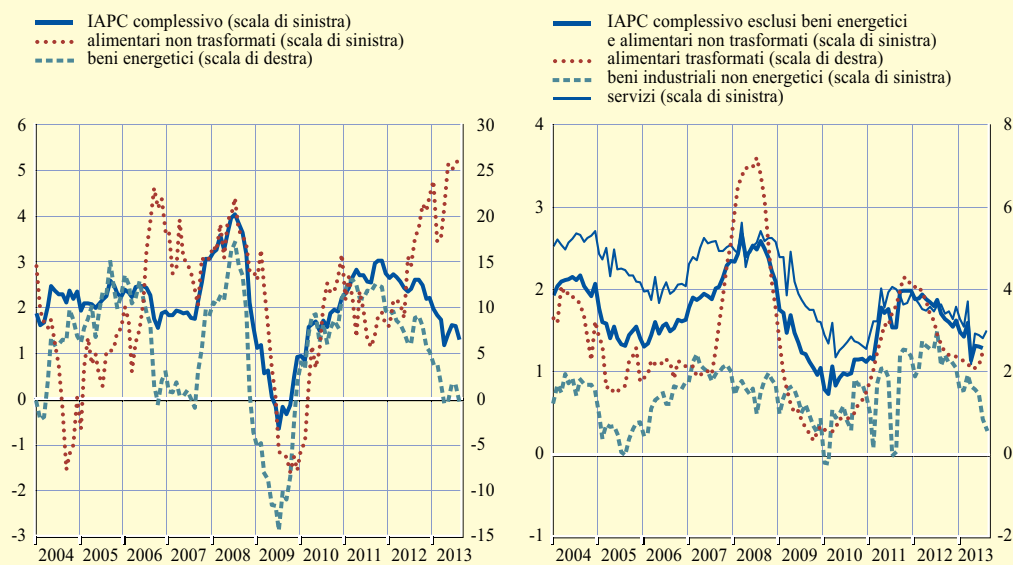
	2011	2012	2013 mar.	2013 apr.	2013 mag.	2013 giu.	2013 lug.	2013 ago.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti¹⁾								
Indice complessivo	2,7	2,5	1,7	1,2	1,4	1,6	1,6	1,3
Beni energetici	11,9	7,6	1,7	-0,4	-0,2	1,6	1,6	-0,4
Beni alimentari	2,7	3,1	2,7	2,9	3,2	3,2	3,5	3,3
Alimentari non trasformati	1,8	3,0	3,5	4,2	5,1	5,0	5,1	.
Alimentari trasformati	3,3	3,1	2,2	2,1	2,1	2,1	2,5	.
Beni industriali non energetici	0,8	1,2	1,0	0,8	0,8	0,7	0,4	0,3
Servizi	1,8	1,8	1,8	1,1	1,5	1,4	1,4	1,5
Altri indicatori di prezzi								
Prezzi alla produzione nell'industria	5,8	3,0	0,6	-0,2	-0,2	0,3	0,2	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	79,7	86,6	84,2	79,3	79,2	78,3	81,9	82,6
Prezzi delle materie prime non energetiche	12,2	0,5	-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 agosto 2013 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

Figura 41 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

Se si analizzano le componenti principali dello IAPC, nei primi otto mesi del 2013 l'inflazione dei beni energetici è notevolmente diminuita; tuttavia gli andamenti del prezzo del petrolio e gli effetti base positivi e negativi mostrano una certa volatilità. La tendenza complessiva in diminuzione riflette il calo dei prezzi del petrolio in dollari americani e la rivalutazione dell'euro sul dollaro nell'ultimo anno, nonché effetti base negativi dovuti allo scemare degli effetti dei passati rincari del petrolio. Durante l'estate 2012 la ripresa dei prezzi del petrolio e un tasso di cambio inferiore dell'euro sul dollaro avevano comportato un aumento dei prezzi del petrolio in euro, facendo aumentare l'inflazione su base tendenziale dei prodotti energetici fino al 9,1 per cento a settembre 2012. Dal mese di ottobre dello stesso anno i tassi d'inflazione dei beni energetici hanno cominciato a ridursi gradualmente, entrando in territorio negativo tra aprile e maggio 2013, quando sono calati dello 0,4 e dello 0,2 per cento su base annua. A giugno un forte effetto base ha fatto alzare il tasso di variazione sui dodici mesi della componente energetica fino all'1,6 per cento, mentre a luglio (l'ultimo mese per cui sono disponibili dinamiche dettagliate) il suo tasso di variazione è rimasto invariato, nonostante un effetto base negativo. Analizzando le voci principali, il tasso di variazione dei prezzi dei carburanti per autotrazione è aumentato in modo sostanziale in luglio, tornando così in territorio positivo per la prima volta da febbraio 2013; per contro, i prezzi dell'elettricità e del gas hanno registrato tassi di crescita inferiori rispetto a giugno. La stima preliminare dell'Eurostat indica un calo dell'inflazione dei beni energetici dello 0,4 per cento ad agosto 2013 rispetto all'1,6 dei due mesi precedenti e ciò è dovuto principalmente a un effetto base negativo.

L'inflazione dei prezzi dei beni alimentari ha continuato ad aumentare al ritmo sostenuto di circa il 3 per cento nei primi otto mesi del 2013, rispecchiando l'andamento dei prezzi mondiali delle materie prime alimentari e delle condizioni di fornitura locali. Tutto considerato, i prezzi dei beni alimentari hanno avuto un effetto relativamente contenuto sull'andamento dell'inflazione negli ultimi trimestri, poiché l'impatto della tendenza al rialzo dell'inflazione dei beni alimentari

freschi è stato compensato dall'andamento al ribasso dell'inflazione degli alimentari trasformati sull'indice aggregato. Gli alimentari freschi sono la componente del paniere IAPC la cui inflazione è aumentata maggiormente nell'ultimo periodo, con un incremento annuale del 5 per cento. A luglio (ultimo mese per cui è disponibile la dinamica ufficiale dell'inflazione dei beni alimentari) essa è tornata al 5,1 per cento, tasso già registrato a maggio e record storico in oltre un decennio. Questo lieve aumento, dal 5,0 per cento di giugno, è da attribuire in larga parte a un effetto base al rialzo. Il tasso mensile destagionalizzato era appena positivo (0,1 per cento) e in chiaro contrasto con gli alti tassi mensili rilevati negli ultimi mesi, dovuti principalmente ai prezzi di frutta e verdura in forte aumento a causa delle condizioni meteorologiche avverse. A luglio di quest'anno i prezzi della frutta hanno registrato un tasso di crescita sui dodici mesi superiore rispetto a quello di giugno 2013, mentre quelli della verdura sono diminuiti. Il riquadro 8 "Andamento recente dei prezzi dei beni alimentari non trasformati" analizza la natura delle recenti pressioni al rialzo e ne valuta le conseguenze sulle previsioni. Diversamente dai beni alimentari non trasformati, l'inflazione dei beni trasformati è diminuita leggermente, passando dal 2,4 per cento di dicembre 2012 al 2,1 di aprile 2013, per poi stabilizzarsi su questo valore a maggio e giugno, liberando gli effetti dello shock dei prezzi delle materie prime alimentari registrato nei mesi estivi del 2012. L'aumento dell'inflazione dei beni alimentari trasformati al 2,5 per cento a luglio cela un'impennata del tasso di variazione sui dodici mesi per i prezzi dei tabacchi, che hanno raggiunto il 4,9 per cento, dal 3,7 del mese precedente. Ad agosto la stima preliminare dell'Eurostat per l'inflazione dei beni alimentari totali, è scesa al 3,3 per cento, dal 3,5 di luglio 2013.

L'inflazione annuale media misurata sullo IAPC calcolata sui primi sette mesi del 2013, al netto dei beni alimentari ed energetici, che rappresentano circa il 30 per cento del paniere IAPC, è all'1,2 per cento. Questo valore è leggermente inferiore rispetto alla media dell'1,5 per cento calcolata sui dodici mesi del 2012. Dopo un aumento temporaneo all'1,5 per cento a marzo 2013, dal mese di aprile si è attestata intorno all'1,1 per cento. Al netto di alimentari ed energetici, il paniere IAPC è costituito da due voci principali, beni industriali non energetici e servizi, che negli ultimi mesi hanno avuto andamenti diversi. L'inflazione dei prezzi dei beni industriali non energetici, che nell'ultimo trimestre del 2012 era scesa a valori poco al di sopra dell'1,0 per cento, ha continuato a diminuire fino a gennaio 2013. Per tutta la prima metà di quest'anno è rimasta su livelli inferiori a quelli del 2012 e del 2011, per poi scendere ulteriormente allo 0,8 per cento ad aprile e maggio e allo 0,7 e 0,4 per cento a giugno e luglio rispettivamente. Questo ultimo calo di 0,3 punti percentuali è ascrivibile principalmente al forte impatto degli sconti promozionali estivi in alcuni paesi e a un effetto base al ribasso per i prezzi dei prodotti farmaceutici in Spagna. In generale, la tendenza al ribasso degli ultimi mesi riflette in larga parte la diminuzione dei tassi di variazione sui dodici mesi dei prezzi di abbigliamento e calzature, associato agli effetti della stagione dei saldi. L'inflazione dei beni industriali non energetici ad agosto di quest'anno è diminuita ulteriormente fino allo 0,3 per cento, secondo la stima preliminare dell'Eurostat.

L'inflazione dei servizi, maggiore componente del paniere IAPC, è rimasta pressoché invariata tra la fine del 2011 e tutto il 2012 fino a marzo 2013, nonostante improvvisi picchi nelle imposte indirette in alcuni paesi, in un contesto generale di rallentamento della domanda e, in misura minore, del costo del lavoro. Ad aprile dello scorso anno essa è scesa all'1,7 per cento, il livello più basso da marzo 2011, stabilizzandosi su tale livello per tutto il resto del 2012. La volatilità manifestatasi nella primavera di quest'anno è dovuta, in parte, ai prezzi dei servizi relativi ai viaggi. A causa della Pasqua molto bassa nel 2013, il tasso di variazione sui dodici mesi nei servizi ricreativi e personali (soprattutto pacchetti vacanze) è stato più alto a marzo rispetto ad aprile. L'inflazione dei servizi è scesa all'1,4 per cento a giugno e luglio per poi salire all'1,5 per cento ad agosto, secondo la stima preliminare Eurostat.

ANDAMENTI RECENTI DEI PREZZI DEGLI ALIMENTARI FRESCI

Tra le componenti principali dello IAPC, i prezzi degli alimentari freschi hanno registrato recentemente i tassi di crescita più elevati. Tuttavia, dopo i prezzi dell'energia, quelli degli alimentari freschi costituiscono la componente più volatile dello IAPC e le pressioni al rialzo accumulate nell'arco di mesi tendono spesso a scaricarsi rapidamente nei mesi successivi. Il presente riquadro esamina la natura delle recenti pressioni al rialzo e valuta le implicazioni per le prospettive di inflazione.

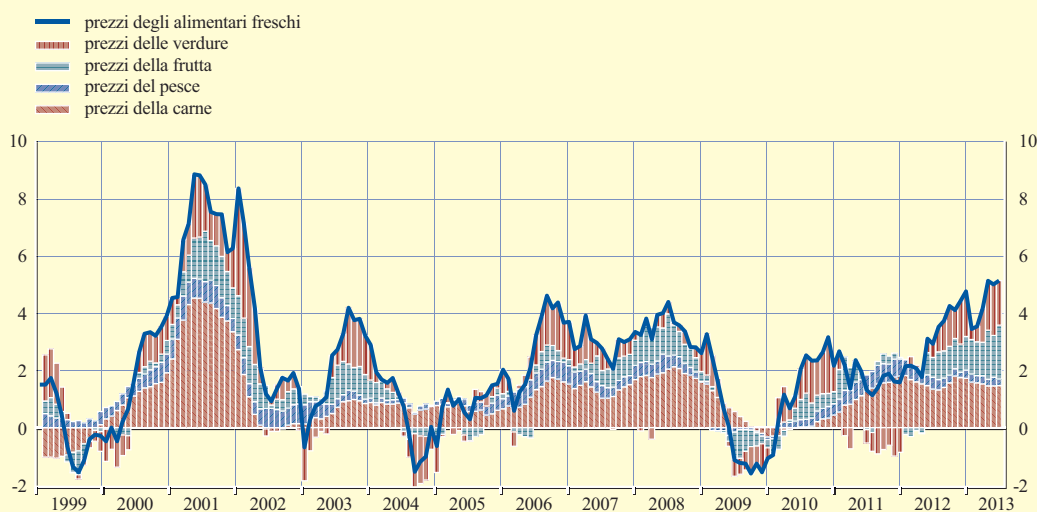
Gli andamenti recenti in prospettiva

I prezzi degli alimentari freschi hanno registrato un aumento sui dodici mesi intorno al 5 per cento, tra maggio e luglio del 2013 e quindi, pur avendo un peso relativamente contenuto (7,3 per cento) nel paniere totale dello IAPC, hanno contribuito in misura significativa all'inflazione complessiva. Guardando in retrospettiva al periodo dal 1999, la variazione tendenziale di questa componente è stata più elevata solo in un'occasione, ossia nel 2001 e agli inizi del 2002, quando preoccupazioni di ordine sanitario connesse a malattie animali hanno determinato rincari della carne bovina e di altre carni sostitutive¹⁾. I recenti aumenti dell'inflazione degli alimentari freschi invece sono stati determinati soprattutto dai contributi crescenti dei prezzi degli ortofrutticoli (cfr. figura A).

Questi ultimi sono responsabili di gran parte della volatilità dei prezzi degli alimentari freschi, rispecchiando in ampia misura le variazioni nel profilo infra-annuale delle variazioni mensili. Queste sono spesso dovute a interruzioni dell'offerta ascrivibili agli effetti delle avverse

Figura A Inflazione degli alimentari freschi e contributi delle componenti

(variazioni percentuali sui dodici mesi; punti percentuali)



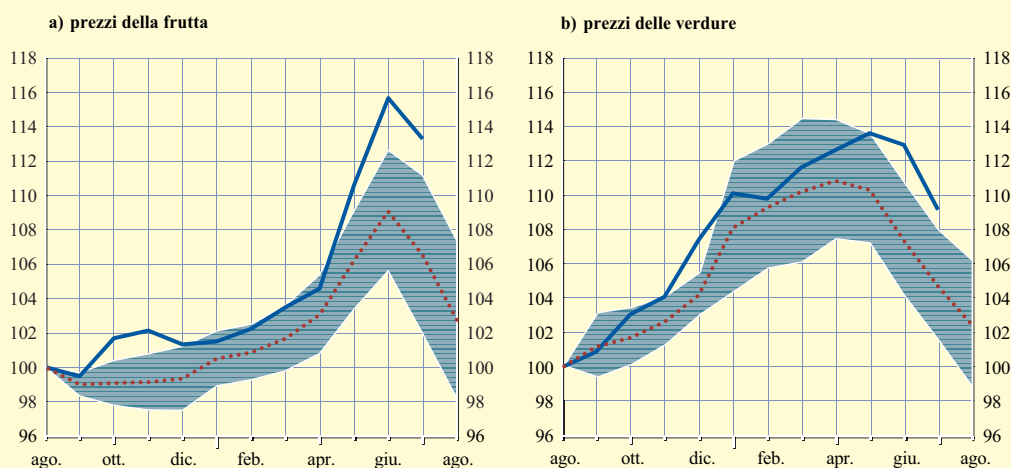
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Cfr. il riquadro *Andamenti recenti dei prezzi dei beni alimentari non trasformati: l'impatto della BSE e dell'epidemia di afta epizootica*, nel numero di maggio 2001 di questo Bollettino.

Figura B Dinamica infra-annuale dei prezzi degli ortofrutticoli nell'area dell'euro

(indice: agosto dell'anno precedente = 100)

- andamento da agosto 2012
- andamento medio da agosto dell'anno precedente (1999-2012)
- +/- una deviazione standard



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le aree ombreggiate indicano un intervallo di più o meno una deviazione standard dei livelli dell'indice per ogni mese rispetto al loro livello nell'agosto dell'anno precedente per il periodo 1999-2012.

condizioni meteorologiche sulla produzione agricola. A seguito dei cambiamenti nella metodologia per il trattamento dei prodotti stagionali nello IAPC²⁾, la volatilità delle variazioni sul mese precedente è aumentata a livello dell'area dell'euro e i raffronti con i profili infrannuali storici sono caratterizzati da un maggiore incertezza. Al di là di tale incertezza, la variazione cumulata dei prezzi degli ortofrutticoli dall'agosto 2012 è stata più elevata di quella osservata nei periodi passati corrispondenti. In particolare, la variazione cumulata è stata superiore a quella media del periodo 1999-2012 osservata dall'agosto dell'anno precedente e si è spostata al di sopra dell'intervallo di una deviazione standard che delimita da ciascun lato questa media storica (cfr. figura B). Questa variazione più marcata è riconducibile principalmente agli andamenti del maggio e giugno 2013. Per contro, i dati di luglio 2013 mostrano un lieve calo dei prezzi degli ortofrutticoli, sostanzialmente in linea con i normali andamenti stagionali. Nel caso delle verdure, la recente accelerazione dei prezzi è dovuta anche a effetti base, dato che il calo stagionale estivo nel 2013 è iniziato con un certo ritardo rispetto alla norma, mentre nel 2012 era iniziato lievemente in anticipo.

La natura delle recenti pressioni al rialzo

È probabile che la forte accelerazione dei prezzi degli ortofrutticoli nella primavera del 2013 sia riconducibile a interruzioni dell'offerta dovute alle avverse condizioni meteorologiche. A causa del protrarsi della stagione invernale e delle eccessive precipitazioni, i raccolti di alcuni prodotti ortofrutticoli stagionali nei paesi del Nord e Sud Europa sono stati scarsi o ritardati. La produzio-

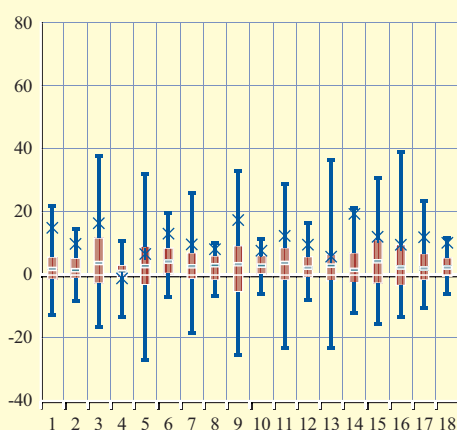
2) Cfr. il riquadro *Variazioni metodologiche nella compilazione dello IAPC e relativo impatto sui dati più recenti*, nel numero di aprile 2011 di questo Bollettino.

Figura C Diagrammi degli estremi e dei quartili che sintetizzano la distribuzione delle dinamiche tendenziali dei prezzi degli ortofrutticoli dal 1999 e il tasso medio annuo di variazione da maggio a luglio 2013 nell'area dell'euro e nei singoli paesi dell'area

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

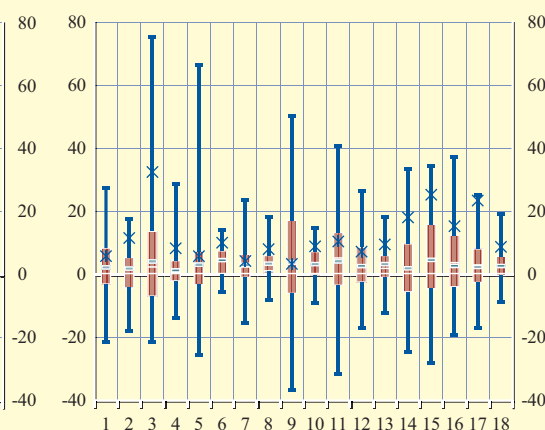
✕ variazione percentuale media annua da maggio a luglio 2013
■ intervallo interquartile della distribuzione
— mediana della distribuzione

a) prezzi della frutta



1 BE	7 FR	13 AT
2 DE	8 IT	14 PT
3 EE	9 CY	15 SI
4 IE	10 LU	16 SK
5 GR	11 MT	17 FI
6 ES	12 NL	18 area dell'euro

b) prezzi delle verdure



1 BE	7 FR	13 AT
2 DE	8 IT	14 PT
3 EE	9 CY	15 SI
4 IE	10 LU	16 SK
5 GR	11 MT	17 FI
6 ES	12 NL	18 area dell'euro

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le linee verticali indicano i valori massimi e minimi dal 1999. I dati sono corretti per le distorsioni nelle variazioni tendenziali dopo l'adozione del regolamento sul trattamento dei prodotti stagionali nello IAPC (cfr. la nota a piè di pagina 2).

ne e il consumo di ortofrutticoli hanno una dimensione regionale piuttosto marcata, che probabilmente ha determinato i rincari nei paesi interessati. Pressioni al rialzo esercitate dai prezzi degli ortofrutticoli sono state osservate in quasi tutti i paesi dell'area dell'euro, benché di entità differente. Tra maggio e luglio del 2013 le variazioni tendenziali di queste due sottocomponenti sono rimaste al di sopra del terzo quartile della distribuzione storica delle variazioni dal 1999 in 13 su 17 paesi dell'area dell'euro nel caso dei prezzi della frutta e in 11 paesi nel caso dei prezzi delle verdure (cfr. figura C). Le differenti entità dell'aumento tra i paesi e tra i prezzi degli ortofrutticoli confermano l'interpretazione secondo cui le condizioni meteorologiche locali sono la ragione principale dei recenti rincari. Anche altri fattori potrebbero aver svolto un ruolo, ad esempio le differenti quote di prodotti ortofrutticoli importati o le differenze nella trasmissione ai prezzi al consumo finali degli shock di offerta dovuti alle condizioni meteorologiche.

Nel complesso, è probabile che i recenti elevati tassi di inflazione degli alimentari freschi siano di natura temporanea e riflettano la volatilità intrinseca nella dinamica dei prezzi degli ortofrutticoli piuttosto che le tendenze a medio termine. In assenza di ulteriori shock di offerta, i prezzi degli ortofrutticoli dovrebbero seguire il normale andamento stagionale. In effetti, i dati preliminari disponibili dei prezzi al consumo per agosto indicano già un calo del ritmo di crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari freschi. Dunque, i recenti sviluppi non tengono conto delle attuali attese di contenute pressioni di fondo sui prezzi nell'area dell'euro.

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

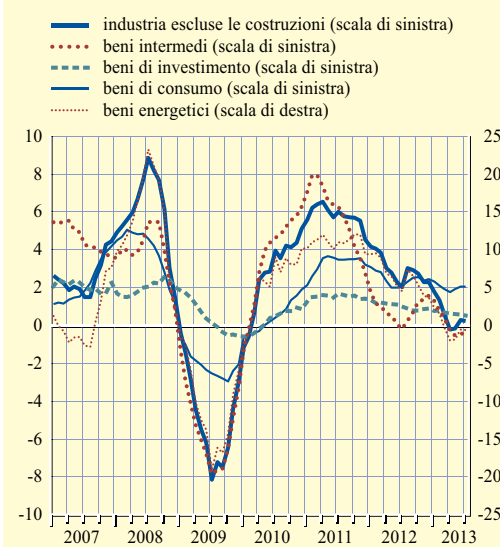
Nel corso del 2012 e della prima metà del 2013, le pressioni inflazionistiche lungo la filiera produttiva si sono ulteriormente attenuate (cfr tavola 9 e figura 42). L'inflazione alla produzione nell'industria è scesa allo 0,6 per cento in media, nella prima metà di quest'anno, dal 3,0 per cento in media del 2012. La volatilità che ha caratterizzato la seconda metà del 2012 è ascrivibile in ampia misura alla componente energetica, che è fortemente influenzata dall'andamento dei corsi petroliferi. L'indice dei prezzi alla produzione (al netto delle costruzioni) ha registrato un calo dello 0,2 per cento su base annua ad aprile 2013, entrando in territorio negativo per la prima volta da febbraio 2010 e mantenendosi negativa al -0,2 a maggio, prima di una crescita marginale allo 0,3 e 0,2 per cento a giugno e luglio rispettivamente. Al netto delle costruzioni e del settore energetico, il tasso di variazione sui dodici mesi dell'IPP nell'industria è rimasto invariato allo 0,6 per cento a luglio 2013.

Le pressioni inflazionistiche per la componente industriale non energetica del paniere IAPC hanno continuato ad essere contenute agli ultimi stadi della catena di formazione dei prezzi. L'inflazione alla produzione nell'industria per le materie prime non alimentari è rimasta allo 0,3 per cento a luglio (invariata per il sesto mese consecutivo) mentre l'indice PMI del costo dei beni al dettaglio per gli esercizi non alimentari è salito a 57,5 ad agosto (da 54,1 di luglio), indicando un ritmo di aumento dei costi nell'ultimo mese molto simile alla media di lungo periodo. L'indice PMI dei margini di profitto per gli esercizi non alimentari il mese scorso è aumentato fino a livelli leggermente sopra alla media di lungo periodo. Per contro, la pressione inflazionistica sui primi stadi della catena di formazione dei prezzi si sta allentando, con l'indice dei prezzi alla produzione per la componente dei beni intermedi, i prezzi all'importazione dei beni intermedi e le quotazioni del greggio e delle materie prime in euro che continuano a mostrare tassi di variazione negativi sui dodici mesi.

Le spinte inflazionistiche sui beni alimentari del paniere IAPC agli ultimi stadi della catena di formazione dei prezzi, che avevano cominciato a diminuire già ai primi stadi della filiera, rimangono stabili e sotto ai livelli elevati registrati nei primi mesi di quest'anno. La dinamica annuale dell'inflazione alla produzione nell'industria alimentare mostra un lieve calo, al 3,2 per cento in luglio dal 3,3 per cento in giugno, mentre per il mese di agosto l'indagine PMI segnala un aumento dei prezzi degli *input* negli esercizi alimentari più rapido rispetto al mese precedente ma più moderato rispetto a giugno. Inoltre, sempre ad agosto, i margini di profitto hanno continuato a diminuire ad un ritmo più sostenuto rispetto a luglio. Ai primi stadi della catena di formazione dei prezzi, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dell'UE per le materie prime alimentari è scivolato al 4,7 per cento a luglio da quasi il 10 dei tre mesi precedenti; contemporaneamente, i prezzi mondiali delle materie prime alimentari in euro hanno continuato a diminuire fortemente, con un calo del 27,2 per cento. Questa forte tendenza al ribasso riflette in parte l'esclusione dal raffronto annuale dell'impena dei prezzi delle materie prime registrata nell'estate del 2012.

Figura 42 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)

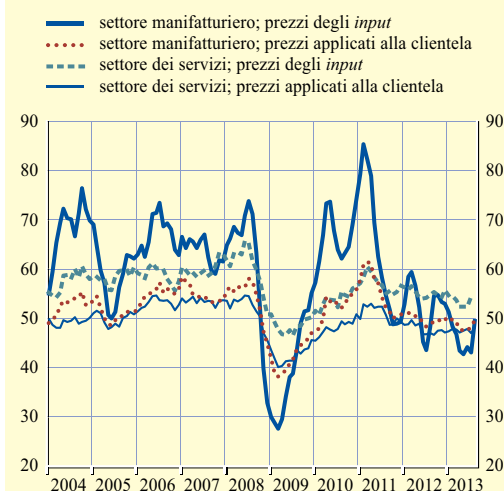


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Le più recenti informazioni desunte sia dall'indice PMI, sia dalle indagini della Commissione europea aggiornate al mese di agosto, confermano un contenimento delle spinte inflazionistiche riguardanti i prezzi dei beni industriali non energetici e pressioni moderate per i prezzi dei beni alimentari trasformati. Con riferimento ai dati del PMI (vedi figura 43), l'indice dei prezzi degli input nel settore manifatturiero è aumentato da 43,1 in luglio a 49,9 in agosto, come quello dei prezzi degli output che è passato da 48,4 a 49,6. Entrambi gli indici rimangono appena al di sotto del valore soglia di 50, su livelli inferiori alle loro medie di lungo periodo. L'indagine della Commissione europea sulle aspettative per i prezzi di vendita nell'industria è rimasta invariata ad agosto, riflettendo gli aumenti nelle previsioni dei prezzi di vendita del comparto dei beni intermedi e dei beni al consumo, completamente compensati dal calo dei prezzi di vendita del comparto dei beni strumentali.

Figura 43 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

Come evidenziato dagli ultimi dati pubblicati, le spinte inflazionistiche interne originate dal costo del lavoro sono rimaste contenute nel primo trimestre del 2013 (cfr. tavola 10 e figura 44). I salari nominali e reali si sono ripresi moderatamente nel 2013 nell'area dell'euro, dopo aver mostrato timidi segnali di crescita per tutto il 2012 rispetto all'anno precedente. La capacità di ripresa della crescita dei salari nel 2013 è legata principalmente al capovolgimento delle misure temporanee di taglio delle retribuzioni nel settore pubblico adottate nel 2012, che in termini marginali hanno più che compensato il calo registrato nel settore 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.

Tavola 10 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2011	2012	2012 2° trim.	2012 3° trim.	2012 4° trim.	2013 1° trim.	2013 2° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2	2,0	1,7
Costo orario complessivo del lavoro	2,1	1,5	1,7	1,7	1,3	1,6	.
Redditi per occupato	2,1	1,7	1,8	1,9	1,4	1,8	.
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	1,2	0,0	0,3	-0,1	-0,2	-0,1	.
Costo del lavoro per unità di prodotto	0,9	1,7	1,5	1,9	1,7	1,9	.

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

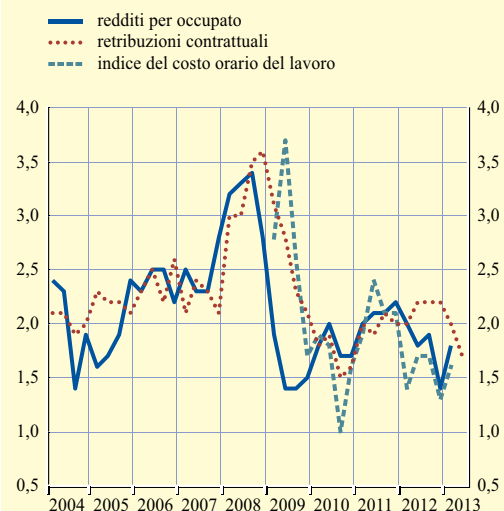
A livello aggregato, nell'area dell'euro la crescita dei redditi per occupato è aumentata all'1,8 per cento nel primo trimestre del 2013, dall'1,4 del periodo precedente, un'accelerazione che in parte riflette la dinamica dei salari nel settore pubblico. Dato che i redditi per occupato sono cresciuti a un ritmo più sostenuto di quello della produttività, il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato ulteriormente, dall'1,7 all'1,9 per cento tra il quarto trimestre del 2012 e il primo del 2013.

Le retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro, unico indicatore del costo del lavoro disponibile per il secondo trimestre del 2013, sono cresciute dell'1,7 per cento, sul periodo corrispondente dell'anno precedente, in calo rispetto al 2,0 per cento del trimestre precedente. Questo rallentamento dovrebbe però essere temporaneo, tenendo conto della dinamica delle retribuzioni contrattuali nel comparto manifatturiero tedesco, in cui i relativi aggiustamenti per il 2013 prevedono aumenti salariali solo nella seconda metà dell'anno. 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.

Figura 44 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



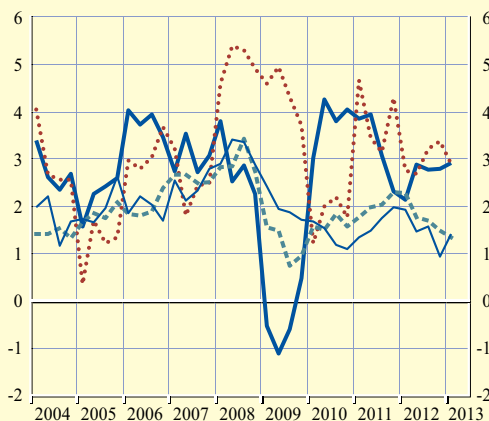
Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 45 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)

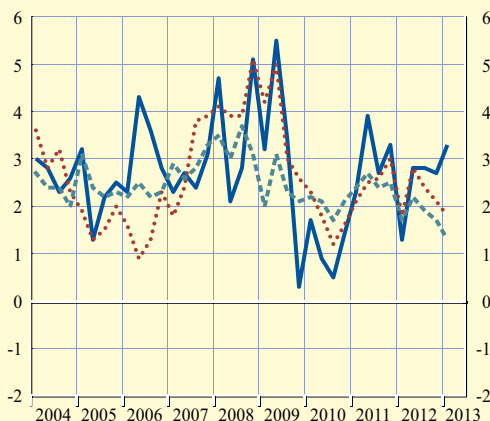
Redditi per occupato

- industria, escluse le costruzioni
- ... costruzioni
- - - servizi di mercato
- servizi



Indice del costo orario del lavoro

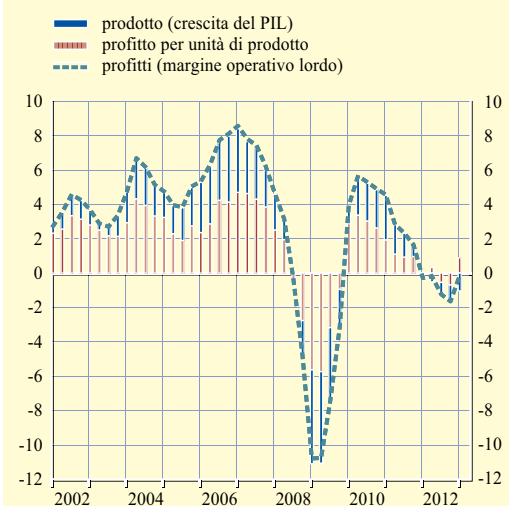
- industria, escluse le costruzioni
- ... costruzioni
- - - servizi di mercato



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 46 Scomposizione della crescita dei profitti dell'area dell'euro in prodotto e profitto per unità di prodotto

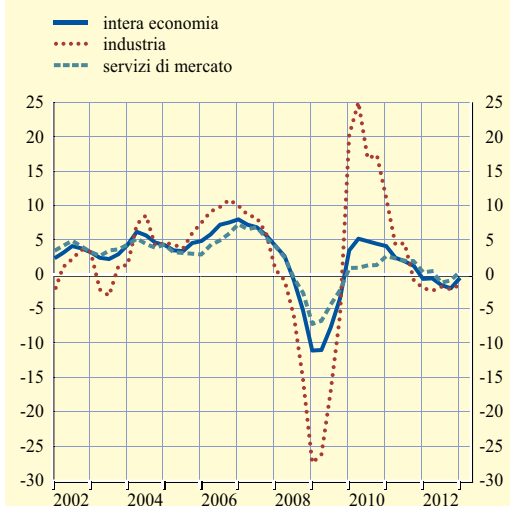
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 47 Andamenti dei profitti nell'area dell'euro nei principali comparti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

3.4 ANDAMENTI DEI PROFITTI SOCIETARI

Nel 2012 i profitti societari (misurati in termini di margine operativo lordo) hanno subito un calo significativo, per effetto dell'aumento del costo unitario del lavoro e delle sfavorevoli condizioni economiche. Nel primo trimestre del 2013 l'indicatore è rimasto in territorio negativo con un'ulteriore diminuzione soltanto dello 0,1 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Tale contrazione è stata determinata dal rallentamento del PIL, parzialmente compensato dall'aumento dei profitti per unità di prodotto (margine per unità di prodotto). Nel complesso, dopo la ripresa a metà del 2009, il livello dei profitti è rimasto sostanzialmente invariato nel 2011 e nel 2012 (cfr figura 46).

Riguardo ai grandi settori economici, nel primo trimestre del 2013 la dinamica dei profitti nel comparto dei servizi di mercato è aumentata dello 0,5 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, dopo essersi contratta dello 0,7 per cento sia nel terzo sia nel quarto trimestre del 2012. Nel settore industriale (al netto delle costruzioni), i profitti sono scesi nuovamente dell'1,6 per cento, rimanendo sostanzialmente in territorio negativo per il quinto trimestre consecutivo (cfr. figura 47). Nei servizi di mercato il tasso di variazione sul periodo precedente dei profitti societari è stato positivo, mentre per il settore industriale è rimasta negativo per il secondo trimestre consecutivo.

3.5 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Sulla base delle correnti previsioni per l'energia e gli andamenti dei tassi di cambio, ci si aspetta che i tassi d'inflazione annuali restino bassi nei prossimi mesi, in particolare per effetto degli andamenti dei prezzi energetici. 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.

Più nel dettaglio, le prospettive d'inflazione a breve termine continuano a dipendere ampiamente dal contributo della componente energetica. L'inflazione dei beni energetici dovrebbe restare contenuta per tutto il 2013 e 2014, nell'ipotesi che il prezzo del petrolio, così come attualmente espresso dalle quotazioni correnti dei contratti future, diminuisca ulteriormente. Il tasso d'inflazione dei beni energetici dovrebbe mostrare una certa volatilità, riconducibile soprattutto a effetti base positivi e negativi. Secondo le previsioni, il contributo di tale componente dovrebbe essere ampiamente al di sotto della media storica portando, se ciò dovesse verificarsi, a una modesta inflazione di questo comparto.

Ci si aspetta che l'inflazione dei beni alimentari non trasformati si normalizzi gradualmente al ribasso nella seconda metà del 2013 e che si stabilizzi a livelli ancora più bassi verso la metà del 2014. I recenti shock al rialzo dei prezzi dei beni alimentari non trasformati sono da attribuire principalmente ai problemi di fornitura di frutta e verdura a causa delle condizioni meteorologiche sfavorevoli. Tale rialzo dovrebbe quindi essere di natura temporanea e riflettere la volatilità intrinseca degli andamenti dei prezzi di frutta e verdura e non una tendenza di medio-lungo periodo (cfr riquadro 8). L'inflazione degli alimentari trasformati potrebbe aumentare lievemente nei prossimi mesi, per poi calare nel prosieguo dell'anno. L'aumento iniziale riflette l'impennata dei prezzi dei tabacchi in alcuni paesi e una trasmissione ritardata dei rincari dei prezzi alla produzione nell'area dell'euro nell'autunno 2012. La tendenza al ribasso attesa nell'ultima parte dell'anno è riconducibile alle minori pressioni sui costi e alle condizioni modeste della domanda in alcuni paesi dell'area.

L'inflazione dei beni industriali non energetici dovrebbe rimanere modesta fino alla fine del 2013, in ragione delle pressioni al ribasso sui prezzi dei beni industriali non energetici importati, di una più debole domanda da parte dei consumatori e della dinamica salariale complessivamente moderata. Nel 2014, la ripresa dell'attività economica e l'aumento dell'IVA in alcuni paesi dell'area dell'euro determineranno verosimilmente un nuovo rialzo dell'inflazione dei beni industriali non energetici.

Si prevede che nei prossimi mesi l'inflazione dei servizi si mantenga sostanzialmente stabile, prima di un nuovo rialzo nel corso del 2014. Oltre alle previsioni di ripresa dell'attività economica e di un aumento dell'IVA, le aspettative di crescita dell'inflazione dei servizi per il prossimo anno sono dovute anche agli aumenti salariali più elevati e ai rincari degli affitti in alcuni paesi.

I dati più recenti sugli indicatori del costo del lavoro suggeriscono un progressivo aumento delle pressioni inflazionistiche interne, di riflesso alla graduale ripresa dell'attività. La dinamica piuttosto tranquilla di aumento delle retribuzioni nell'area dell'euro cela divergenze sostanziali a livello nazionale. Nei paesi dell'area dove il mercato del lavoro è relativamente forte ci si aspetta un'accelerazione degli aumenti salariali, mentre nei paesi che dovranno affrontare ulteriori manovre di consolidamento fiscale e in cui la disoccupazione è ancora a livelli elevati tale accelerazione dovrebbe essere contenuta. L'aumento del costo unitario del lavoro, spinto dall'attesa ripresa ciclica della crescita della produttività, dovrebbe con tutta probabilità attenuarsi nel 2013 e nel 2014. La crescita dei profitti societari dovrebbe fermarsi nel 2013, segno di un'attività economica debole. Nel medio periodo, ci si aspetta che una crescita più contenuta del costo unitario del lavoro e condizioni economiche in graduale miglioramento contribuiscano alla ripresa dei margini di profitto.

Secondo le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro elaborate a settembre dagli esperti della BCE l'inflazione annuale misurata sullo IAPC si collocherebbe all'1,5 e all'1,3 per cento per il 2013 e il 2014 rispettivamente. In confronto alle proiezioni macroeconomiche elaborate in giugno

dagli esperti della BCE, la proiezione per il 2013 è stata rivista al rialzo di 0,1 punti principali, mentre quella per il 2014 è rimasta invariata.

Si continua a ritenere che i rischi per le prospettive dei prezzi siano sostanzialmente bilanciati nel medio periodo: quelli al rialzo sono riconducibili a incrementi dei prezzi amministrati e delle imposte indirette superiori alle attese, nonché ai rincari delle materie prime; quelli al ribasso a una maggiore debolezza dell'attività economica.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

Nel secondo trimestre del 2013 il PIL reale dell'area dell'euro è aumentato dello 0,3 per cento sul periodo precedente, dopo sei trimestri di crescita negativa. Tale incremento è ascrivibile in parte a effetti transitori connessi alle condizioni meteorologiche nella prima metà dell'anno. Da allora, gli indicatori di fiducia tratti dalle indagini disponibili fino ad agosto sono migliorati ulteriormente rispetto ai livelli minimi raggiunti in precedenza, confermando nel complesso le precedenti aspettative di una graduale ripresa dell'attività economica. Quanto ai restanti mesi del 2013 e al 2014, ci si attende che il prodotto recuperi lentamente, in linea con lo scenario di base, grazie soprattutto a un graduale miglioramento della domanda interna sostenuta dall'orientamento accomodante della politica monetaria. L'attività economica dell'area dell'euro dovrebbe altresì beneficiare di un graduale rafforzamento della domanda estera di esportazioni. 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. In aggiunta, i redditi reali hanno tratto beneficio recentemente da un calo generale dell'inflazione. Tuttavia, la disoccupazione nell'area dell'euro rimane elevata e gli aggiustamenti di bilancio necessari nei settori pubblico e privato seguiteranno a gravare sull'attività economica.

Tale valutazione trova riscontro anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in settembre dagli esperti della BCE, che prevedono un calo annuo del PIL in termini reali dello 0,4 per cento nel 2013 e una crescita dell'1,0 per cento nel 2014. Nel confronto con le proiezioni dello scorso giugno elaborate dagli esperti dell'Eurosistema, il valore per il 2013 è stato rivisto al rialzo di 0,2 punti percentuali, riflettendo soprattutto i dati più recenti. Per il 2014 la revisione al ribasso è stata di 0,1 punti percentuali. I rischi per le prospettive economiche dell'area dell'euro continuano a essere orientati al ribasso.

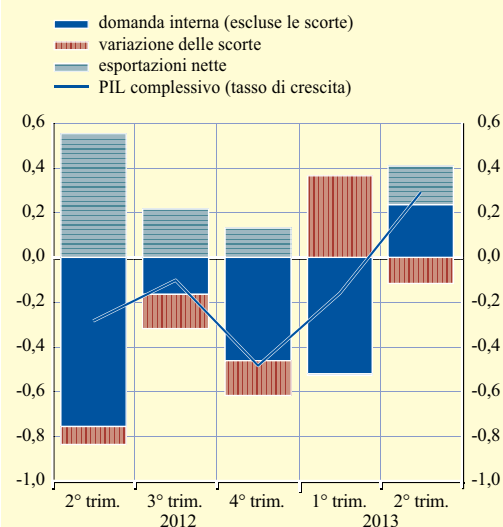
4.1 LE COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

Nel secondo trimestre del 2013 il PIL in termini reali è aumentato dello 0,3 per cento sul periodo precedente, dopo essere calato per sei trimestri consecutivi (cfr. figura 48). Questo risultato riflette i contributi positivi sia della domanda interna sia dell'interscambio netto con l'estero. L'aumento del PIL nel secondo trimestre è attribuibile in parte a fattori temporanei che hanno influito sul prodotto in alcuni paesi, in particolare una ripresa dell'attività edilizia rispetto alla flessione subita nel primo trimestre a causa delle condizioni meteorologiche, nonché un elevato consumo di energia a seguito del clima insolitamente rigido in primavera.

Il recente aumento del PIL ha interrotto il lungo periodo di crescita negativa nell'area dell'euro, ascrivibile principalmente all'andamento della domanda interna. Gli investimenti hanno fortemente risentito del risanamento delle finanze pubbliche, della riduzione in atto dei livelli della leva finanziaria in alcuni paesi e dell'accresciuta

Figura 48 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.

incertezza. Inoltre, la spesa per consumi ha risentito dell'impatto dei cali occupazionali sul reddito aggregato in un contesto di debolezza dei mercati del lavoro, mentre i consumi collettivi rimangono deboli a causa del ridimensionamento delle finanze pubbliche in diversi paesi dell'area dell'euro.

L'aumento del prodotto nel secondo trimestre del 2013 non è riconducibile esclusivamente a fattori temporanei. I recenti indicatori del clima di fiducia basati sui risultati delle indagini qualitative hanno mostrato ulteriori miglioramenti, seppur su bassi livelli. In prospettiva, l'attività economica nell'area dell'euro dovrebbe continuare a riprendersi lentamente. Nel breve periodo la domanda interna dovrebbe trarre vantaggio dal calo dell'inflazione delle materie prime, che a sua volta dovrebbe sostenere il reddito reale delle famiglie. Ci si attende che la domanda interna sia favorita anche dalla riduzione del drenaggio fiscale. Inoltre, la crescita delle esportazioni dovrebbe beneficiare di un graduale rafforzamento della domanda estera.

CONSUMI PRIVATI

Nel secondo trimestre del 2013 i consumi privati sono aumentati dello 0,2 per cento, registrando una crescita positiva per la prima volta dal terzo trimestre del 2011. Tale andamento riflette un incremento dei consumi di beni al dettaglio e di autovetture. Per contro, sembra che i consumi di servizi siano diminuiti su base trimestrale. Gli indicatori di breve periodo e le recenti indagini qualitative segnalano, nel complesso, una crescita piatta, o eventualmente moderata, per la spesa delle famiglie nel prossimo futuro.

La protratta debolezza della spesa per consumi negli ultimi anni riflette in ampia misura l'andamento del reddito reale disponibile, che è stato eroso dall'elevata inflazione causata dai rincari delle materie prime e dei beni energetici. Il calo dell'occupazione ha esercitato pressioni aggiuntive sul reddito reale aggregato delle famiglie. Più di recente, tuttavia, i consumi privati hanno beneficiato dell'inflazione più contenuta delle materie prime e di una lieve moderazione del drenaggio fiscale. Di conseguenza, il ritmo della flessione del reddito reale delle famiglie ha rallentato sensibilmente da -2,5 a -1,0 per cento sul periodo corrispondente tra l'ultimo trimestre del 2012 e il primo del 2013. Nello stesso periodo il saggio di risparmio delle famiglie ha segnato una ripresa rispetto ai minimi storici, a seguito di un aumento del reddito nominale e un calo dei consumi nominali.

Riguardo alle prospettive di breve periodo, nel terzo trimestre del 2013 sia i dati quantitativi sia quelli delle indagini qualitative segnalano, nel complesso, che la spesa per consumi ha continuato a stabilizzarsi. In luglio le vendite al dettaglio sono aumentate dello 0,1 per cento sul mese precedente, collocandosi sul livello medio

Figura 49 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.

del secondo trimestre del 2013. Inoltre, l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per le vendite al dettaglio si è collocato a 49,9 in media in luglio e agosto, segnando un miglioramento rispetto al secondo trimestre. Nei primi due mesi del terzo trimestre l'indicatore della Commissione europea del clima di fiducia nel commercio al dettaglio è rimasto, in media, su un livello al di sopra di quello registrato nel secondo trimestre, ma lievemente al di sotto della media di lungo periodo (cfr. figura 49). In giugno, inoltre, le immatricolazioni di nuove autovetture sono aumentate dell'1,0 per cento sul mese precedente, fornendo così un punto di partenza positivo per il terzo trimestre. È probabile tuttavia che gli acquisti di automobili e di altri beni costosi rimangano deboli nel prossimo futuro. In luglio e agosto l'indicatore della Commissione europea sulle previsioni di acquisti rilevanti si è collocato lievemente al di sotto del livello nel primo e secondo trimestre del 2013, rimanendo pertanto su un valore basso, in linea con la perdurante debolezza dei consumi di beni durevoli. Infine, in agosto la fiducia dei consumatori dell'area dell'euro è aumentata ulteriormente, registrando quindi un incremento per nove mesi consecutivi. Questo periodo di miglioramento è ascrivibile principalmente a valutazioni più positive delle famiglie circa le attese sulla disoccupazione e sulle condizioni economiche generali. Anche se questa recente ripresa ha più che compensato il calo della seconda metà del 2012, l'indice rimane tuttora lievemente al di sotto della sua media storica.

INVESTIMENTI

La diminuzione degli investimenti fissi lordi osservata negli ultimi due anni si è interrotta nel secondo trimestre del 2013. Gli investimenti sono aumentati dello 0,3 per cento sul periodo precedente, dopo una contrazione del 2,2 per cento nel primo trimestre. Alla pubblicazione del presente Bollettino non era disponibile una scomposizione dettagliata dell'accumulazione di capitale nel secondo trimestre. Tuttavia, i dati disponibili per i maggiori paesi dell'area sugli investimenti diversi dalle costruzioni, che costituiscono metà degli investimenti totali, indicano una ripresa nel secondo trimestre. Secondo gli indicatori di breve periodo per l'insieme dell'area dell'euro, tali investimenti avrebbero registrato un'inversione di tendenza rispetto al precedente calo, considerando che il clima di fiducia delle imprese è migliorato negli ultimi mesi, la produzione di beni di investimento è aumentata e il grado di utilizzo della capacità produttiva si è stabilizzato nel secondo trimestre. Nel secondo trimestre il PMI del settore manifatturiero e gli indicatori dei climi di fiducia della Commissione europea per lo stesso settore e per quello dei beni di investimento sono migliorati. È probabile inoltre che gli investimenti in costruzioni residenziali e non si siano stabilizzati nel secondo trimestre del 2013, considerando gli aumenti dell'indice della produzione di costruzioni in maggio e giugno.

Per quanto concerne il terzo trimestre del 2013, i pochi indicatori anticipatori disponibili segnalano, in generale, ancora una lieve crescita degli investimenti fissi in beni diversi dalle costruzioni nell'area dell'euro. Il grado di utilizzo della capacità produttiva è aumentato nel terzo trimestre. In luglio e agosto il PMI del settore manifatturiero e la componente dei nuovi ordinativi hanno registrato valori al di sopra di 50, compatibili con l'espansione nel settore. Inoltre, hanno continuato a migliorare gli indicatori della Commissione europea, disponibili fino ad agosto, relativi alla valutazione dei portafogli ordini e alle aspettative sugli andamenti della produzione. Quanto agli investimenti in costruzioni, secondo i dati delle indagini è probabile che nel terzo trimestre rimangano invariati o aumentino leggermente.

Su orizzonti più lunghi, gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni dovrebbero riprendersi, seppur a un ritmo contenuto. L'incertezza complessiva e la riduzione degli attuali livelli della leva finanziaria in alcuni paesi dell'area dell'euro continueranno a gravare sugli investimenti diversi dalle costruzioni. Gli investimenti in costruzioni dovrebbero rimanere deboli per tutto il 2013, a causa della persistente correzione in molti mercati immobiliari dell'area dell'euro e del basso clima di fiducia prevalente nel settore.

CONSUMI DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE

Nel secondo trimestre del 2013 i consumi delle amministrazioni pubbliche sono aumentati in termini reali, rispetto alla stazionarietà del primo trimestre. Quanto alle tendenze di fondo delle singole componenti, l'aumento sarebbe dovuto principalmente al forte incremento della spesa per consumi intermedi (che rappresenta poco meno di un quarto del totale). Inoltre, la crescita dei trasferimenti sociali in natura, pari anch'essi a quasi un quarto dei consumi pubblici, è rimasta sostanzialmente invariata dal trimestre precedente, in linea con le regolarità empiriche. Tale andamento è riconducibile a voci, come la spesa sanitaria, che tendono a crescere a un ritmo relativamente stabile nel tempo. Per contro, il tasso di crescita delle retribuzioni dei dipendenti pubblici, che rappresentano quasi la metà dei consumi totali, ha continuato a diminuire, sebbene a un ritmo più lento. Ciò riflette le correzioni salariali in atto e il ridimensionamento dell'occupazione nel settore pubblico in diversi paesi dell'area dell'euro. In prospettiva, il contributo dei consumi delle amministrazioni pubbliche alla domanda interna dovrebbe rimanere moderato nei prossimi trimestri, data l'esigenza di mantenere consistenti misure di risanamento in vari paesi dell'area (cfr. sezione 5).

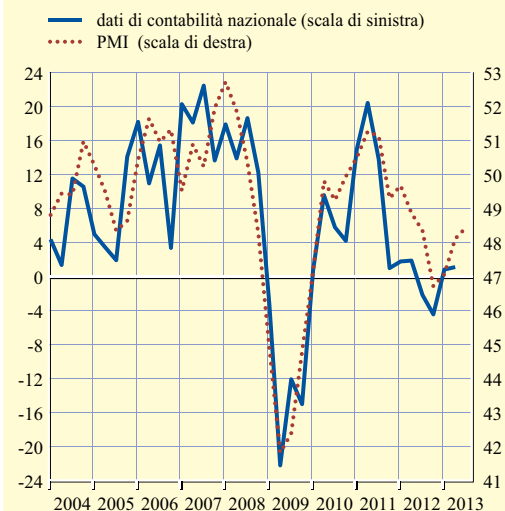
SCORTE

Nel secondo trimestre del 2013, poiché il ritmo di ricostituzione delle scorte si è ridotto lievemente in termini di volume, le variazioni delle scorte hanno fornito un contributo leggermente negativo di 0,1 punti percentuali alla crescita trimestrale del PIL, dopo il forte contributo positivo (rivisto al rialzo) di 0,4 punti percentuali nel primo trimestre. Nel complesso, gli andamenti nella prima metà del 2013 hanno posto fine alla sequenza quasi ininterrotta di contributi negativi delle scorte per sei trimestri dalla metà del 2011, che hanno sottratto complessivamente 1,0 punti percentuali alla crescita del prodotto (pari quindi a gran parte della diminuzione complessiva del PIL durante tale periodo).

Il pronunciato deterioramento delle prospettive per le imprese nell'estate del 2011, unitamente al marcato irrigidimento dei criteri di finanziamento in alcuni paesi dell'area, hanno determinato di fatto una rapida riduzione del forte ritmo di ricostituzione delle scorte osservato nel primo semestre del 2011, cosicché esse hanno fornito un consistente apporto negativo di -0,6 punti percentuali alla crescita del PIL nella seconda metà del 2011. Nei trimestri successivi l'accumulo delle scorte ha rallentato ancora, anche se a un ritmo più moderato, apportando ulteriori contributi negativi alla crescita per un totale di -0,4 punti percentuali nei quattro trimestri del 2012. Questi significativi contributi negativi cumulati in sei trimestri hanno trasformato l'intensa attività di ricostituzione delle scorte osservata nel secondo trimestre del 2011 (0,9 per cento del PIL in termini di valore) in un moderato decumulo delle scorte nell'ultimo trimestre del 2012 (-0,2 per cento del PIL), riconvertitosi in un accumulo, seppur limitato, nel primo trimestre del 2013 (0,0 per cento del PIL sia nel primo sia nel secondo trimestre).

Figura 50 Variazioni delle scorte dell'area dell'euro

(miliardi di euro, indici di diffusione; dati mensili di fine trimestre)



Fonti: Markit, Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Note: per i dati di contabilità nazionale, variazioni delle scorte in valore. Per il PMI, media fra le scorte di *input* e di prodotti finiti nell'industria manifatturiera e le scorte del commercio al dettaglio.

I dati delle recenti indagini relativi al PMI confermano che in luglio e agosto il ritmo di decumulo è stato sensibilmente più lento rispetto alla fine dello scorso anno e all'inizio di quest'anno, come riportato in precedenti indagini, e segnalano un ulteriore lieve rallentamento del decumulo rispetto al secondo trimestre del 2013 che ha interessato tutti i tipi di scorte: *input* e prodotti finiti nel settore manifatturiero, oltre alle scorte detenute dai dettaglianti (cfr. figura 50). Inoltre, l'indagine della Commissione europea indica che le scorte nel settore manifatturiero (prodotti finiti) e in quello al dettaglio sono giudicate dalle imprese su livelli piuttosto bassi rispetto alle medie storiche. Ciò suggerisce pertanto che le scorte potrebbero fornire un contributo nullo o lievemente positivo alla crescita nel prossimo futuro.

COMMERCIO ESTERO

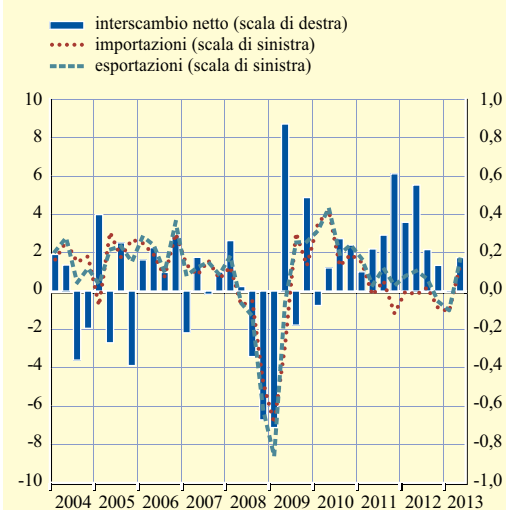
Dopo due trimestri consecutivi di crescita negativa, le esportazioni dell'area dell'euro sono aumentate dell'1,6 per cento nel secondo trimestre del 2013 (cfr. figura 51). Questa ripresa è dovuta a un rafforzamento della domanda estera, solo in parte controbilanciato dall'impatto dell'apprezzamento dell'euro in termini effettivi nominali dalla metà del 2012. La maggiore domanda delle economie avanzate sembra abbia stimolato le esportazioni dell'area dell'euro, mentre la domanda delle economie emergenti ha perso slancio. Ciò segna un netto mutamento nella composizione geografica della domanda estera rispetto ai due anni precedenti, quando la domanda delle economie emergenti era stata relativamente vigorosa, a fronte della debole domanda espressa da gran parte delle economie avanzate. La composizione della domanda mondiale nel secondo trimestre del 2013 è stata meglio allineata con l'importanza relativa dei mercati per le esportazioni dell'area, che per circa due terzi sono rivolte alle economie avanzate.

Nel secondo trimestre del 2013 le importazioni sono aumentate dell'1,4 per cento, sostanzialmente in linea con la graduale ripresa della domanda interna. Poiché le importazioni sono state sopravanzate dalle esportazioni, il contributo del commercio netto alla crescita del PIL è stato positivo (0,2 punti percentuali), come già nei tre anni precedenti. Tuttavia, tale contributo nel secondo trimestre è rimasto al di sotto del livello medio di questi tre anni. Ciò riflette la riduzione del differenziale di crescita tra la domanda dell'area dell'euro e quella dei suoi principali partner commerciali e, in misura minore, l'apprezzamento dell'euro in termini effettivi nominali dalla metà del 2012.

Gli indicatori disponibili basati sulle indagini congiunturali suggeriscono che le esportazioni dell'area dell'euro continueranno a espandersi nel breve periodo, sospinte dalla graduale ripresa della domanda estera. Dopo un temporaneo rallentamento all'inizio dell'anno, l'indicatore PMI per i nuovi ordini di esportazioni è aumentato sensibilmente nell'ultimo periodo. Il livello di agosto, 53,6, è stato il più elevato da oltre due anni. Anche l'indicatore della Commissione europea per gli ordinativi dall'estero ha recuperato slancio negli ultimi mesi. Entrambi gli indicatori si collocano su livelli coerenti con una mode-

Figura 51 Importazioni, esportazioni e contributo delle esportazioni nette alla crescita del PIL

(scala di sinistra: variazioni percentuali sul trimestre precedente; scala di destra: punti percentuali)



Fonti: Eurostat e BCE.

rata crescita delle esportazioni nel breve termine. È probabile che anche le importazioni dell'area dell'euro aumentino nella seconda metà dell'anno, seppur a un ritmo moderato, sostanzialmente in linea con una graduale ripresa della domanda interna.

Negli anni antecedenti la crisi finanziaria mondiale, all'interno dell'area dell'euro si erano accumulati squilibri correnti. Il riquadro 9 esamina più approfonditamente le correzioni esterne in atto in diversi paesi dell'area, incentrandosi sul ruolo del conto dei redditi.

Riquadro 9

ANDAMENTI RECENTI NEL CONTO DEI REDDITI DI ALCUNI PAESI DELL'AREA DELL'EURO

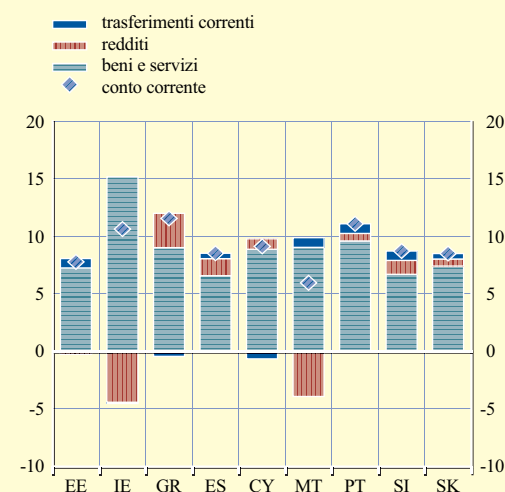
Diversi paesi appartenenti all'area dell'euro, che hanno registrato ampi disavanzi di conto corrente prima della crisi finanziaria, si trovano attualmente in una fase di aggiustamento dei conti con l'estero¹⁾. Gran parte di tali paesi ha tuttavia accumulato anche ampie passività nette sull'estero, di norma associate a pagamenti a non residenti, per esempio sotto forma di dividendi o interessi²⁾. Tali flussi sono registrati nel conto dei redditi (da capitale), a sua volta parte del conto corrente. In altri termini, il conto dei redditi costituisce un meccanismo di retroazione per il quale gli squilibri di stock accumulatisi in passato determinano esborsi che complicano la correzione dei disavanzi correnti. Su tale sfondo, il presente riquadro illustra gli andamenti recenti nel conto dei redditi dei paesi dell'area dell'euro in fase di riequilibrio dei conti con l'estero ed esamina altresì le implicazioni degli stessi per la sostenibilità del processo di aggiustamento esterno in atto nell'area.

Il ruolo del saldo dei redditi nell'aggiustamento esterno

Tra il 2008 e il 2012 tutti i paesi dell'area dell'euro con disavanzi di conto corrente superiori al 4 per cento del PIL prima della crisi hanno registrato miglioramenti significativi del saldo corrente. In gran parte dei casi, tuttavia, il conto dei redditi ha fornito un contributo ridotto o negativo a questo riequilibrio esterno (cfr. figura A). In particolare, il conto corrente si è deteriorato in Irlanda e a Malta (e, in qualche misura, in Estonia), mentre ha evidenziato un miglioramento lieve in Spagna, Cipro, Portogallo,

Figura A Contributi alle variazioni del saldo di conto corrente tra il 2008 e il 2012

(in percentuale del PIL)



Fonti: Eurostat e istituti nazionali di statistica.

- 1) Ampii disavanzi di conto corrente superiori alla soglia del 4 per cento del PIL fissata nello *scoreboard* della Procedura per gli squilibri macroeconomici sono stati registrati nel 2008 da Cipro, Estonia, Grecia, Irlanda, Malta, Portogallo, Slovacchia, Slovenia e Spagna.
- 2) I redditi da capitale possono assumere anche altre forme, quali i trasferimenti di utili di filiali e gli utili non distribuiti delle imprese d'investimento diretto. Le plusvalenze e le minusvalenze (derivanti ad esempio da variazioni di prezzo che influiscono sul valore di mercato degli investimenti esteri) andrebbero invece registrate come effetti di valutazione nella posizione patrimoniale verso l'estero. Il saldo dei redditi include anche i redditi da lavoro dipendente, una voce che tuttavia svolge di norma un ruolo marginale nell'area dell'euro. Per un'analisi degli andamenti recenti nella posizione patrimoniale netta sull'estero, cfr. il riquadro intitolato "Passività nette sull'estero di alcuni paesi dell'area dell'euro", *Bollettino mensile*, BCE, aprile 2013.

Slovenia e Slovacchia; più consistente invece in Grecia, come parziale conseguenza dell'iniziativa per la partecipazione del settore privato (*Private Sector Involvement*, PSI). Tutti questi paesi hanno continuato a registrare un disavanzo nel conto dei redditi nel 2012 (cfr. figura B).

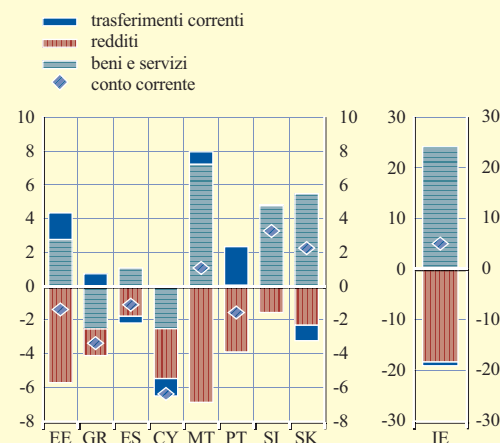
Disamina degli andamenti recenti nel conto dei redditi

Per far luce sui fattori alla base degli andamenti nel conto dei redditi, risulta utile scomporre la sua variazione in rapporto al PIL tra il 2008 e il 2012 in quattro componenti principali. In primo luogo tale variazione può derivare da un calo o da un aumento dello stock di attività e passività sull'estero che generano redditi ("effetto stock"). Una seconda determinante possibile è rappresentata dallo spostamento di fondi tra categorie di investimenti (per esempio, azioni o strumenti di debito) che hanno rendimenti medi diversi ("effetto composizione"). La terza è costituita dalle variazioni nel tempo dei rendimenti medi delle singole categorie di investimento ("effetto rendimento"): per esempio, i trasferimenti degli utili di filiali possono diminuire come conseguenza di una debole attività economica e ciò fa scendere i rendimenti degli investimenti diretti. La quarta componente è data dalle variazioni del PIL nominale, che modificano automaticamente il rapporto reddito/PIL ("effetto PIL"). Per alcuni di questi effetti, è utile studiare separatamente il lato delle attività e quello delle passività.

Il miglioramento del saldo dei redditi tra il 2008 e il 2012 in Grecia, Spagna, Portogallo e Slovenia ha riflesso in larga parte un calo dei rendimenti delle passività sull'estero (cfr. figura C)³⁾. (Non sono disponibili statistiche per Cipro e Slovacchia). Tale effetto ha più che compensato il contributo negativo derivante dal peggioramento della posizione patrimoniale netta verso l'estero (p.p.e.), dalla flessione dei rendimenti percepiti sulle attività estere

Figura B Composizione del saldo di conto corrente nel 2012

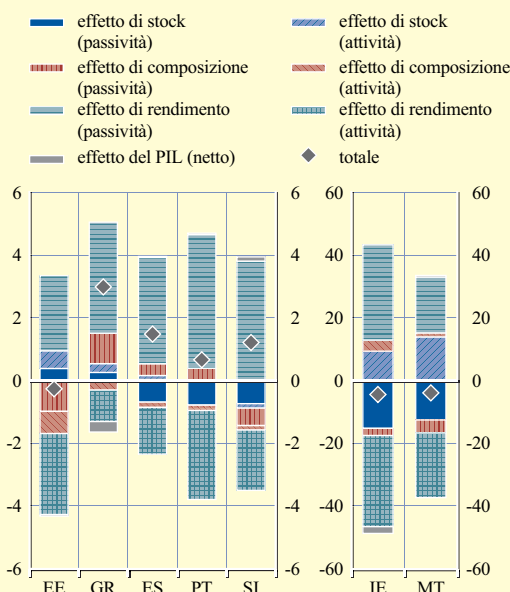
(in percentuale del PIL)



Fonti: Eurostat e istituti nazionali di statistica.

Figura C Contributi alle variazioni del saldo dei redditi da capitale tra il 2008 e il 2012

(in percentuale del PIL)



Fonti: Eurostat, istituti nazionali di statistica ed elaborazioni della BCE.

Nota: Cipro e Slovacchia sono stati esclusi per l'indisponibilità di statistiche relative a tali paesi.

3) I rendimenti nell'anno t sono calcolati come il rapporto tra gli esborsi in t e lo stock in essere alla fine di $t-1$. In un contesto di stock in rapida diminuzione (crescita), il rendimento implicito è sottostimato (sovrastimato).

e dalla riduzione del PIL nominale. In questi quattro paesi il conto dei redditi e la p.p.e. si sono di conseguenza mossi in direzioni opposte (cfr. la tavola), il che è piuttosto inconsueto.

Per contro, in Irlanda e a Malta la diminuzione dei rendimenti sulle passività estere (specie nell'ambito degli investimenti diretti) non è stata sufficiente a compensare il peggioramento della p.p.e. e gli altri effetti avversi; il conto dei redditi si è quindi notevolmente deteriorato. Al tempo stesso, in Estonia il saldo di tale conto è lievemente peggiorato, riflettendo in parte effetti di composizione sfavorevoli.

I paesi dell'area dell'euro con ampi disavanzi di conto corrente prima della crisi hanno nell'insieme beneficiato di un calo dei rendimenti sulle loro passività verso l'estero, che è stato generalmente più pronunciato della flessione dei rendimenti dal lato delle attività. Ciò ha riflesso in parte la debolezza dell'attività economica e le alterate condizioni finanziarie nei paesi dell'area sottoposti a tensioni, che hanno esercitato spinte al ribasso sui dividendi, sui trasferimenti di utili di filiali e sulle altre passività verso i non residenti. Il calo dei rendimenti delle passività sull'estero è stato anche in parte determinato da fattori idiosincratichi: ne costituisce un esempio il PSI in Grecia, che ha ridotto gli interessi corrisposti sulle obbligazioni sovrane greche detenute da non residenti.

Implicazioni per la sostenibilità dell'aggiustamento esterno

Da quest'analisi emerge che il conto dei redditi ha finora fornito in gran parte dei casi un contributo solo ridotto, se non nullo, al processo di riequilibrio in corso nei paesi dell'area dell'euro con ampi disavanzi di conto corrente prima della crisi. Nei paesi dove il conto dei redditi ha registrato un miglioramento, ciò è avvenuto in larga misura per il calo dei rendimenti delle passività verso l'estero. Per evitare un pronunciato peggioramento del saldo dei redditi (e, di conseguenza, del conto corrente) quando tali rendimenti torneranno ad aumentare, è essenziale che i paesi dell'area dell'euro in fase di aggiustamento esterno riducano le passività nette sull'estero tramite miglioramenti sostenuti del saldo commerciale.

Posizione patrimoniale netta sull'estero e saldo dei redditi da capitale

(in percentuale del PIL)

	Posizione patrimoniale netta sull'estero		Saldo dei redditi da capitale	
	2008	2012	2008	2012
Estonia	-76,7	-55,3	-6,3	-6,9
Irlanda	-75,6	-108,2	-13,6	-18,3
Grecia	-76,8	-114,5	-4,5	-1,4
Spagna	-79,3	-91,4	-3,3	-1,8
Cipro	-15,1	-87,7	-2,7	-1,7
Malta	2,6	8,5	-3,0	-5,6
Portogallo	-96,2	-116,7	-4,5	-3,8
Slovenia	-35,9	-44,7	-2,8	-2,6
Slovacchia	-59,5	-63,8	-4,9	-4,2

Fonti: Eurostat e istituti nazionali di statistica.

4.2 PRODOTTO PER SETTORE

Esaminando il lato dell'offerta della contabilità nazionale, il valore aggiunto totale ha segnato un recupero, con un aumento dello 0,3 per cento in termini congiunturali nel secondo trimestre, dopo una contrazione dello 0,1 per cento nel primo trimestre. Tale aumento giunge dopo sei contrazioni consecutive sul periodo precedente ed è attribuibile agli andamenti sia nel settore industriale (al netto delle costruzioni) sia in quello dei servizi.

In una prospettiva di più lungo periodo, vi sono state marcate differenze tra i vari settori dopo i livelli massimi toccati nel 2007-08. Nel secondo trimestre del 2013 il valore aggiunto nel comparto industriale (al netto delle costruzioni) è rimasto al di sotto del massimo raggiunto alla fine del 2007

di oltre il 7 per cento, mentre nel settore delle costruzioni è stato inferiore di circa il 23 per cento rispetto a tale livello. Per contro, il valore aggiunto nei servizi è stato lievemente superiore al massimo registrato nel 2008 prima della crisi.

Gli indicatori di breve periodo segnalano un ulteriore miglioramento generalizzato nel terzo trimestre del 2013, pressoché in linea, o lievemente inferiore, ai modesti tassi di crescita osservati nel secondo trimestre dell'anno.

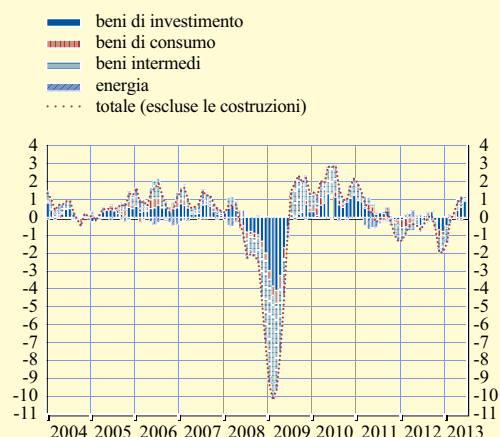
SETTORE INDUSTRIALE AL NETTO DELLE COSTRUZIONI

Nel secondo trimestre del 2013 il valore aggiunto nel settore industriale al netto delle costruzioni ha registrato un aumento dello 0,4 per cento in termini congiunturali, dopo il calo dello 0,2 per cento nel trimestre precedente. La produzione è cresciuta nel secondo trimestre, dopo una modesta espansione nel periodo precedente (cfr. figura 52). Questo incremento della produzione è ascrivibile principalmente all'andamento dei beni di investimento e, in misura minore, ai contributi dei beni intermedi e della produzione di energia. I dati dell'indagine della Commissione europea indicano che nei tre mesi terminanti in luglio la domanda si è rafforzata, sebbene da un livello relativamente basso. All'aumento della produzione sul periodo precedente hanno contribuito anche fattori temporanei, come il recupero dell'attività dopo le rigide condizioni climatiche invernali.

In prospettiva, gli indicatori di breve periodo segnalano una modesta espansione dell'attività nel settore industriale nel terzo trimestre del 2013. L'indicatore della BCE dei nuovi ordinativi industriali (al netto dei mezzi di trasporto pesante) è aumentato dello 0,7 per cento in termini congiunturali nel secondo trimestre, dopo un calo della stessa entità nel periodo precedente. Anche il PMI relativo alla produzione manifatturiera e l'indagine sulla valutazione delle imprese circa i nuovi ordinativi hanno registrato un netto miglioramento in luglio e agosto e ora si collocano lievemente al di sopra della soglia teorica di crescita nulla pari a 50 (cfr. figura 53). Inoltre, l'indicatore della

Figura 52 Crescita della produzione industriale e contributi

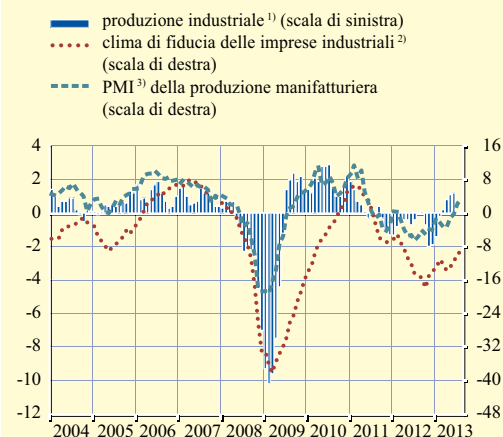
(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati mensili destagionalizzati)



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

Figura 53 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: Le serie delle inchieste si riferiscono al settore manifatturiero.
1) Variazioni percentuali sui tre mesi precedenti.
2) Saldi percentuali.
3) *Purchasing Managers' Index*; scostamenti dal valore 50.

Commissione europea relativo al clima di fiducia nell'industria è aumentato in luglio e agosto rispetto al valore relativamente basso registrato nel secondo trimestre.

SETTORE DELLE COSTRUZIONI

Nel secondo trimestre del 2013 l'attività nel settore delle costruzioni è diminuita dello 0,3 per cento in termini congiunturali, segnando il nono trimestre consecutivo di contrazione. Tale risultato probabilmente riflette un recupero dell'attività edilizia dopo le rigide condizioni meteorologiche che hanno interessato parte dell'area dell'euro nel primo trimestre dell'anno.

Gli indicatori di breve termine confermano la debole dinamica del settore delle costruzioni. Sebbene i dati mensili sulla produzione nel comparto mostrino un aumento dello 0,7 per cento in giugno rispetto al mese precedente, gli indicatori prospettici continuano a fornire segnali contrastanti per il terzo trimestre. Gli indici PMI per il prodotto nel settore delle costruzioni e quello dell'attività nel settore immobiliare residenziale hanno registrato, all'inizio del trimestre, un lieve miglioramento rispetto al periodo precedente, così come l'indagine della Commissione europea sulle costruzioni. Tuttavia, gli indicatori prospettici desunti dall'indagine della Commissione europea sul clima di fiducia nelle costruzioni e dall'indagine PMI sui nuovi ordinativi nel settore hanno continuato a deteriorarsi, a indicare la possibilità di un'ulteriore contrazione dell'attività nei prossimi trimestri.

SETTORE DEI SERVIZI

Nel secondo trimestre del 2013 il valore aggiunto nel settore dei servizi è cresciuto dello 0,3 per cento in termini congiunturali, dopo una lieve contrazione nel primo trimestre. Gli ultimi dati suggeriscono che il recente miglioramento dell'attività nei servizi ha interessato in maniera generalizzata sia i servizi di mercato sia quelli non di mercato (che includono amministrazione pubblica, istruzione, sanità e servizi sociali). Nonostante il risanamento dei conti pubblici in atto in molte economie dell'area dell'euro, il valore aggiunto nei servizi non di mercato è cresciuto nel secondo trimestre dello 0,4 per cento in termini congiunturali, dopo una contrazione nel primo. Allo stesso tempo, il valore aggiunto nei servizi di mercato è aumentato dello 0,3 per cento su base trimestrale, dopo essersi stabilizzato nei primi tre mesi dell'anno. Questo miglioramento è dovuto principalmente a una ulteriore crescita vigorosa nel comparto dei servizi professionali e alle imprese, nonché alla ripresa che ha interessato le attività immobiliari e l'ampio settore del commercio, dei trasporti e dei servizi di alloggio e di ristorazione.

In prospettiva, le indagini segnalano che nel terzo trimestre del 2013 l'attività nel settore dei servizi ha continuato a registrare una crescita positiva, seppur modesta. In base alle rilevazioni disponibili per i primi due mesi del terzo trimestre, l'indice PMI per il settore dei servizi è aumentato ulteriormente rispetto al secondo trimestre, collocandosi al di sopra della soglia teorica di crescita nulla pari a 50 per la prima volta dal terzo trimestre del 2011. Analogamente, anche l'indicatore della Commissione europea relativo al clima di fiducia nel settore dei servizi è cresciuto lievemente tra luglio e agosto, con quest'ultimo risultato che mostra un netto miglioramento rispetto al secondo trimestre del 2013.

4.3 MERCATO DEL LAVORO

I dati sui mercati del lavoro nell'area dell'euro suggeriscono in prevalenza che le condizioni dell'occupazione si sono costantemente deteriorate negli ultimi trimestri a causa della debole attività economica e degli aggiustamenti che hanno interessato il mercato del lavoro di diversi paesi dell'area.

Tavola 11 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
<i>di cui:</i>										
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.

Gli andamenti dell'occupazione sono tipicamente caratterizzati da un ritardo temporale rispetto all'attività economica; infatti gli indicatori anticipatori, come quelli basati sulle indagini, segnalano un ulteriore calo dell'occupazione nell'area dell'euro nella seconda metà del 2013, nonostante il miglioramento delle condizioni economiche. Tuttavia, i recenti dati mensili sulla disoccupazione suggeriscono prospettive lievemente più favorevoli, in quanto il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è rimasto stabile dal mese di marzo.

Nel primo trimestre del 2013 il numero degli occupati è diminuito dello 0,5 per cento in termini congiunturali, dopo un calo leggermente più contenuto, pari allo 0,3 per cento, nel trimestre precedente (cfr. tavola 11). Alla riduzione dell'occupazione ha contribuito soprattutto la perdita di posti di lavoro nel settore dei servizi (in particolare quelli immobiliari). Dall'inizio della crisi, nel 2008, l'occupazione nell'area dell'euro si è ridotta di oltre quattro milioni di unità.

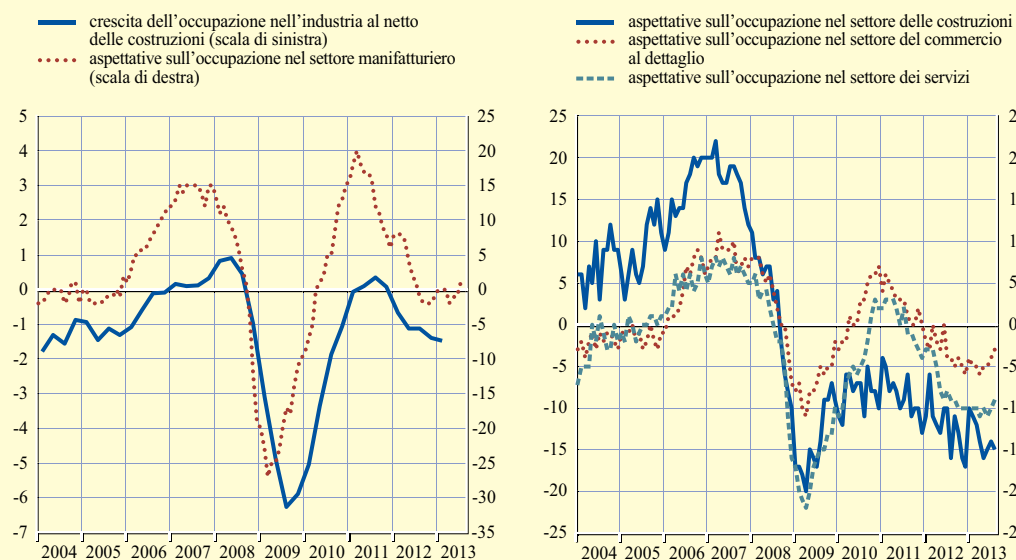
Contestualmente, le ore lavorate totali sono diminuite dello 0,9 per cento nel primo trimestre del 2013, dopo una contrazione dello 0,7 per cento nel quarto trimestre del 2012, in parte a causa del maggior calo dell'occupazione, ma anche per la riduzione più marcata delle ore lavorate per occupato.

Secondo le indagini è probabile che l'occupazione si sia ridotta ulteriormente nel secondo trimestre del 2013 e si prevede che diminuisca anche nel terzo (cfr. figura 54). I risultati delle indagini PMI si sono mantenuti su livelli al di sotto di 50 sia nell'industria sia nei servizi. Un quadro molto simile emerge dalle indagini congiunturali della Commissione europea.

Nel primo trimestre del 2013 la produttività per occupato si è ridotta di un decimo di punto percentuale su base annua, dopo essere diminuita in misura analoga nei due trimestri precedenti (cfr. figura 55). La produttività per ora lavorata è aumentata considerevolmente, in linea con il brusco calo delle ore lavorate totali. Ci si attende che la crescita della produttività sia stata modesta nel secondo trimestre, sulla scia della debole attività economica.

Figura 54 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione

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

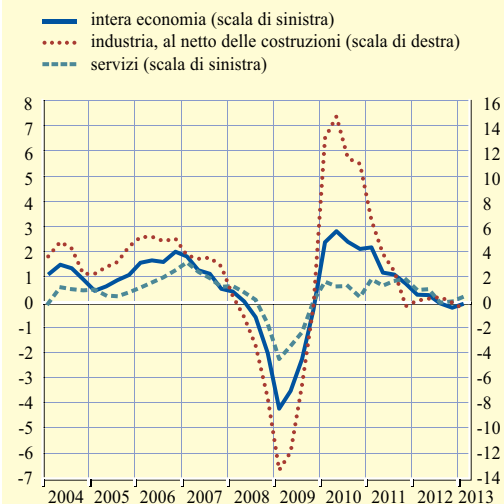


Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.
 Nota: i saldi percentuali sono espressi come scarti dalla media.

In linea con il calo dell'occupazione, il tasso di disoccupazione è salito al 12,0 per cento nel primo trimestre del 2013. Tuttavia, i dati mensili sulla disoccupazione suggeriscono che il recente aumento della disoccupazione potrebbe essersi arrestato, dato che il tasso di disoccupazione è rimasto invariato al 12,1 per cento dallo scorso mese di marzo (cfr. figura 56).

Figura 55 Produttività del lavoro per occupato

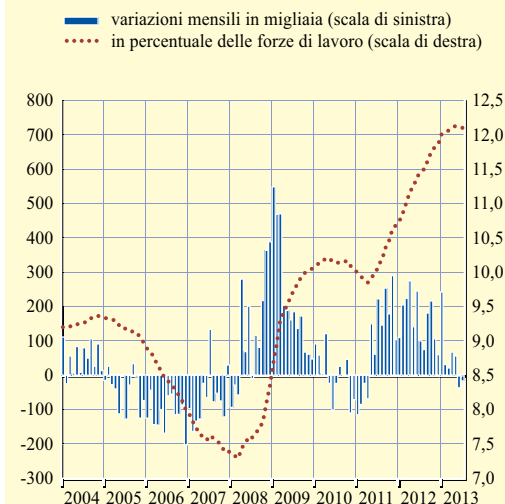
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 56 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

4.4 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Gli indicatori di fiducia tratti dalle indagini disponibili fino ad agosto sono migliorati ulteriormente rispetto ai livelli minimi raggiunti in precedenza, confermando nel complesso le precedenti aspettative di una graduale ripresa dell'attività economica. Quanto ai restanti mesi del 2013 e al 2014, ci si attende che il prodotto recuperi lentamente, in linea con lo scenario di base, grazie soprattutto a un graduale miglioramento della domanda interna sostenuta dall'orientamento accomodante della politica monetaria. L'attività economica dell'area dell'euro dovrebbe altresì beneficiare di un graduale rafforzamento della domanda estera di esportazioni. 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. In aggiunta, i redditi reali hanno tratto beneficio recentemente da un calo generale dell'inflazione. Tuttavia, la disoccupazione nell'area dell'euro rimane elevata e gli aggiustamenti di bilancio necessari nei settori pubblico e privato seguiranno a gravare sull'attività economica.

Tale valutazione trova riscontro anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in settembre dagli esperti della BCE, che prevedono un calo annuo del PIL in termini reali dello 0,4 per cento nel 2013 e una crescita dell'1,0 per cento nel 2014. Nel confronto con le proiezioni dello scorso giugno elaborate dagli esperti dell'Eurosistema, il valore per il 2013 è stata rivisto al rialzo di 0,2 punti percentuali, riflettendo soprattutto i dati più recenti. Per il 2014 la revisione al ribasso è stata di 0,1 punti percentuali (cfr. riquadro 10).

I rischi per le prospettive economiche dell'area dell'euro continuano a essere orientati 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 i rincari delle materie prime in un contesto di rinnovate tensioni geopolitiche, una domanda interna ed estera inferiore alle attese e una lenta o insufficiente attuazione delle riforme strutturali nei paesi dell'area dell'euro.

Riquadro 10

PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'AREA DELL'EURO FORMULATE DAGLI ESPERTI DELLA BCE

Sulla base delle informazioni disponibili al 23 agosto 2013, gli esperti della BCE hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro¹⁾. Per quanto riguarda il PIL in termini reali si prevede un calo dello 0,4 per cento nel 2013 e un aumento dell'1,0 nel 2014, mentre l'inflazione misurata sullo IAPC dovrebbe collocarsi in media all'1,5 per cento nel 2013 e all'1,3 nel 2014.

1) Le proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE integrano l'esercizio previsivo dell'Eurosistema, svolto congiuntamente dai servizi della BCE e delle banche centrali nazionali dell'area dell'euro due volte l'anno. Le tecniche adottate sono coerenti con quelle utilizzate nelle proiezioni dell'Eurosistema, che sono descritte in *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata nel giugno 2001 dalla BCE e consultabile nel suo sito Internet. Gli intervalli di valori delle proiezioni presentano un'ampiezza pari al doppio della media degli scarti, in valore assoluto, fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate in passato. La metodologia adottata, che comporta una correzione per eventi eccezionali, è illustrata in *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, pubblicata dalla BCE nel dicembre 2009 e disponibile nel suo sito Internet.

Ipotesi tecniche riguardanti i tassi di interesse, i tassi di cambio, i prezzi delle materie prime e le politiche di bilancio

Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e le quotazioni delle materie prime sono basate sulle aspettative di mercato al 15 agosto 2013.

I tassi di interesse a breve termine, per i quali viene formulata un'ipotesi puramente tecnica, sono misurati dall'Euribor a tre mesi; le aspettative di mercato sono rilevate sui tassi *future*. Da questa metodologia deriva un livello medio dei tassi a breve dello 0,2 per cento nel 2013 e dello 0,5 nel 2014. Le attese di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro comportano una media del 3,0 per cento nel 2013 e del 3,5 nel 2014. Riflettendo il profilo dei tassi di interesse di mercato a termine e la graduale trasmissione delle variazioni dei tassi di mercato a quelli sui prestiti, i tassi compositi sui prestiti bancari al settore privato non finanziario dell'area dell'euro raggiungerebbero un livello minimo nella seconda metà del 2013 per poi mostrare un graduale incremento. Nell'area dell'euro le condizioni di offerta del credito eserciterebbero sulla crescita economica un'influenza negativa nel 2013 e più neutrale nel 2014.

Per quanto concerne le materie prime, sulla base del profilo dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane fino al 15 agosto, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent siano pari in media a 107,8 dollari al barile nel 2013 e a 102,8 nel 2014. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari²⁾, dovrebbero diminuire del 5,4 per cento nel 2013 e dello 0,1 nel 2014.

Le ipotesi sui tassi di cambio bilaterali restano invariate nell'orizzonte temporale della proiezione sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 15 agosto. Ciò implica che il cambio dollaro/euro si collochi mediamente a 1,32 nel 2013 e a 1,33 nel 2014, in aumento da 1,29 del 2012. Il tasso di cambio effettivo dell'euro dovrebbe apprezzarsi in media del 3,6 per cento nel 2013 e dello 0,7 l'anno successivo.

Le ipotesi relative alle politiche di bilancio si fondano sui programmi di finanza pubblica dei singoli paesi dell'area dell'euro disponibili al 23 agosto e includono tutte le misure già approvate dai parlamenti nazionali, o che sono state definite in dettaglio dai governi e supereranno probabilmente l'*iter* legislativo.

Proiezioni relative al contesto internazionale

La crescita in termini reali del PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) registrerebbe un graduale incremento nel periodo considerato, passando dal 3,4 per cento del 2013 al 4,0 nel 2014. Ampiamente in linea con le proiezioni pubblicate nel numero di giugno scorso del Bollettino, l'espansione ha acquisito un certo slancio nelle economie avanzate nella prima metà del 2013, mentre nei mercati emergenti si è in qualche modo attenuata, per effetto dell'indebolimento della domanda interna, in un contesto in cui i prezzi più contenuti delle materie prime (che hanno influito sugli esportatori) e la fiacca domanda estera hanno pesato sulle esportazioni. Nel breve periodo gli indicatori del clima di fiducia segnalano il protrarsi di un'attività modesta a livello mondiale. Pesa

2) Le ipotesi concernenti i corsi del petrolio e degli alimentari si basano sui prezzi dei contratti *future* fino al termine del periodo della proiezione; per le altre materie prime si assume che le quotazioni seguano i prezzi dei *future* fino al secondo trimestre del 2014 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale.

inoltre sulle prospettive di crescita a breve termine, in particolare in alcuni paesi emergenti, un certo inasprimento delle condizioni finanziarie successivo al precedente esercizio di proiezione in parte dovuto a una nuova valutazione dei mercati circa la portata del futuro stimolo monetario negli Stati Uniti. Su un orizzonte temporale più lungo, ci si attende che il recupero dell'economia prosegua a un ritmo graduale. Il riequilibrio nel settore privato – che procede ma è ancora incompleto – e il risanamento dei conti pubblici influiranno in senso negativo sulla crescita nelle economie avanzate. In alcuni dei principali mercati emergenti, soprattutto in Cina, la ripresa dovrebbe risultare moderata in quanto alcuni fattori strutturali frenano l'attività. A fronte di un'espansione della domanda dei principali partner commerciali dell'area dell'euro più moderata che nel resto del mondo, la domanda estera dell'area è in certa misura più debole e secondo le proiezioni dovrebbe crescere del 2,9 per cento nel 2013 e del 5,0 nel 2014.

Proiezioni sulla crescita del PIL

Il PIL in termini reali è aumentato dello 0,3 per cento nel secondo trimestre del 2013, dopo sei trimestri consecutivi di contrazione. La domanda interna e l'interscambio netto hanno fornito un contributo positivo alla crescita del PIL nel secondo trimestre, mentre la variazione delle scorte ha inciso in senso lievemente negativo. L'incremento relativamente consistente dell'attività nel secondo trimestre è ascrivibile in parte a fattori temporanei, legati in ampia misura alle condizioni meteorologiche.

Con il venir meno di tali fattori, la crescita del PIL dovrebbe essere più contenuta nel terzo trimestre del 2013, pur rimanendo positiva. Prescindendo dall'impatto di questi fattori, nell'intero arco temporale della proiezione l'attività sarà sostenuta dall'effetto favorevole esercitato dal graduale rafforzamento della domanda estera sulle esportazioni. Nel breve periodo la domanda interna beneficerà del calo dell'inflazione relativa alle materie prime che dovrebbe sostenere i redditi reali. In aggiunta, l'orientamento accomodante della politica monetaria, ulteriormente rafforzato dalle recenti indicazioni prospettiche (*forward guidance*) fornite in proposito dal Consiglio direttivo della BCE, e il miglioramento del clima di fiducia in un contesto di minore incertezza dovrebbero sospingere la domanda interna. Oltre il breve termine, quest'ultima dovrebbe inoltre beneficiare dell'orientamento meno restrittivo delle politiche di bilancio e dell'allentarsi dei vincoli dal lato dell'offerta di credito. Ciò nonostante, ci si attende che nell'orizzonte di proiezione diminuiscano solo con gradualità le ricadute negative sulla domanda interna dell'andamento contenuto del mercato del lavoro e delle restanti esigenze di ridimensionamento della leva finanziaria in alcuni paesi. Nel complesso, la ripresa dovrebbe mantenersi moderata nel confronto storico, dando luogo a un *output gap* che permanerebbe in territorio negativo. Ci si attende che il PIL in termini reali registri, in media d'anno, una contrazione dello 0,4 per cento nel 2013, in larga misura riconducibile a un effetto di trascinamento negativo, per poi segnare un incremento dell'1,0 per cento nel 2014. Questo profilo di crescita riflette il contributo in costante aumento della domanda interna accompagnato dall'apporto positivo, seppur in calo, del commercio netto.

Considerando in maggior dettaglio le componenti della domanda, la crescita delle esportazioni all'esterno dell'area dell'euro risulterebbe modesta nella parte restante del 2013 per poi acquisire uno slancio in certa misura più intenso nel 2014, soprattutto di riflesso al rafforzamento alquanto graduale della domanda estera dell'area. In base alle proiezioni, gli investimenti delle imprese acquisterebbero vigore dalla fine del 2013 e sarebbero sostenuti dal graduale rafforzamento atteso per la domanda interna ed estera, dal livello molto basso dei tassi di interesse,

dalla necessità di una progressiva sostituzione dello stock di capitale dopo diversi anni di scarsi investimenti, da effetti meno avversi sull'offerta di credito e dal miglioramento dei margini di profitto a fronte della ripresa dell'attività. Tuttavia, l'impatto congiunto negativo del basso grado di utilizzo della capacità produttiva, della necessità di un'ulteriore ristrutturazione dei bilanci societari e delle condizioni di finanziamento avverse in alcuni paesi e settori dell'area dell'euro si ridurrà solo gradualmente secondo le proiezioni. Gli investimenti nell'edilizia residenziale rimarrebbero contenuti in questo e nel prossimo anno, a causa soprattutto delle ulteriori esigenze di aggiustamento dei mercati delle abitazioni in alcuni paesi, della debole crescita del reddito disponibile e delle aspettative di altri cali dei prezzi degli immobili. L'impatto avverso di questi fattori dovrebbe più che compensare l'appetibilità relativa dell'investimento immobiliare in altri paesi, dove è favorito da livelli storicamente bassi dei tassi sui mutui ipotecari e dagli incrementi dei prezzi delle abitazioni. Nel periodo in esame si prospetta una protratta debolezza degli investimenti pubblici dovuta alle misure di risanamento di bilancio attese in diversi paesi dell'area.

I consumi privati dovrebbero risultare moderati nella parte restante dell'anno, a fronte di un profilo coincidente piatto del reddito disponibile reale e di un tasso di risparmio sostanzialmente invariato. Nel 2014 i consumi privati acquisirebbero un certo slancio, grazie al minore impatto negativo del risanamento dei conti pubblici e all'aumento dei redditi da lavoro, riconducibile alle migliori condizioni su tale mercato, nonostante il lieve incremento del tasso di risparmio. Nel periodo in rassegna la quota di famiglie che dovrebbero aumentare il proprio saggio di risparmio tenuto conto del crescente reddito disponibile e della necessità di diminuire l'indebitamento dovrebbe più che compensare la percentuale di quelle che continuano invece a ridurlo a fronte del reddito disponibile in calo e del basso rendimento del risparmio. Per i consumi collettivi si prospetta una sostanziale stagnazione nel 2013, a seguito delle misure di risanamento dei bilanci, e un modesto incremento nel 2014.

Secondo le proiezioni, le importazioni dall'esterno dell'area dell'euro registrerebbero una ripresa nel periodo considerato, pur rimanendo frenate dalla persistente debolezza della domanda totale. L'avanzo delle partite correnti dovrebbe aumentare nel biennio in rassegna.

Tavola A Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro

(miliardi di euro; dati non destagionalizzati)¹⁾²⁾

	2012	2013	2014
IAPC	2,5	1,5 [1,4 - 1,6]	1,3 [0,7 - 1,9]
PIL in termini reali	-0,6	-0,4 [-0,6 - -0,2]	1,0 [0,0 - 2,0]
Consumi privati	-1,4	-0,7 [-0,9 - -0,5]	0,7 [-0,2 - 1,6]
Consumi collettivi	-0,5	-0,1 [-0,6 - 0,4]	0,6 [0,0 - 1,2]
Investimenti fissi lordi	-4,0	-3,6 [-4,4 - -2,8]	1,8 [-0,7 - 4,3]
Esportazioni (beni e servizi)	2,7	0,9 [-0,4 - 2,2]	3,6 [0,1 - 7,1]
Importazioni (beni e servizi)	-0,9	-0,6 [-1,9 - 0,7]	3,8 [0,3 - 7,3]

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

2) Le proiezioni per il 2014 includono i dati relativi alla Lettonia. Le variazioni percentuali per il 2014 si basano su una composizione dell'area dell'euro nel 2013 comprendente la Lettonia.

Proiezioni relative all'evoluzione dei prezzi e dei costi

Il tasso di inflazione complessivo misurato sullo IAPC, all'1,3 per cento in agosto secondo la stima rapida dell'Eurostat, si collocherebbe in media all'1,5 nel 2013 e all'1,3 nel 2014. L'inflazione ha mostrato una marcata flessione nella prima metà del 2013, attribuibile al forte calo relativo alla componente energetica dai livelli elevati del 2012. Tale calo riflette a sua volta la contrazione dei corsi del petrolio e l'apprezzamento dell'euro lo scorso anno, nonché gli effetti base al ribasso determinati dall'esaurirsi dell'impatto dei precedenti rincari del greggio. In prospettiva, le quotazioni dell'energia dovrebbero ridursi in certa misura nel periodo in rassegna, rispecchiando il profilo ipotizzato per i prezzi del petrolio. Nell'orizzonte temporale della proiezione la componente energetica dovrebbe fornire un contributo trascurabile, e quindi significativamente inferiore alla media storica, all'inflazione complessiva, il che ne spiega in parte la modesta dinamica. L'incremento dei prezzi degli alimentari è rimasto sostanzialmente invariato nella prima metà del 2013, malgrado gli insoliti picchi raggiunti dalle quotazioni degli alimentari non trasformati. In prospettiva, i prezzi degli alimentari dovrebbero rallentare in certa misura a causa di un effetto base negativo e dell'iniziale contrazione attesa per le quotazioni delle materie prime alimentari a livello internazionale ed europeo. L'inflazione armonizzata al netto dell'energia e degli alimentari si è attenuata nella prima metà di quest'anno, di riflesso alla debole dinamica dell'attività. Nel 2014 segnerebbe un lieve aumento, per effetto della modesta ripresa economica e delle crescenti pressioni esterne sui prezzi.

In maggiore dettaglio, le spinte esterne sui prezzi si sono allentate nella prima metà del 2013, a causa dell'apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro e dei ribassi delle quotazioni del greggio e delle materie prime non petrolifere, determinando una flessione del deflatore delle importazioni. Quest'ultimo dovrebbe tuttavia aumentare gradualmente nel 2014, a fronte del venir meno dell'effetto al ribasso connesso al precedente apprezzamento dell'euro, del rincaro ipotizzato per le materie prime non energetiche e del rafforzamento della domanda di importazioni. Quanto alle pressioni interne sui prezzi, ci si attende che la crescita dei redditi per occupato resti contenuta nel 2013 e nel 2014 a causa della debolezza del mercato del lavoro. Tenuto conto del forte calo prospettato per l'inflazione al consumo, l'espansione dei redditi per occupato in termini reali dovrebbe aumentare nel 2013 per poi continuare a recuperare moderatamente nel periodo in rassegna, dopo i decrementi del 2011 e del 2012. Secondo le attese, i tassi di incremento sul periodo corrispondente dei redditi per occupato in termini reali resterebbero ben al di sotto di quelli della produttività nel 2014, di riflesso alla debolezza del mercato del lavoro. Il costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe rallentare nel 2013 e nel 2014, via via che il lieve rialzo del tasso di crescita dei redditi per occupato è più che compensato dall'accelerazione ciclica della produttività. Dopo la pronunciata flessione del 2012, l'indicatore del margine di profitto (misurato dal rapporto fra deflatore del PIL a prezzi base e costo unitario del lavoro) dovrebbe ristagnare nel 2013, rispecchiando la debolezza dell'attività interna. In seguito ci si attende che la decelerazione del costo unitario del lavoro e il graduale miglioramento delle condizioni economiche favoriscano un recupero dei margini di profitto. Nel 2013 e nel 2014 gli aumenti dei prezzi amministrati e delle imposte indirette inclusi nei piani di risanamento dei bilanci fornirebbero un contributo significativo all'inflazione misurata sullo IAPC, anche se leggermente inferiore a quello osservato nel 2012.

Confronto con le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema pubblicate nel giugno 2013

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema pubblicate nel numero di giugno scorso del Bollettino, il valore relativo alla crescita del PIL in termini reali è stato rivisto lievemente al rialzo di 0,2 punti percentuali per il 2013, soprattutto sulla base dei nuovi

Tavola B Confronto con le proiezioni di giugno 2013

(variazioni percentuali; medie annue)

	2013	2014
PIL in termini reali – giugno 2013	-0,6 [-1,0 – -0,2]	1,1 [0,0 – 2,2]
PIL in termini reali – settembre 2013	-0,4 [-0,6 – -0,2]	1,0 [0,0 – 2,0]
IAPC – giugno 2013	1,4 [1,3 – 1,5]	1,3 [0,7 – 1,9]
IAPC – settembre 2013	1,5 [1,4 – 1,6]	1,3 [0,7 – 1,9]

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

2) Le proiezioni per il 2014 includono i dati relativi alla Lettonia. Le variazioni percentuali per il 2014 si basano su una composizione dell'area dell'euro nel 2013 comprendente la Lettonia.

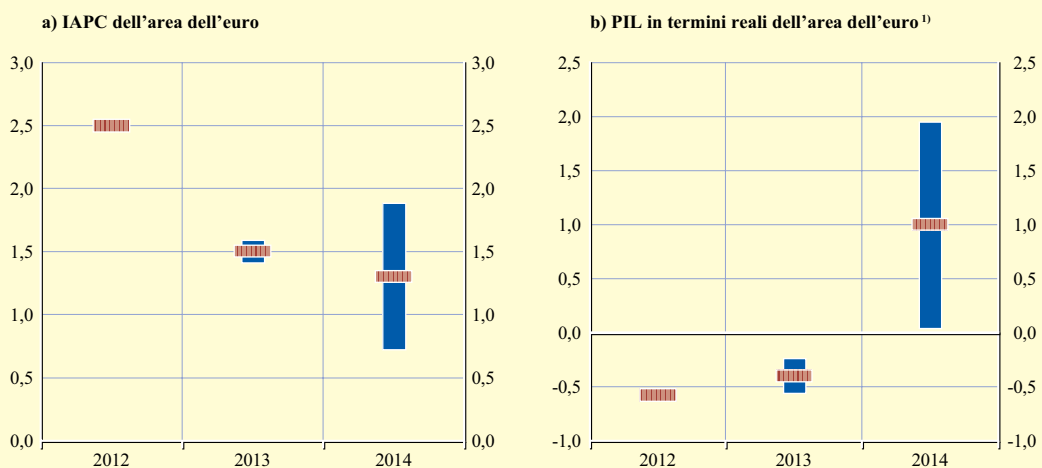
dati. Il valore anticipato per il 2014 è stato corretto al ribasso di 0,1 punti percentuali, di riflesso all'impatto della minore domanda estera, al più elevato tasso di cambio effettivo dell'euro e ai più alti tassi di interesse. La proiezione per l'inflazione complessiva è stata modificata al rialzo di 0,1 punti percentuali per il 2013, rispecchiando prezzi degli alimentari superiori alle attese e ipotesi di quotazioni del petrolio più elevate, mentre per il 2014 rimane invariata.

Confronto con le previsioni di altre organizzazioni

Varie organizzazioni, sia internazionali sia del settore privato, pubblicano previsioni relative all'area dell'euro (cfr. tavola C). Tali previsioni non sono tuttavia perfettamente confrontabili tra loro, né con le proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE, poiché sono state formulate in momenti differenti. Inoltre, esse si basano su metodi diversi, non del tutto specificati, per definire le ipotesi sulle variabili fiscali, finanziarie ed esterne, inclusi i corsi del petrolio e di altre materie prime, e presentano differenze metodologiche nella correzione dei dati per il numero di giornate lavorative.

Proiezioni macroeconomiche

(variazioni percentuali; medie annue)



1) Le proiezioni sul PIL si basano su dati corretti per il numero di giornate lavorative.

Gli intervalli delle previsioni diffuse da altre organizzazioni sulla crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro ricadono sia per il 2013 sia per il 2014 negli intervalli di incertezza delle proiezioni degli esperti della BCE e risultano prossimi ai valori centrali di queste ultime. Per l'inflazione misurata sullo IAPC, l'intervallo delle previsioni è lievemente più elevato rispetto all'intervallo di incertezza delle proiezioni per il 2013 ed è anche superiore al loro valore centrale, mentre per il 2014 rientra nell'intervallo di incertezza delle proiezioni ed è prossimo al loro valore centrale.

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

(variazioni percentuali; medie annue)

	Data di pubblicazione	PIL in termini reali		IAPC	
		2013	2014	2013	2014
OCSE	maggio 2013	-0,6	1,1	1,5	1,2
Commissione europea	maggio 2013	-0,4	1,2	1,6	1,5
FMI	luglio 2013	-0,6	0,9	1,7	1,5
Survey of Professional Forecasters	agosto 2013	-0,6	0,9	1,5	1,5
Consensus Economics Forecasts	agosto 2013	-0,6	0,9	1,5	1,5
Euro Zone Barometer	agosto 2013	-0,6	0,9	1,5	1,5
Proiezioni degli esperti della BCE	settembre 2013	-0,4	1,0	1,5	1,3
		[-0,6 – -0,2]	[0,0 – 2,0]	[1,4 – 1,6]	[0,7 – 1,9]

Fonti: *Economic Forecasts* della Commissione europea, primavera 2013; in riferimento all'FMI, *World Economic Outlook Update*, luglio 2013, per la crescita del PIL in termini reali e *World Economic Outlook*, aprile 2013, per l'inflazione; *Economic Outlook* dell'OCSE, maggio 2013; *Consensus Economics Forecasts*; MJEconomics e *Survey of Professional Forecasters* della BCE.

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

5 ANDAMENTO DELLA FINANZA PUBBLICA

In base alle più recenti statistiche sulle finanze pubbliche nell'area dell'euro, la tendenza al ribasso del rapporto tra disavanzo delle amministrazioni pubbliche e PIL osservata dalla metà del 2010 si è arrestata nel primo trimestre del 2013, mentre il tasso di incremento del rapporto debito/PIL si è lievemente accresciuto. In giugno il Consiglio Ecofin ha deciso di concedere ad alcuni paesi una proroga della scadenza per la correzione dei rispettivi disavanzi eccessivi, nella maggior parte dei casi di oltre un anno. Per riportare le finanze pubbliche su un percorso sostenibile occorre effettuare interventi di risanamento con risolutezza. L'attuazione dei regolamenti del cosiddetto "two-pack", ai sensi dei quali la Commissione europea vaglierà i documenti programmatici di bilancio, sarà uno strumento importante per rafforzare ulteriormente la sorveglianza sui conti pubblici.

ANDAMENTO DEI CONTI PUBBLICI NEL 2013

In base alle più recenti statistiche sulle finanze pubbliche nell'area dell'euro, la tendenza al ribasso del disavanzo delle amministrazioni pubbliche osservata dalla metà del 2010 si è arrestata nel primo trimestre del 2013. Come mostra la figura 57, la somma mobile di quattro trimestri del disavanzo dell'area dell'euro, ossia il disavanzo cumulato negli ultimi quattro trimestri, si è collocata al 3,8 per cento del PIL nel primo trimestre del 2013, livello lievemente superiore a quello del periodo precedente. Il dato è nettamente superiore alle previsioni economiche pubblicate dalla Commissione europea nella primavera 2013, che prospettavano una diminuzione del disavanzo dell'area dell'euro dal 3,7 per cento del PIL nel 2012 al 2,9 nel 2013. L'aumento del disavanzo di bilancio dell'area nel primo trimestre è imputabile principalmente al protratto calo delle entrate delle amministrazioni pubbliche e a un moderato aumento della spesa (cfr. figura 58a).

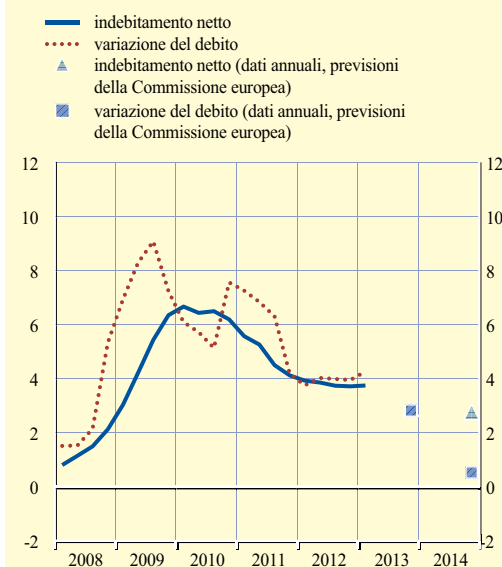
Per quanto riguarda i dati più recenti sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro, la somma mobile di quattro trimestri del rapporto debito/PIL ha segnalato un incremento più marcato nel primo trimestre (del 4,3 per cento) rispetto al periodo precedente (cfr. figura 57). Inoltre, l'aumento è decisamente superiore al valore anticipato per l'intero anno nelle previsioni economiche della primavera 2013 della Commissione europea. Secondo quest'ultima, il rapporto debito/PIL salirebbe nell'anno in corso al 95,5 per cento del PIL per effetto del differenziale positivo tra tasso di interesse e tasso di crescita e dell'ampio raccordo disavanzo-debito, in cui rientra l'effetto del sostegno fornito al settore finanziario.

EVOLUZIONE DEI CONTI PUBBLICI E PROGRAMMI DI BILANCIO IN ALCUNI PAESI

A metà luglio 2013 il Consiglio dell'UE ha concluso il Semestre europeo formulando raccomandazioni sui programmi di stabilità e di convergenza di 23 Stati membri della UE, nonché sui loro programmi nazionali di riforma. Per

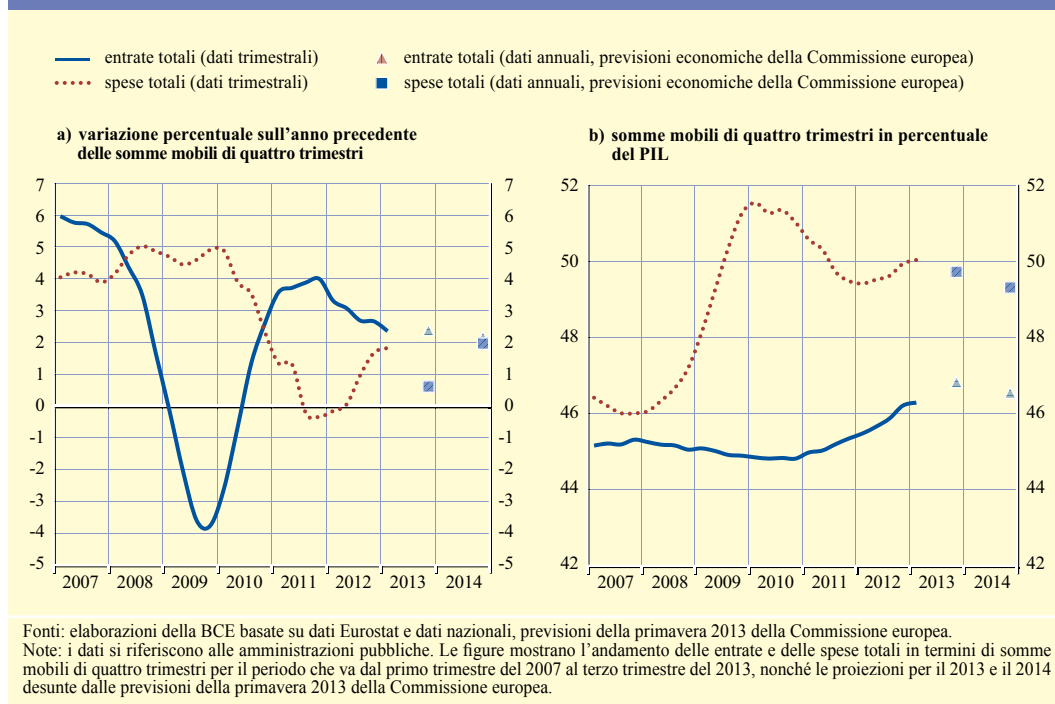
Figura 57 Indebitamento netto e variazione del debito dell'area dell'euro

(somme mobili di quattro trimestri in percentuale del PIL)



Fonti: elaborazioni della BCE, basate su dati Eurostat e previsioni della primavera 2013 della Commissione europea.

Figura 58 Area dell'euro: statistiche trimestrali sui conti pubblici e proiezioni



l'area dell'euro nel suo complesso, il Consiglio ha esortato a perseguire “differenziate politiche di risanamento di bilancio favorevoli alla crescita, rafforzando al tempo stesso il potenziale di crescita nell'area dell'euro” per “riportare il rapporto debito/PIL su un percorso di costante diminuzione nel tempo”¹⁾. Inoltre, sulla base delle proposte della Commissione europea, il Consiglio ha emanato in giugno nuove raccomandazioni per otto paesi dell'area concernenti le rispettive procedure per i disavanzi eccessivi (PDE). Per sei paesi le nuove raccomandazioni prevedono proroghe, per la maggior parte superiori a un anno, e un ridimensionamento dell'azione correttiva raccomandata. In particolare, a Spagna, Francia e Slovenia è stata concessa una proroga di due anni, fino al 2015 per Francia e Slovenia e al 2016 per la Spagna. La scadenza per Cipro è stata posticipata di quattro anni, al 2016, mentre per Paesi Bassi e Portogallo di un anno, rispettivamente al 2014 e al 2015. Inoltre, il Consiglio ha deciso di intimare l'adozione di misure al Belgio, poiché non ha condotto un'azione efficace per correggere il disavanzo eccessivo entro il 2012. A questo paese il Consiglio ha concesso un anno aggiuntivo per il conseguimento di tale obiettivo nel 2013. Per Malta la PDE è stata riavviata in giugno, ad appena sei mesi dalla sua chiusura, e il termine per la correzione del disavanzo eccessivo scade nel 2014. Sempre in giugno si è chiusa la PDE dell'Italia. Per una valutazione dell'attuazione della PDE nell'ambito del Patto di stabilità e crescita rafforzato, cfr. il riquadro 11.

Si riporta di seguito una breve rassegna dei più importanti andamenti recenti delle finanze pubbliche nei quattro principali paesi dell'area dell'euro e nei paesi interessati da un programma dell'UE/FMI.

1) Cfr. *Raccomandazione del Consiglio sull'attuazione degli indirizzi di massima per le politiche economiche degli Stati membri la cui moneta è l'euro*, 8 luglio 2013, disponibile nel sito Internet del Consiglio dell'UE all'indirizzo: <http://register.consilium.europa.eu/pdf/it/13/st11/st11216.it13.pdf>

In Germania, il settore delle amministrazioni pubbliche ha registrato un avanzo dello 0,6 per cento del PIL nella prima metà del 2013. Il 16 agosto è entrato in vigore un programma di sostegno pubblico a compensazione dei danni subiti nelle recenti alluvioni. Si prevede che il costo complessivo dell'operazione ammonti a 8 miliardi di euro (0,3 per cento del PIL), ripartiti negli anni 2013-2016. Il programma dovrebbe avere ricadute estremamente limitate sulle prospettive di bilancio in tale arco temporale poiché in media la spesa aggiuntiva annua sarà inferiore allo 0,1 per cento del PIL. Gli obiettivi di bilancio del governo presentati nel programma di stabilità del 2013 rimangono realistici.

In Francia, la proroga di due anni della scadenza della PDE si basa su una nuova dinamica per il disavanzo delle amministrazioni pubbliche (3,9 per cento del PIL nel 2013, 3,6 nel 2014 e 2,8 nel 2015). Si tratta di una correzione più lenta rispetto agli obiettivi fissati nell'aggiornamento del programma di stabilità del 2013, in cui il governo prevedeva per il 2014 la contrazione del disavanzo di bilancio a un livello inferiore alla soglia del 3 per cento del PIL. La legge di bilancio per il 2014 sarà presentata a fine settembre 2013. È importante che vi si precisino misure di risanamento credibili, specie dal lato della spesa, per invertire l'aumento del rapporto tra debito pubblico e PIL, che nel 2012 ha superato il 90 per cento. Il governo ha annunciato di recente una riforma pensionistica, destinata a concorrere al riequilibrio del sistema pensionistico del paese entro il 2020.

In Italia, le informazioni preliminari sull'esecuzione del bilancio dello Stato in base ai dati di cassa fino a luglio 2013 indicano un fabbisogno finanziario cumulato di 51 miliardi di euro (3,3 per cento del PIL), in aumento da quasi 28 miliardi (1,8 per cento del PIL) nello stesso periodo del 2012. Il peggioramento, dovuto soprattutto all'erogazione di sostegno al settore finanziario e al rimborso di arretrati, mette in risalto i rischi crescenti per il conseguimento dell'obiettivo di disavanzo delle amministrazioni pubbliche nel 2013 (2,9 per cento del PIL). In agosto il governo ha annunciato, per l'anno in corso, l'abolizione della prima rata dell'imposta sulle abitazioni principali di proprietà. Il mancato gettito (pari a 2,4 miliardi di euro circa, ossia lo 0,1 per cento del PIL) sarà compensato mediante un contenimento della spesa e maggiori entrate. Sempre in agosto il parlamento ha deciso di rinviare di tre mesi, al 1° ottobre, l'aumento di 1 punto percentuale dell'aliquota ordinaria dell'I-VA. Le inferiori entrate dovute a tale rinvio saranno bilanciate da maggiori accise su alcuni prodotti e da imposte dirette temporaneamente più elevate. Infine, è stato convertito in legge il "Decreto del fare", che prevede una serie di misure intese ad accrescere gli investimenti in infrastrutture, semplificare le procedure burocratiche, aumentare il credito alle imprese (soprattutto alle piccole e medie imprese) e migliorare l'efficienza della giustizia civile.

In Spagna, a fine giugno il governo ha approvato modifiche alle imposte sui redditi d'impresa e alle accise con lo scopo di aumentare le entrate, nonché disegni di legge per istituire un'autorità di bilancio indipendente e razionalizzare le amministrazioni locali. Quanto ai saldi di bilancio, nel primo trimestre del 2013 il disavanzo delle amministrazioni pubbliche era pari all'1,2 per cento del PIL su base annua, in calo dall'1,4 dell'anno precedente. Anche i saldi di bilancio più recenti dell'amministrazione centrale, del sistema previdenziale e delle amministrazioni regionali fino a fine giugno/luglio sono generalmente migliori rispetto a un anno fa, ma gli effetti di alcune misure di risanamento sono destinati a esaurirsi o a riassorbirsi negli ultimi mesi dell'anno. Nel complesso, è difficile valutare quanto sia probabile il conseguimento dell'obiettivo di disavanzo delle amministrazioni pubbliche fissato per quest'anno; dipenderà da una ripresa più vigorosa delle basi imponibili nella seconda metà dell'anno. A fine giugno 2013 il debito delle amministrazioni pubbliche si è collocato al 90 per cento circa del PIL su base annua, dall'84 per cento circa a fine 2012, riflettendo in parte l'anticipazione dell'emissione di titoli di Stato di quest'anno.

In Grecia il bilancio dello Stato ha registrato, nel periodo tra gennaio e luglio, un avanzo primario di circa 0,5 miliardi di euro (al netto dei trasferimenti da altri paesi dell'area dell'euro in relazione ai titoli di Stato greci detenuti dall'Eurosistema) o 2,6 miliardi di euro circa (se si comprendono tali trasferimenti). Questo risultato è decisamente migliore dell'obiettivo previsto dal secondo programma di aggiustamento macroeconomico dell'UE/FMI. L'andamento più favorevole è tuttavia riconducibile in ampia misura a fattori temporanei, come gli introiti da fondi strutturali della UE in luglio, superiori a quelli programmati, e una minore esecuzione degli investimenti a bilancio. Nel complesso, i dati sull'esecuzione del bilancio indicano che la Grecia procede nel rispetto dell'obiettivo fissato per il 2013 di un saldo primario in pareggio. In luglio, dopo l'attuazione da parte della Grecia di vari interventi, il Gruppo di lavoro dell'Eurogruppo ha approvato l'esborso di 3,0 miliardi di euro previsti dal programma. Di questo importo, tuttavia, 0,5 miliardi sarebbero corrisposti al paese solo agli inizi di ottobre, a condizione che si segnino tappe fondamentali in vari settori. Alla fine di agosto il Consiglio di amministrazione dell'FMI ha completato la valutazione del programma e ha svincolato altri 1,7 miliardi di euro.

In Portogallo, l'ottava valutazione trimestrale del programma di aggiustamento dell'UE/FMI è stata rinviata a settembre e sarà abbinata alla nona. Quanto al bilancio 2013, finora l'esecuzione sarebbe in linea con le aspettative, in particolare per quanto concerne la riscossione delle imposte. In riferimento al pacchetto di misure di risanamento annunciato dal governo nel maggio 2013 per conseguire l'obiettivo di bilancio nel 2014, la Corte costituzionale ha dichiarato incostituzionale una legge adottata di recente volta a rafforzare la mobilità dei dipendenti pubblici. Le autorità portoghesi si sono impegnate a trovare una misura alternativa.

In Irlanda si è tenuta in luglio l'undicesima valutazione del programma di aggiustamento dell'UE/FMI. I dati di bilancio per i primi otto mesi dell'anno mostrano che l'esecuzione del bilancio procede ampiamente nel rispetto dell'obiettivo di disavanzo del 7,5 per cento del PIL nel 2013. La base imponibile nazionale è stata allargata dalla nuova imposta locale sugli immobili. La spesa pubblica, compresa la spesa sanitaria e quella previdenziale, è rimasta sotto controllo ed entro gli obiettivi del governo. Inoltre, il contratto collettivo per il settore pubblico generalmente accettato faciliterà i risparmi necessari, pur tutelando al contempo i servizi pubblici fondamentali.

A Cipro, la prima valutazione del programma di aggiustamento dell'UE/FMI ha concluso che gli obiettivi di bilancio sono stati pienamente conseguiti. Il disavanzo delle amministrazioni pubbliche per la prima metà del 2013 ha registrato valori migliori dell'obiettivo del programma, soprattutto grazie a un'esecuzione prudente della spesa. Tuttavia, il risultato finale per il 2013 risentirà probabilmente di un notevole fattore *una tantum* destinato ad aumentare il disavanzo, connesso alla compensazione di varie tipologie di fondi pensione che detenevano depositi presso la Cyprus Popular Bank (per un ammontare pari a circa l'1,8 per cento del PIL).

SFIDE PER LE POLITICHE DI BILANCIO

I paesi dell'area dell'euro hanno compiuto notevoli progressi nella riduzione degli squilibri di bilancio, seppure con marcate differenze. Servono tuttavia ulteriori interventi di risanamento per condurre le finanze pubbliche su un percorso sostenibile. Sebbene le tensioni nei mercati finanziari si siano allentate negli ultimi dodici mesi, il livello di guardia non va abbassato, dati gli ampi ritardi nel risanamento che permangono in alcuni paesi. La composizione del risanamento dovrebbe privilegiare misure che favoriscano la crescita, dando priorità al contenimento della spesa pubblica improduttiva. I paesi beneficiari di una proroga della scadenza della PDE dovrebbero intraprendere con risolutezza riforme strutturali atte ad aumentare il potenziale di crescita delle proprie economie, contribuendo così alla sostenibilità dei conti pubblici.

A seguito dell'adozione dei due regolamenti che costituiscono il two-pack²⁾, i paesi dell'area dell'euro dovranno predisporre i documenti programmatici di bilancio entro la metà di ottobre. Tali documenti saranno esaminati con attenzione dalla Commissione europea, che entro fine novembre indicherà in un parere se rispettano gli obblighi di politica di bilancio stabiliti nel Patto di stabilità e crescita. Qualora giunga a una valutazione di "inosservanza particolarmente grave", la Commissione europea dovrebbe avanzare, previa consultazione del paese interessato, una richiesta pubblica di revisione del documento programmatico. Se applicati con rigore, i due regolamenti menzionati saranno uno strumento importante per rafforzare ulteriormente l'efficacia della sorveglianza sui conti pubblici nell'area dell'euro.

2) Cfr. anche il riquadro *I due regolamenti per rafforzare la governance economica nell'area dell'euro* nel numero di aprile 2013 di questo Bollettino.

Riquadro 11

ATTUAZIONE DELLA PROCEDURA PER I DISAVANZI ECCESSIVI AI SENSI DEL PATTO DI STABILITÀ E CRESCITA RAFFORZATO NEI PAESI DELL'AREA DELL'EURO

Negli ultimi due anni il Patto di stabilità e crescita (PSC) è stato rafforzato in modo sostanziale dalle riforme sulla *governance* europea, che comprendono il pacchetto di sei atti legislativi (*six-pack*), quello di due regolamenti (*two-pack*) e il patto di bilancio (*fiscal compact*)¹⁾. L'obiettivo principale di questo processo è consolidare la disciplina di bilancio e ripristinare la sostenibilità delle finanze pubbliche, soprattutto nei paesi dell'area dell'euro²⁾. Il fulcro del meccanismo correttivo del PSC rimane la procedura per i disavanzi eccessivi (PDE), il cui scopo è evitare e correggere disavanzi superiori al 3 per cento del PIL e rapporti debito/PIL superiori al 60 per cento. Questo riquadro presenta alcuni aspetti importanti dell'attuazione della PDE ai sensi del Patto di stabilità e crescita rafforzato nei paesi dell'area dell'euro e illustra alcuni insegnamenti alla luce delle recenti esperienze del Semestre europeo del 2013.

La fissazione delle scadenze e la definizione dello sforzo di risanamento per la correzione dei disavanzi eccessivi

Il meccanismo correttivo del Patto di stabilità e crescita precisa che nei confronti di uno Stato membro viene avviata una PDE se il disavanzo pubblico è superiore al 3 per cento del PIL e il superamento del valore di riferimento non possa essere considerato né temporaneo né eccezionale. In base al *six-pack*, in determinati frangenti una PDE è inoltre avviata in caso di inosservanza del criterio relativo al debito, anche se il disavanzo rimane inferiore al valore di riferimento. Il disavanzo eccessivo deve essere corretto l'anno seguente alla sua constatazione (ossia in genere due anni dopo la sua prima occorrenza), salvo circostanze particolari. Lo sforzo di risanamento dei conti pubblici obbligatorio in vigore di una PDE dovrà essere quanto meno pari, come parametro di riferimento, allo 0,5 per cento del PIL in termini di miglioramento del saldo strutturale.

1) Cfr. gli articoli *La riforma della governance economica nell'area dell'euro: elementi essenziali* e *Un patto di bilancio per un'Unione economica e monetaria rafforzata* nei numeri rispettivamente di marzo 2011 e maggio 2012 di questo Bollettino, nonché il riquadro *I due regolamenti per rafforzare la governance economica nell'area dell'euro* nel numero di aprile 2013 sempre di questo Bollettino.

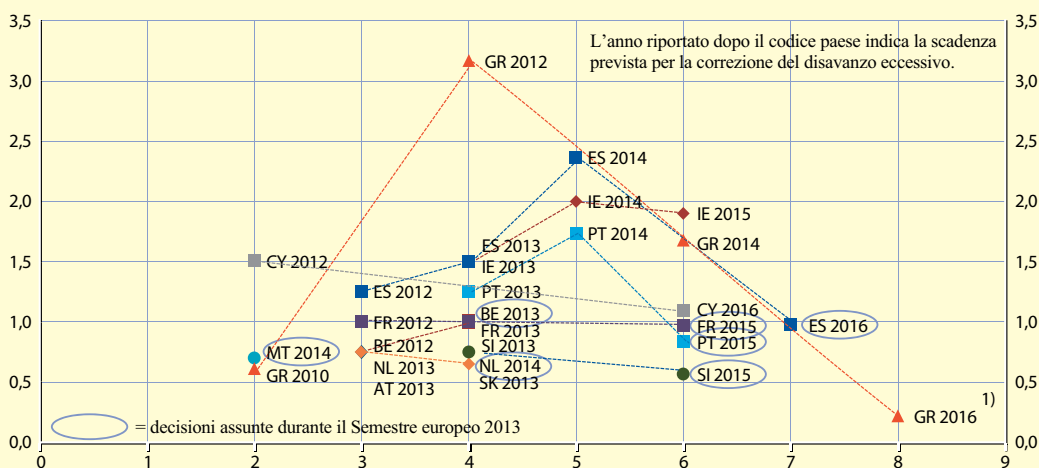
2) Per un'analisi dell'importanza di politiche di bilancio solide per una politica monetaria orientata alla stabilità, cfr. l'articolo *Interazioni fra la politica monetaria e le politiche di bilancio in un'unione monetaria* nel numero di luglio 2012 di questo Bollettino.

Anni necessari per la correzione del disavanzo eccessivo e risanamento strutturale medio annuo richiesto dalle singole raccomandazioni formulate in diverse epoche delle PDE in corso

(percentuali del PIL)

asse delle ascisse: numero di anni necessari per la correzione del disavanzo eccessivo

asse delle ordinate: risanamento strutturale richiesto in media d'anno da ciascuna raccomandazione formulata nell'ambito delle PDE



1) Il punto "GR 2016" riflette il miglioramento del disavanzo pubblico corretto per il ciclo in rapporto al PIL, come precisa la raccomandazione del 2012 formulata alla Grecia nell'ambito della PDE.

Nota: la figura mostra, ad esempio, che la raccomandazione "BE 2012" relativa alla PDE del Belgio prevedeva un risanamento strutturale dello 0,75 per cento del PIL l'anno e una correzione del disavanzo eccessivo in tre anni (2010-2012). La scadenza è stata successivamente prorogata di un anno (al 2013) e il risanamento strutturale richiesto per tale anno supplementare è stato elevato all'1 per cento.

Fonte: BCE.

Nel contesto della crisi finanziaria, sono stati riscontrati disavanzi eccessivi in tutti i paesi dell'area dell'euro ad eccezione di Lussemburgo ed Estonia. Le PDE sono state avviate per la maggior parte nel 2009 e nel 2010. Ad eccezione di Grecia e Finlandia, la scadenza iniziale per la correzione del disavanzo eccessivo non è stata fissata all'anno successivo alla sua constatazione come prevede il PSC bensì, in alcuni casi, molto più tardi. La Commissione ha accertato la presenza di circostanze particolari, che giustificavano la deviazione dalla norma del PSC sulla base del marcato impatto al rialzo esercitato sul disavanzo dalla crisi finanziaria e dell'esigenza di realizzare interventi coordinati di stimolo fiscale nel contesto del piano europeo di ripresa economica.

Il tempo accordato ai singoli paesi per la correzione del disavanzo eccessivo variava considerevolmente da un paese all'altro, così come lo sforzo di risanamento richiesto. La Grecia avrebbe dovuto correggere il disavanzo eccessivo l'anno successivo alla sua constatazione (2010), mentre ad Austria, Spagna, Francia, Belgio e Paesi Bassi sono stati concessi tre anni di tempo per il necessario risanamento dei conti pubblici e a Slovenia, Slovacchia, Portogallo e Irlanda quattro anni (cfr. figura). Sebbene i paesi in cui l'esigenza di risanamento era maggiore abbiano ottenuto tendenzialmente scadenze a più lungo termine per la correzione, lo sforzo di bilancio richiesto non sembra aver seguito una chiara regola. Va riconosciuto, a tale riguardo, che il PSC (anche nella versione del 2011) offre scarse indicazioni sulla definizione dello sforzo di risanamento e sulla fissazione delle scadenze in caso di deviazione dalla regola dell'"anno successivo alla constatazione". La crisi ha rivelato che i disavanzi possono raggiungere livelli notevolmente superiori al valore di riferimento del 3 per cento del PIL. In tale evenienza, lo sforzo di risa-

namento minimo richiesto dal PSC è chiaramente insufficiente ad assicurare la correzione dei disavanzi eccessivi in un arco temporale abbastanza breve. In prospettiva, ai fini dell'attuazione del PSC sarebbe utile specificare meglio la metodologia da adottare nella definizione degli sforzi di aggiustamento e nella fissazione delle scadenze; in modo da assicurare anche una maggiore coerenza tra paesi nell'applicazione delle regole.

Valutazione del seguito effettivo e proroga delle scadenze

Nonostante le scadenze iniziali delle PDE si estendessero (talvolta molto) oltre la regola dell'anno successivo alla constatazione del disavanzo eccessivo, vari Stati membri non sono ugualmente riusciti a centrare, di larga misura, gli obiettivi nominali. Dalla riforma del 2005³⁾ il PSC consente una revisione della raccomandazione e una proroga della scadenza iniziale per la correzione del disavanzo eccessivo, purché siano soddisfatte due condizioni. In primo luogo, le amministrazioni pubbliche devono aver dato "seguito effettivo" alle raccomandazioni emanate nell'ambito della PDE per correggere il disavanzo e, in secondo luogo, devono essersi verificati "eventi economici sfavorevoli impreveduti con importanti conseguenze negative per le finanze pubbliche" rispetto alle previsioni economiche sottostanti alla raccomandazione iniziale del Consiglio⁴⁾. Il meccanismo correttivo del PSC prevede che, di norma, la scadenza sia differita di un anno.

Il seguito effettivo è valutato dalla Commissione e dal Consiglio incentrandosi sul miglioramento del saldo strutturale, dato dalla correzione del saldo complessivo per gli effetti congiunturali, le misure *una tantum* e altri interventi temporanei. Se il miglioramento del saldo strutturale è nettamente inferiore al risanamento richiesto dalla raccomandazione formulata nell'ambito della PDE, il Patto di stabilità e crescita prevede una "analisi approfondita di tale carenza"⁵⁾. Recentemente, la Commissione ha presentato una metodologia in tre fasi per la conduzione dell'analisi sul seguito effettivo ai sensi del PSC, metodologia che è stata applicata per la prima volta nel Semestre europeo del 2013⁶⁾.

In un primo momento la variazione osservata nel saldo strutturale è valutata a fronte del miglioramento richiesto nella raccomandazione della PDE. Successivamente, il miglioramento strutturale rilevato è corretto per le revisioni del prodotto potenziale, le entrate superiori o inferiori alle attese rispetto al momento in cui è stata formulata la raccomandazione e gli effetti di altri eventi impreveduti, quali calamità naturali o revisioni statistiche. In una terza fase, per determinare lo sforzo di risanamento si applica un'analisi dal basso verso l'alto (*bottom-up*), basata sull'impatto che le misure discrezionali adottate dalle amministrazioni pubbliche hanno esercitato sui conti pubblici. Solo se anche l'analisi *bottom-up* dimostra che lo sforzo di risanamento è stato insufficiente rispetto ai requisiti della raccomandazione della PDE viene accertato un seguito non effettivo e la procedura può passare allo stadio successivo.

L'approccio in tre fasi per la valutazione del seguito effettivo nell'ambito della PDE solleva varie questioni. Innanzitutto, secondo tale metodologia può accadere che più volte si decida che gli Stati membri abbiano dato un seguito effettivo alle raccomandazioni, sebbene i disavanzi nominali persistano su livelli decisamente superiori al valore di riferimento e mostrino scarsa

3) Cfr. l'articolo *La riforma del Patto di stabilità e crescita* nel numero di agosto 2005 di questo Bollettino.

4) Cfr. l'articolo 3, paragrafo 5 del Regolamento (UE) n. 1467/97.

5) Cfr. Commissione europea, *Specifiche sull'attuazione del Patto di stabilità e crescita e linee direttrici sulla presentazione e sul contenuto dei programmi di stabilità e di convergenza*, 3 settembre 2012.

6) Per un approfondimento, cfr. Commissione europea, "Vade mecum on the Stability and Growth Pact", *Occasional Papers* 151, maggio 2013, pag. 65 e segg.

tendenza a convergere verso di esso. Di conseguenza, i rapporti tra debito pubblico e PIL possono continuare a crescere. In secondo luogo, l'approccio non è del tutto trasparente, poiché non tutti i calcoli e i dati sottostanti sono resi pubblici. Inoltre, vi è il rischio che l'approccio non sia applicato in maniera pienamente simmetrica, con la conseguente introduzione di una tendenza all'accumulo di disavanzo. Soprattutto in periodi di congiuntura sfavorevole è probabile che la correzione dei saldi strutturali per le entrate inferiori alle attese e per le revisioni al ribasso della crescita potenziale minimizzi l'esigenza di risanamento dei conti pubblici. Vi è il rischio che l'indebolimento del percorso di aggiustamento in tali fasi del ciclo economico non sia seguito da un analogo rafforzamento nei periodi di congiuntura favorevole. È questo un importante insegnamento dell'applicazione indulgente del PSC dopo la riforma del 2005 e prima della crisi. In quarto luogo, le revisioni al ribasso della crescita potenziale richiedono in realtà (in un'ottica di sostenibilità delle finanze pubbliche) un maggiore risanamento di bilancio nel medio termine, aspetto che sembra essere ignorato dall'approccio in esame. In quinto luogo, in particolare l'analisi *bottom-up* (che finora non poggia su una metodologia comunemente accettata) non sembra essere sufficientemente robusta per assicurare una valutazione attendibile dello sforzo di aggiustamento. A tale riguardo, non è ancora chiaro, ad esempio, in che modo le stime dei governi relative alle misure discrezionali in materia di imposte e spese possano e debbano essere convalidate né come limitare l'incentivo delle amministrazioni pubbliche a gonfiare l'impegno profuso. Occorrerebbe assicurare un'accurata distinzione tra la quota di misure discrezionali che riflettono miglioramenti del saldo strutturale e la quota che è appena necessaria a compensare il peggioramento del saldo di bilancio derivante, ad esempio, dagli aumenti di spesa insiti nelle politiche esistenti. Una semplice somma degli effetti esercitati dalle misure discrezionali sulle finanze pubbliche potrebbe sovrastimare lo sforzo di risanamento. Occorre inoltre tener conto dell'eventuale interazione tra misure diverse. Infine, non è ancora chiaro come si possa assicurare un'applicazione coerente dell'approccio *bottom-up* nei vari paesi.

Nel complesso, è importante che il concetto di "seguito effettivo" sia interpretato in modo da assicurare la correzione tempestiva dei disavanzi eccessivi e non venga impiegato come strumento per minare gli intenti delle regole di bilancio rafforzate della UE di ripristinare e garantire la sostenibilità delle finanze pubbliche.

Decisioni assunte durante il Semestre europeo del 2013

Durante il Semestre europeo del 2013 il Consiglio ha revocato la PDE per l'Italia. Ciò nonostante, la maggior parte delle PDE avviate nel contesto della crisi finanziaria e dei conti pubblici sono ancora in corso. Attualmente 12 paesi dell'area dell'euro su 17 sono sottoposti a una PDE (cfr. la figura).

Sulla base della valutazione della Commissione (che ha seguito l'approccio in tre fasi), tutti i paesi al momento soggetti a PDE hanno dato seguito effettivo alle raccomandazioni (eccettuato il Belgio⁷⁾). La Francia, ad esempio, non ha compiuto lo sforzo di risanamento richiesto secondo le prime due fasi della procedura, ma si è riconosciuto che aveva dato seguito effettivo alle raccomandazioni sulla base della valutazione *bottom-up* delle misure discrezionali attuate⁸⁾.

7) Il quadro di riferimento rafforzato prevede, in base al regolamento (UE) n. 1173/2011, che in tali circostanze la Commissione raccomandi sanzioni entro venti giorni dalla decisione del Consiglio che uno Stato membro non ha intrapreso misure efficaci ai sensi dell'articolo 126, paragrafo 8, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea.

8) Cfr. il documento di lavoro predisposto dalla Commissione sulla Francia, disponibile all'indirizzo: http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/30_edps/other_documents/2013-05-29_fr_126-7_commission_-_swd_en.pdf.



Come già analizzato, se è stato dato seguito effettivo alle raccomandazioni e si sono verificati eventi economici sfavorevoli imprevisti, i regolamenti del PSC prevedono la possibilità di una proroga della scadenza per la correzione del disavanzo eccessivo per “un anno, di norma”⁹⁾. Tuttavia, sono state accordate proroghe di un anno solo a Paesi Bassi e Portogallo (nel secondo caso in aggiunta a quella di un anno concessa nell’ottobre 2012). A Francia, Slovenia e Spagna sono state accordate proroghe di due anni. Alla luce della disciplina del PSC che indica come norma un anno di proroga, dette dilazioni di due anni delle scadenze previste dalle PDE andrebbero prese in considerazione solo in circostanze eccezionali, come nel caso di eccessivi squilibri macroeconomici o del settore finanziario che abbiano importanti ricadute avverse per le finanze pubbliche. In prospettiva, tali proroghe andrebbero quindi accompagnate da un’intensificazione del monitoraggio affinché il tempo aggiuntivo concesso per la correzione del disavanzo eccessivo sia effettivamente impiegato per realizzare riforme strutturali atte a promuovere la crescita e ridurre gli squilibri.

Le nuove raccomandazioni formulate nell’ambito delle PDE durante il Semestre europeo del 2013 non solo accordano ampie proroghe delle scadenze, ma comportano anche un marcato rallentamento del risanamento dei conti pubblici richiesto. Rispetto alle precedenti raccomandazioni emanate nel quadro delle PDE, esse riducono lo sforzo medio annuo di risanamento strutturale richiesto (come mostra la figura) per tutti i paesi ad eccezione del Belgio. In più casi la riduzione di tale sforzo è cospicua. Per alcuni paesi (in particolare Portogallo e Spagna), persino lo sforzo di risanamento strutturale futuro cumulato è stato ridimensionato secondo le più recenti raccomandazioni delle PDE. Ciò potrebbe accrescere i rischi per la sostenibilità delle finanze pubbliche.

Nel complesso, le esperienze del Semestre europeo del 2013 dimostrano la difficoltà della Commissione europea e del Consiglio di applicare il quadro di riferimento rafforzato per le finanze pubbliche in maniera trasparente e coerente. L’applicazione di quest’ultimo deve essere guidata dal principale obiettivo del quadro per la *governance* delle finanze pubbliche: ripristinare e salvaguardare la sostenibilità dei bilanci. In tale contesto, è indispensabile compiere ulteriori progressi nella precisazione delle metodologie applicate nonché nella rigorosa attuazione delle regole al fine di assicurare in maniera efficace la correzione di politiche di bilancio inopportune e la credibilità del PSC rafforzato.

9) Cfr. l’ articolo 3, paragrafo 5 del Regolamento (UE) n. 1467/97.

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO



INDICE ¹⁾

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

S5

I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

S6

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

S7

1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante procedura d'asta

S8

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

S9

2 MONETA, BANCHE E ALTRE SOCIETÀ FINANZIARIE

2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro

S10

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro

S11

2.3 Statistiche monetarie

S12

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM

S15

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM

S17

2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM

S20

2.7 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM

S21

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

S22

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

S23

2.10 Bilancio aggregato delle società veicolo finanziarie dell'area dell'euro

S24

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

S25

3 CONTI DELL'AREA DELL'EURO

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale

S26

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

S30

3.3 Famiglie

S32

3.4 Società non finanziarie

S33

3.5 Società di assicurazione e fondi pensione

S34

4 MERCATI FINANZIARI

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

S35

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

S36

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

S38

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

S40

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

S42

4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

S44

4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro

S45

4.8 Indici del mercato azionario

S46

5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

S47

5.2 Produzione e domanda

S50

5.3 Mercato del lavoro

S54

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

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

Segni convenzionali nelle tavole

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



TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Andamenti monetari e tassi di 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	1,2	0,58	1,72
2012 3° trim.	4,6	3,2	3,1	-	-0,6	1,0	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	1,5	0,21	1,76
2° trim.	8,1	4,6	2,8	-	-1,1	0,3	0,21	2,14
2013 mar.	7,1	4,2	2,5	2,9	-0,7	0,1	0,21	1,76
apr.	8,7	4,9	3,2	2,9	-0,9	-0,1	0,21	1,55
mag.	8,4	4,7	2,9	2,8	-1,1	0,3	0,20	1,84
giu.	7,5	4,3	2,4	2,5	-1,6	1,1	0,21	2,14
lug.	7,1	4,0	2,2	.	-1,9	.	0,22	1,95
ago.	.	.	.	.	.	.	0,23	2,17

2. Prezzi, produzione, domanda e mercato del lavoro ⁵⁾

	IAPC ⁶⁾	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	PIL (dest.)	Produzione industriale (escluse costruzioni)	Utilizzo della capacità produttiva nell'industria mani- fatturiera (in perc.)	Occupazione (dest.)	Disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro; dest.)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2011	2,7	5,8	2,1	1,5	3,2	80,6	0,3	10,2
2012	2,5	3,0	1,5	-0,6	-2,4	78,6	-0,7	11,4
2012 4° trim.	2,3	2,4	1,3	-1,0	-3,1	77,4	-0,7	11,8
2013 1° trim.	1,9	1,2	1,6	-1,0	-2,3	77,6	-1,0	12,0
2° trim.	1,4	0,0	.	-0,5	-0,5	77,9	.	12,1
2013 mar.	1,7	0,6	-	-	-1,4	-	-	12,1
apr.	1,2	-0,2	-	-	-0,5	77,5	-	12,1
mag.	1,4	-0,2	-	-	-1,3	-	-	12,1
giu.	1,6	0,3	-	-	0,3	-	-	12,1
lug.	1,6	0,2	-	-	.	78,3	-	12,1
ago.	1,3	.	-	-	.	-	-	.

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)	
2011	26,0	6,8	133,9	667,1	-13,9	121,3	103,4	100,6	1,3920
2012	137,5	98,9	26,3	689,4	-13,1	126,0	97,9	95,5	1,2848
2012 3° trim.	44,9	30,3	-19,7	733,8	-11,9	126,0	95,9	93,7	1,2502
4° trim.	72,5	36,2	44,9	689,4	-13,1	126,0	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.	56,4	52,2	52,3	564,3	.	.	100,9	98,2	1,3062
2013 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.	11,6	17,3	39,5	621,4	-	-	100,6	98,0	1,2982
giu.	26,9	18,6	18,1	564,3	-	-	101,6	98,9	1,3189
lug.	.	.	.	588,7	-	-	101,5	98,9	1,3080
ago.	.	.	.	.	-	-	102,2	99,5	1,3310

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

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

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Le variazioni percentuali sul periodo corrispondente sono calcolate su dati di fine periodo per i dati mensili, su medie nel periodo per i dati trimestrali e annuali. Cfr. le Note tecniche per i dettagli.
- 3) M3 e le sue componenti non comprendono le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e le obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute da non residenti nell'area dell'euro.
- 4) Basati sulle curve dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro con rating AAA. Cfr. la sezione 4.7 per i dettagli.
- 5) I dati si riferiscono agli Euro 17, salvo diversa indicazione.
- 6) Per una definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali.



STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

I.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

1. Attività

	2 agosto 2013	9 agosto 2013	16 agosto 2013	23 agosto 2013	30 agosto 2013
Oro e crediti in oro	319.968	319.968	319.968	319.968	319.969
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	247.320	250.097	250.113	250.429	249.648
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	25.825	24.230	22.691	22.806	23.960
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	21.660	20.846	21.876	22.275	22.304
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	804.920	793.600	790.931	790.349	790.549
Operazioni di rifinanziamento principali	109.163	99.413	97.561	97.729	97.126
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	695.734	693.974	693.258	692.604	693.292
Operazioni temporanee di <i>fine tuning</i>	0	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	19	212	111	15	131
Crediti connessi a scarti di garanzia	3	0	0	0	0
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	86.813	84.322	82.123	80.848	79.674
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	600.712	602.661	603.863	602.535	603.118
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	252.499	252.499	252.499	250.597	250.139
Altri titoli	348.213	350.162	351.364	351.938	352.979
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	28.356	28.356	28.356	28.356	28.356
Altre attività	255.517	255.242	248.601	243.266	243.062
Attività totali	2.391.090	2.379.322	2.368.521	2.360.832	2.360.639

2. Passività

	2 agosto 2013	9 agosto 2013	16 agosto 2013	23 agosto 2013	30 agosto 2013
Banconote in circolazione	922.288	922.944	924.226	918.346	919.379
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	555.384	553.550	555.261	535.929	533.479
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	272.329	284.035	281.539	256.148	272.260
Depositi <i>overnight</i>	87.348	76.997	81.202	87.224	70.569
Depositi a tempo determinato	195.500	192.500	192.500	192.500	190.500
Operazioni temporanee di <i>fine tuning</i>	0	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	208	17	20	56	149
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	6.519	6.431	6.476	6.139	5.565
Certificati di debito	0	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	99.748	91.206	81.443	109.457	108.765
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	135.923	135.755	136.797	131.783	135.006
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	1.387	1.895	1.422	1.590	1.840
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	4.761	5.156	5.797	5.870	5.762
Contropartite dei DSP dell'FMI	54.240	54.240	54.240	54.240	54.240
Altre passività	235.742	233.047	227.759	222.378	221.504
Rivalutazioni	284.680	284.680	284.680	284.680	284.680
Capitale e riserve	90.418	90.419	90.419	90.419	90.419
Passività totali	2.391.090	2.379.322	2.368.521	2.360.832	2.360.639

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

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

	Con effetto dal ¹⁾	Depositi <i>overnight</i> presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento principali			Operazioni di rifinanziamento marginale		
				Aste a tasso fisso		Aste a tasso variabile	Variazione	Livello	Variazione
				Tasso fisso		Tasso minimo di offerta			
				Livello 1	Variazione 2	Livello 3	Livello 4	Variazione 5	Livello 6	Variazione 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.

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

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

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)
				Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile			
				Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	8	9
Operazioni di rifinanziamento principali								
2013 29 mag.	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
7 ago.	99.413	73	99.413	0,50	-	-	-	7
14	97.561	71	97.561	0,50	-	-	-	7
21	97.729	64	97.729	0,50	-	-	-	7
28	97.126	63	97.126	0,50	-	-	-	7
4 set.	95.621	66	95.621	0,50	-	-	-	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine ⁵⁾								
2013 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	5.830	36	5.830	0,50	-	-	-	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
7	3.910	24	3.910	0,50	-	-	-	35
29 ⁶⁾	6.823	38	6.823	.	-	-	-	91

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile					Durata della operazione (giorni)
					Aste a tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso massimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2013 29 mag.	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
7 ago.	Raccolta di depositi a tempo determinato	269.313	123	192.500	-	-	0,50	0,13	0,11	7
14	Raccolta di depositi a tempo determinato	259.301	126	192.500	-	-	0,50	0,12	0,10	7
21	Raccolta di depositi a tempo determinato	283.979	123	192.500	-	-	0,50	0,11	0,10	7
28	Raccolta di depositi a tempo determinato	287.539	123	190.500	-	-	0,50	0,13	0,11	7
4 set.	Raccolta di depositi a tempo determinato	314.840	133	190.500	-	-	0,50	0,10	0,09	7

Fonte: BCE.

- Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della sezione 1.1 per effetto di operazioni aggiudicate ma non regolate.
- Con effetto a partire da aprile 2002, le operazioni di *split tender*, ovvero quelle operazioni aventi scadenza a una settimana ed effettuate mediante procedure d'asta standard parallelamente a una operazione di rifinanziamento principale, vengono classificate come operazioni di rifinanziamento principale.
- L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti. L'8 ottobre 2008 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali sarebbero state condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Il 4 marzo 2010 la BCE ha deciso di tornare a utilizzare la procedura d'asta a tasso variabile nelle operazioni regolari di finanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi a partire dall'operazione aggiudicata il 28 aprile 2010 e regolata il giorno successivo.
- Nelle operazioni di creazione (assorbimento) di liquidità, il tasso marginale si riferisce al tasso più basso (più alto) al quale le richieste sono state accettate.
- Per le operazioni regolate il 22 dicembre 2011 e il 1° marzo 2012, a distanza di un anno le controparti hanno l'opzione di rimborsare una quota qualsiasi della liquidità loro assegnata nell'operazione, purché ciò avvenga nel giorno di regolamento di una operazione di rifinanziamento principale.
- 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 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	
giu.	18.540,3	9.948,3	593,5	2.531,5	1.426,0	4.041,1	

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 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	269,6	165,1	0,0	0,50
10 set.	104,9	.	.	.	.

3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema											
	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 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
6 ago.	532,3	104,5	698,6	0,2	255,0	82,6	195,5	917,6	97,1	28,2	269,6	1.269,8

Fonte: BCE.

- È applicato un coefficiente dell'1 per cento a partire dal periodo di mantenimento che comincia il 18 gennaio 2012. Un coefficiente del 2 per cento è applicato a tutti i periodi di mantenimento precedenti.
- 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.
- L'aggregato include la liquidità assorbita come risultato delle operazioni di *swap* in valuta dell'Eurosistema. Per ulteriori dettagli, cfr. <http://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/index.en.html>.



MONETA, BANCHE E ALTRE SOCIETÀ FINANZIARIE

2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro ¹⁾

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività ³⁾
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2011	4.700,4	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.	4.399,4	2.572,6	15,1	1,2	2.556,3	741,7	588,8	25,3	127,5	-	23,6	665,0	8,3	388,4
2013 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.	4.399,4	2.572,6	15,1	1,2	2.556,3	741,7	588,8	25,3	127,5	-	23,6	665,0	8,3	388,4
lug. ^(p)	4.364,2	2.508,6	15,0	1,2	2.492,4	737,8	586,7	25,9	125,2	-	23,9	693,9	8,3	391,6
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	32.700,4	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	4.250,0
2013 1° trim.	32.761,3	17.781,1	1.124,3	11.045,8	5.611,1	4.936,5	1.704,1	1.407,5	1.825,0	64,0	1.234,1	4.051,4	210,1	4.484,1
2° trim.	32.005,8	17.532,3	1.101,8	10.981,2	5.449,3	4.956,6	1.785,2	1.406,6	1.764,8	50,9	1.246,3	4.000,5	209,5	4.009,6
2013 apr.	32.913,0	17.745,4	1.135,1	11.012,1	5.598,1	4.952,0	1.720,4	1.414,3	1.817,3	56,5	1.260,1	4.075,7	210,0	4.613,4
mag.	32.479,9	17.587,0	1.109,4	10.993,0	5.484,5	4.983,1	1.766,4	1.421,1	1.795,6	59,2	1.269,2	4.073,9	208,9	4.298,7
giu.	32.005,8	17.532,3	1.101,8	10.981,2	5.449,3	4.956,6	1.785,2	1.406,6	1.764,8	50,9	1.246,3	4.000,5	209,5	4.009,6
lug. ^(p)	31.677,7	17.428,2	1.105,3	10.897,6	5.425,3	4.911,9	1.752,6	1.406,3	1.753,0	52,1	1.249,7	3.929,3	210,1	3.896,5

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.	4.399,4	936,8	2.350,7	107,9	45,7	2.197,1	-	0,0	421,4	241,3	449,3
2013 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.	4.399,4	936,8	2.350,7	107,9	45,7	2.197,1	-	0,0	421,4	241,3	449,3
lug. ^(p)	4.364,2	944,3	2.281,6	114,7	50,6	2.116,3	-	0,0	449,5	232,9	455,8
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	32.700,4	-	17.204,1	170,8	10.871,5	6.161,9	534,7	4.849,2	2.345,7	3.489,6	4.277,0
2013 1° trim.	32.761,3	-	17.120,4	209,0	11.018,2	5.893,3	523,6	4.733,2	2.349,8	3.525,1	4.509,1
2° trim.	32.005,8	-	17.076,4	236,7	11.086,3	5.753,5	485,3	4.590,9	2.394,2	3.402,2	4.056,7
2013 apr.	32.913,0	-	17.102,9	180,0	11.008,6	5.914,4	515,5	4.695,2	2.360,0	3.562,5	4.676,8
mag.	32.479,9	-	17.062,2	216,8	11.037,8	5.807,5	514,9	4.646,1	2.378,8	3.498,0	4.380,0
giu.	32.005,8	-	17.076,4	236,7	11.086,3	5.753,5	485,3	4.590,9	2.394,2	3.402,2	4.056,7
lug. ^(p)	31.677,7	-	16.952,1	203,9	11.006,4	5.741,9	485,5	4.537,9	2.406,7	3.346,4	3.949,1

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	26.249,7	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	4.570,4
2013 1° trim.	26.567,4	12.188,1	1.141,2	11.046,9	3.726,7	2.294,7	1.432,0	784,7	4.843,2	218,2	4.806,5
2° trim.	25.928,0	12.099,3	1.116,9	10.982,4	3.805,9	2.374,0	1.431,9	792,5	4.665,5	217,7	4.347,1
2013 apr.	26.705,6	12.164,4	1.151,1	11.013,3	3.748,8	2.309,2	1.439,7	815,4	4.820,0	218,2	4.938,8
mag.	26.371,0	12.119,6	1.125,4	10.994,2	3.800,2	2.353,5	1.446,7	810,3	4.797,1	217,1	4.626,8
giu.	25.928,0	12.099,3	1.116,9	10.982,4	3.805,9	2.374,0	1.431,9	792,5	4.665,5	217,7	4.347,1
lug. ^(p)	25.654,2	12.019,0	1.120,3	10.898,7	3.771,4	2.339,2	1.432,2	785,5	4.623,2	218,4	4.236,6
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	86,2	-36,9	-4,7	-32,2	113,0	183,6	-70,5	38,6	-153,2	-14,0	138,6
2013 1° trim.	-73,7	-8,0	-29,6	21,6	98,6	100,1	-1,5	18,4	7,9	-3,5	-187,1
2° trim.	-442,7	-67,3	-23,6	-43,7	80,7	79,9	0,8	8,1	-0,4	-0,3	-463,6
2013 apr.	204,2	-13,9	10,0	-23,9	-1,9	-8,8	7,0	27,0	61,1	0,1	131,8
mag.	-304,2	-41,5	-25,6	-15,9	59,5	52,0	7,4	-5,7	-2,5	-1,0	-313,0
giu.	-342,6	-11,8	-8,0	-3,9	23,1	36,7	-13,6	-13,2	-59,0	0,7	-282,5
lug. ^(p)	-274,9	-73,9	2,3	-76,3	-37,4	-38,3	0,9	-10,9	-41,8	0,7	-111,6

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle amministrazioni centrali	Depositi di altre amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ³⁾	Obbligazioni ⁴⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività ²⁾	Eccesso di passività tra IFM rispetto alle attività
Consistenze										
2011	26.718,7	857,5	259,3	10.764,3	520,4	3.006,1	2.220,8	4.087,7	5.020,5	-17,9
2012	26.249,7	876,8	252,1	10.936,0	467,9	2.853,5	2.397,7	3.788,3	4.729,4	-52,0
2013 1° trim.	26.567,4	867,5	302,4	11.056,2	459,6	2.775,9	2.416,1	3.793,3	4.954,6	-58,3
2° trim.	25.928,0	885,9	344,6	11.132,0	434,4	2.698,6	2.338,2	3.643,5	4.506,0	-55,1
2013 apr.	26.705,6	874,7	251,7	11.075,1	459,1	2.747,8	2.391,8	3.827,4	5.122,2	-44,3
mag.	26.371,0	879,6	314,3	11.095,5	455,6	2.721,8	2.379,5	3.749,8	4.824,9	-50,0
giu.	25.928,0	885,9	344,6	11.132,0	434,4	2.698,6	2.338,2	3.643,5	4.506,0	-55,1
lug. ^(p)	25.654,2	892,8	318,6	11.057,0	433,4	2.659,6	2.368,0	3.579,3	4.405,0	-59,5
Transazioni										
2011	993,1	49,1	-0,8	168,1	-29,0	49,9	141,4	-200,0	860,6	-46,1
2012	86,2	19,5	-5,1	187,3	-18,2	-124,6	155,5	-253,6	147,8	-22,4
2013 1° trim.	-73,7	-9,3	50,3	114,6	7,6	-65,8	25,5	-25,7	-174,4	3,4
2° trim.	-442,7	18,4	42,2	83,7	-24,9	-65,3	54,6	-110,6	-436,7	-4,1
2013 apr.	204,2	7,2	-50,7	24,8	-0,5	-15,0	3,8	63,4	158,6	12,6
mag.	-304,2	4,9	62,6	19,7	-3,4	-26,8	12,2	-77,8	-288,4	-7,1
giu.	-342,6	6,3	30,3	39,2	-21,1	-23,5	38,7	-96,2	-306,8	-9,5
lug. ^(p)	-274,9	6,9	-26,1	-71,0	-1,0	-33,0	-0,6	-37,8	-108,0	-4,3

Fonte: BCE.

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

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

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

1. Aggregati monetari ²⁾ e loro contropartite

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro ³⁾		Attività nette sull'estero ⁴⁾					
	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	-	7.570,9	3.406,1	13.058,2	10.858,9	-	1.038,6				
2013 1° trim.	5.204,1	3.885,8	9.089,8	718,8	9.808,6	-	7.564,0	3.430,6	13.049,9	10.833,2	-	1.062,8				
2° trim.	5.255,9	3.874,7	9.130,6	683,5	9.814,1	-	7.388,4	3.455,3	12.936,2	10.705,3	-	1.011,0				
2013 apr.	5.233,4	3.878,0	9.111,4	710,2	9.821,6	-	7.501,8	3.450,4	13.008,2	10.795,2	-	1.023,7				
mag.	5.283,8	3.862,8	9.146,6	702,0	9.848,6	-	7.477,9	3.466,6	12.988,7	10.758,6	-	1.068,2				
giu.	5.255,9	3.874,7	9.130,6	683,5	9.814,1	-	7.388,4	3.455,3	12.936,2	10.705,3	-	1.011,0				
lug. ⁵⁾	5.304,3	3.866,6	9.170,9	690,7	9.861,6	-	7.374,9	3.448,6	12.881,2	10.651,9	-	1.043,6				
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	-	-117,0	184,5	-102,1	-69,9	-15,9	98,9				
2013 1° trim.	95,3	0,5	95,8	-45,0	50,8	-	-2,2	24,8	13,1	-5,1	0,7	63,9				
2° trim.	56,9	-11,5	45,4	-35,1	10,2	-	-27,6	25,8	-91,5	-107,1	-99,2	86,3				
2013 apr.	32,8	-6,7	26,1	-7,7	18,4	-	-20,3	-3,3	-36,2	-28,3	-28,2	16,0				
mag.	50,9	-15,4	35,5	-9,0	26,5	-	-0,2	23,9	-16,4	-33,4	-27,3	65,0				
giu.	-26,8	10,6	-16,2	-18,4	-34,7	-	-7,1	5,2	-38,9	-45,4	-43,7	5,3				
lug. ⁵⁾	50,0	-6,7	43,3	6,2	49,5	-	-35,9	-11,2	-51,0	-46,0	-37,9	6,8				
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.	7,5	0,1	4,3	-17,0	2,4	2,5	-0,9	2,7	-1,1	-1,6	-1,0	284,9				
2013 apr.	8,7	0,1	4,9	-13,8	3,2	2,9	-1,4	3,5	-0,9	-0,9	-0,5	208,0				
mag.	8,4	-0,1	4,7	-15,6	2,9	2,8	-0,9	3,3	-1,0	-1,1	-0,7	269,5				
giu.	7,5	0,1	4,3	-17,0	2,4	2,5	-0,9	2,7	-1,1	-1,6	-1,0	284,9				
lug. ⁵⁾	7,1	0,0	4,0	-16,6	2,2	.	-0,9	2,2	-1,2	-1,9	-1,4	271,5				

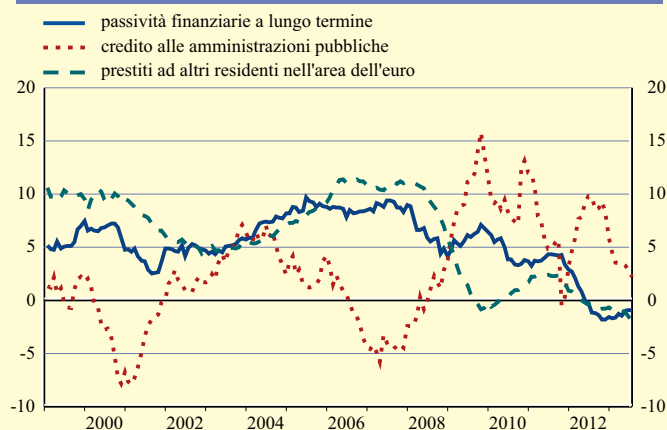
F1 Aggregati monetari ¹⁾

(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⁾

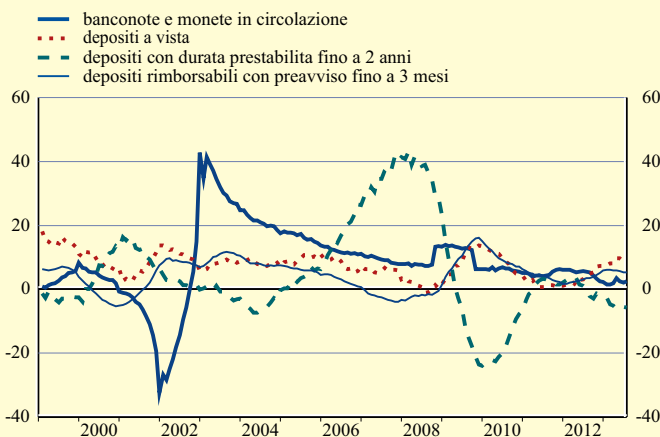
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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	2.382,2
2013 1° trim.	869,1	4.334,9	1.784,3	2.101,5	122,2	458,7	137,9	2.632,1	100,8	2.408,5	2.422,5
2° trim.	879,3	4.376,6	1.751,9	2.122,8	116,9	436,6	130,0	2.561,9	96,6	2.399,4	2.330,5
2013 apr.	880,0	4.353,3	1.767,3	2.110,7	121,7	451,6	136,8	2.598,9	99,5	2.395,5	2.407,9
mag.	879,6	4.404,2	1.744,0	2.118,8	122,3	446,3	133,4	2.580,5	97,6	2.407,2	2.392,5
giu.	879,3	4.376,6	1.751,9	2.122,8	116,9	436,6	130,0	2.561,9	96,6	2.399,4	2.330,5
lug. ^(p)	884,3	4.420,0	1.736,8	2.129,8	121,3	434,0	135,5	2.513,0	95,7	2.403,6	2.362,6
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	154,7
2013 1° trim.	5,1	90,2	-21,5	22,0	-2,8	-7,6	-34,5	-56,7	-5,2	12,3	47,3
2° trim.	10,1	46,8	-32,9	21,4	-5,1	-21,8	-8,2	-58,0	-4,2	-6,1	40,7
2013 apr.	10,9	21,9	-16,0	9,3	-0,3	-6,9	-0,5	-20,8	-1,3	-12,0	13,8
mag.	-0,4	51,4	-23,4	8,0	0,6	-5,3	-4,3	-18,3	-1,9	10,7	9,2
giu.	-0,3	-26,5	6,6	4,0	-5,4	-9,6	-3,4	-18,9	-1,0	-4,8	17,6
lug. ^(p)	5,0	44,9	-14,3	7,6	4,5	-2,5	4,1	-41,6	-1,0	5,0	1,7
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	7,0
2° trim.	2,1	8,7	-5,6	5,4	-9,3	-11,5	-34,9	-4,8	-14,8	-3,2	6,8
2013 apr.	3,4	9,8	-6,1	5,9	-6,8	-8,5	-31,0	-4,6	-13,3	-5,1	6,9
mag.	2,6	9,7	-6,3	5,7	-6,0	-11,3	-32,3	-4,4	-14,4	-3,6	6,7
giu.	2,1	8,7	-5,6	5,4	-9,3	-11,5	-34,9	-4,8	-14,8	-3,2	6,8
lug. ^(p)	2,4	8,1	-5,7	5,3	-6,5	-11,4	-34,9	-6,3	-14,9	-1,0	6,0

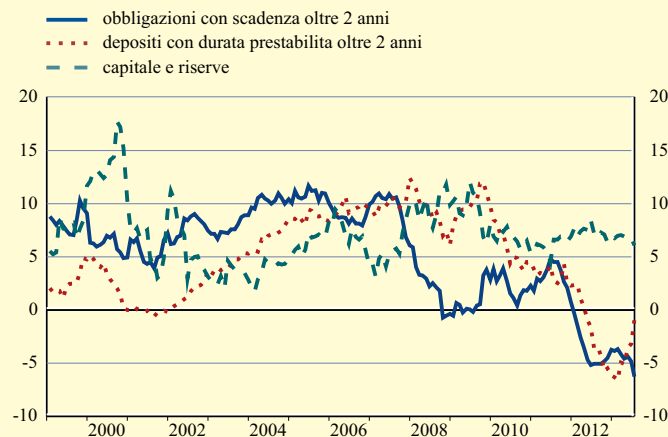
F3 Componenti degli aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

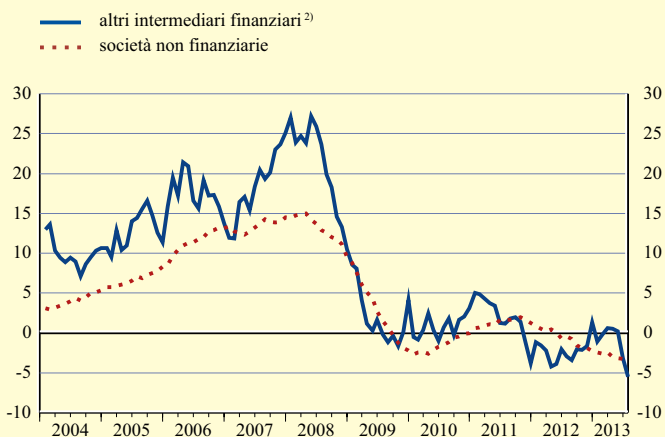
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

3. Prestiti in contropartita di M3

	Società di assicurazione e fondi pensione		Società non finanziarie				Famiglie ³⁾					
	Totale	Altri intermediari finanziari ²⁾	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti		
											Prestiti corretti per cessioni e cartolarizzazioni ⁴⁾	
	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	-	1.137,6	778,5	2.595,5	5.250,5	-	593,2	3.843,1	814,1
2013 2° trim.	93,4	929,3	4.447,9	-	1.111,6	770,0	2.566,3	5.234,7	-	586,5	3.840,0	808,1
2013 apr.	95,4	961,9	4.489,1	-	1.130,1	772,2	2.586,8	5.248,8	-	592,4	3.842,5	813,9
2013 mag.	93,1	955,8	4.468,9	-	1.116,0	774,3	2.578,6	5.240,8	-	591,2	3.838,2	811,5
2013 giu.	93,4	929,3	4.447,9	-	1.111,6	770,0	2.566,3	5.234,7	-	586,5	3.840,0	808,1
2013 lug. ^(p)	95,7	903,5	4.424,0	-	1.094,6	772,0	2.557,4	5.228,7	-	587,7	3.830,8	810,2
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	-61,2	7,1	-51,3	-62,6	25,7	34,3	-17,8	48,2	-4,8
2013 1° trim.	3,6	-3,4	-14,9	-5,4	7,3	-13,6	-8,6	9,7	4,3	-6,7	17,3	-0,9
2013 2° trim.	0,9	-49,4	-47,6	-48,0	-24,7	-5,7	-17,2	-11,0	-2,6	-5,3	-1,3	-4,5
2013 apr.	2,9	-15,0	-17,6	-18,2	-8,3	-4,8	-4,5	1,4	2,1	0,2	0,6	0,6
2013 mag.	-2,3	-5,8	-17,5	-18,0	-13,4	2,1	-6,1	-7,7	-1,2	-1,7	-3,3	-2,7
2013 giu.	0,4	-28,6	-12,5	-11,8	-3,0	-3,0	-6,6	-4,6	-3,5	-3,8	1,4	-2,3
2013 lug. ^(p)	2,3	-24,2	-19,4	-21,1	-15,3	2,8	-6,9	-4,8	4,8	1,7	-9,0	2,5
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
2013 2° trim.	11,3	-3,2	-3,2	-2,3	-1,8	-6,2	-2,9	0,0	0,3	-3,6	0,8	-1,2
2013 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
2013 mag.	12,0	0,3	-3,1	-2,1	-1,4	-6,3	-2,9	0,2	0,3	-3,6	1,0	-1,0
2013 giu.	11,3	-3,2	-3,2	-2,3	-1,8	-6,2	-2,9	0,0	0,3	-3,6	0,8	-1,2
2013 lug. ^(p)	14,4	-5,5	-3,7	-2,8	-4,0	-5,5	-3,0	0,1	0,3	-2,6	0,7	-0,8

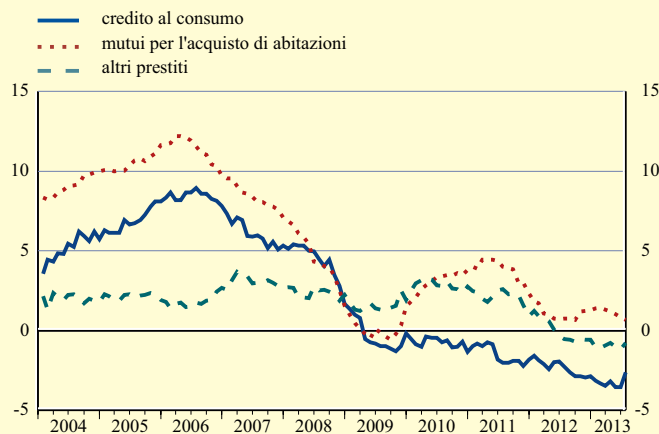
F5 Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie ¹⁾

(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 variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

1. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione				Altri intermediari finanziari				Società non finanziarie				
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
	1	2	3	4	5	6 Pronti contro termine con controparti centrali	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.	94,7	78,7	3,8	12,2	1.188,3	252,6	628,4	218,7	341,2	4.456,8	1.121,1	770,9	2.564,8
2013 mag.	94,8	78,8	3,8	12,1	1.195,9	238,1	629,7	219,4	346,9	4.470,8	1.120,0	776,0	2.574,7
giu.	94,7	78,7	3,8	12,2	1.188,3	252,6	628,4	218,7	341,2	4.456,8	1.121,1	770,9	2.564,8
lug. ^(p)	97,2	81,3	3,6	12,3	1.133,1	223,0	580,1	216,6	336,4	4.434,3	1.100,5	773,0	2.560,7
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	-12,1	16,8	-12,1	-16,8
2° trim.	3,3	3,3	-0,1	0,1	-15,9	17,8	-1,1	-2,9	-12,0	-37,0	-16,1	-5,1	-15,7
2013 mag.	0,3	0,5	-0,2	0,1	3,5	10,2	6,0	-1,4	-1,1	-13,8	-12,0	3,2	-5,0
giu.	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	-9,8	14,5	-1,2	-2,9	-5,7	-5,5	2,6	-3,8	-4,3
lug. ^(p)	2,5	2,6	-0,1	0,1	-53,5	-29,7	-47,6	0,9	-6,8	-18,0	-18,8	2,9	-2,0
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.	11,1	16,7	-29,4	-2,2	3,9	42,7	8,8	-0,7	-1,5	-3,2	-1,8	-6,2	-2,9
2013 mag.	11,9	19,5	-29,8	-8,6	5,2	31,6	9,2	1,8	0,6	-3,1	-1,3	-6,3	-2,9
giu.	11,1	16,7	-29,4	-2,2	3,9	42,7	8,8	-0,7	-1,5	-3,2	-1,8	-6,2	-2,9
lug. ^(p)	14,3	20,2	-26,7	-1,4	-3,3	6,4	-4,6	0,3	-3,2	-3,7	-4,1	-5,5	-3,0

2. Prestiti alle famiglie ³⁾

	Credito al consumo					Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti				
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10 Imprese individuali	11	12	13	14
Consistenze														
2012	5.252,6	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.	5.241,5	589,6	131,0	171,3	287,3	3.838,5	13,7	55,7	3.769,2	813,4	414,0	144,7	78,5	590,2
2013 mag.	5.231,5	590,2	129,3	173,0	287,9	3.831,3	13,6	55,9	3.761,9	810,0	414,5	137,7	79,1	593,2
giu.	5.241,5	589,6	131,0	171,3	287,3	3.838,5	13,7	55,7	3.769,2	813,4	414,0	144,7	78,5	590,2
lug. ^(p)	5.233,0	589,1	129,6	171,8	287,6	3.834,6	12,7	56,1	3.765,8	809,4	413,3	141,9	78,7	588,8
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.	5,9	0,1	1,7	-1,0	-0,6	2,4	0,2	-0,3	2,5	3,5	-2,0	3,7	0,1	-0,3
2013 mag.	-5,9	-1,3	-0,8	0,0	-0,5	-4,0	0,0	-0,1	-3,9	-0,6	-0,3	-2,3	0,1	1,5
giu.	11,5	0,2	1,9	-1,4	-0,3	6,8	0,1	-0,2	6,9	4,5	-0,5	6,6	0,1	-2,2
lug. ^(p)	-7,3	0,1	-1,2	0,3	0,9	-3,7	-0,9	0,4	-3,2	-3,7	-0,7	-2,9	0,2	-0,9
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.	0,0	-3,6	-2,2	-5,0	-3,3	0,8	-0,1	-2,1	0,9	-1,2	-1,7	-1,1	-7,2	-0,3
2013 mag.	0,2	-3,5	-3,4	-4,0	-3,3	1,0	0,0	-2,0	1,1	-1,0	-1,6	-2,1	-7,9	0,2
giu.	0,0	-3,6	-2,2	-5,0	-3,3	0,8	-0,1	-2,1	0,9	-1,2	-1,7	-1,1	-7,2	-0,3
lug. ^(p)	0,1	-2,7	-2,5	-4,2	-1,8	0,7	-7,8	-2,1	0,8	-0,8	-1,5	0,3	-5,5	-0,4

Fonte: BCE.

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

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

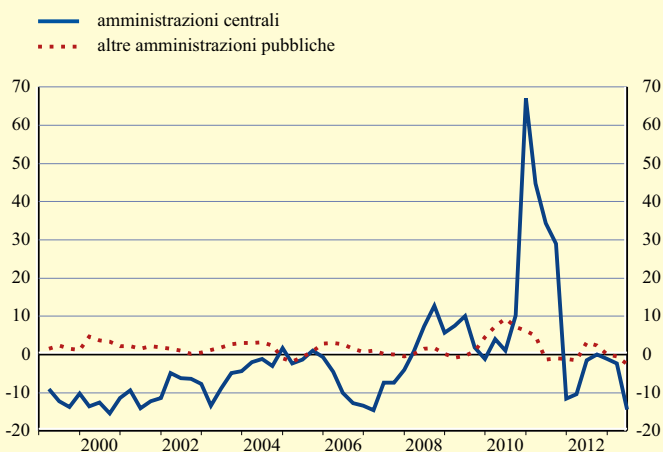
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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 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.	1.124,3	312,4	217,0	568,8	26,0	2.890,1	1.891,3	998,8	60,0	938,8
2° trim. ^(p)	1.101,8	290,3	218,1	565,1	28,0	2.875,9	1.895,0	979,8	58,0	921,8
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	-130,3	-102,3	-28,0	-1,0	-27,0
2012 3° trim.	-7,9	1,8	-9,5	-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	-57,4	-45,9	1,9	-47,8
2013 1° trim.	-29,5	-29,5	-4,5	2,5	1,9	11,2	-26,3	37,5	-1,0	38,6
2° trim. ^(p)	-22,1	-21,8	1,1	-3,7	2,0	17,7	24,7	-8,1	-1,3	-6,8
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	-1,2	-2,2	0,5	11,2	-4,2	-5,0	-2,8	-1,8	-2,9
2012 3° trim.	1,7	0,0	2,8	2,1	6,9	-5,6	-7,1	-2,6	-7,0	-2,3
4° trim.	-0,3	-1,2	-2,2	0,5	11,2	-4,2	-5,0	-2,8	-1,8	-2,9
2013 1° trim.	-1,1	-2,4	-3,5	0,2	8,3	-5,2	-7,2	-1,4	0,1	-1,4
2° trim. ^(p)	-5,9	-14,4	-9,5	-0,1	11,5	-4,2	-5,8	-1,1	3,1	-1,4

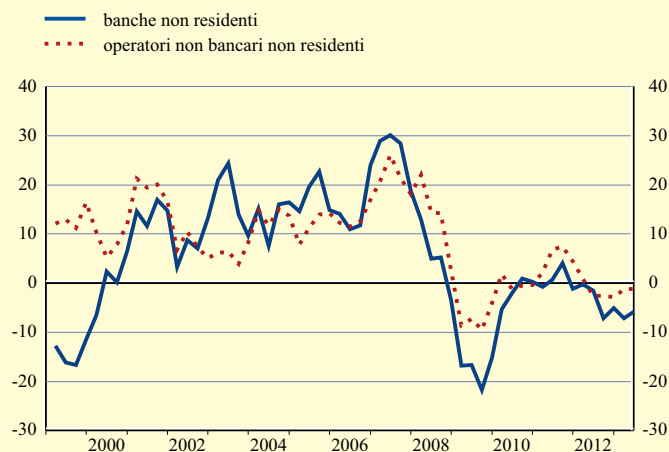
F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche ²⁾

(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)

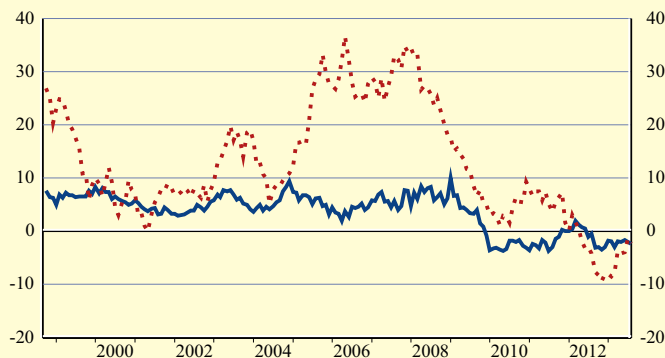
1. Depositi degli intermediari finanziari

	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	11,5	2.109,4	442,2	237,8	1.014,8	15,0	0,2	399,3	314,1
2° trim.	678,8	104,2	79,5	477,9	7,9	0,3	9,0	2.122,4	455,5	230,7	992,8	16,9	0,2	426,3	343,4
2013 apr.	702,7	119,1	83,0	478,7	8,1	0,3	13,6	2.083,5	447,6	231,2	1.003,1	15,8	0,2	385,6	299,8
mag.	696,5	112,6	82,6	481,3	8,3	0,3	11,6	2.085,2	443,9	231,8	996,5	15,4	0,2	397,3	310,2
giu.	678,8	104,2	79,5	477,9	7,9	0,3	9,0	2.122,4	455,5	230,7	992,8	16,9	0,2	426,3	343,4
lug. ^(p)	683,5	109,0	80,4	475,0	8,3	0,3	10,5	2.049,2	435,3	233,1	986,2	17,5	0,2	376,9	287,1
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.	6,9	8,1	1,9	-4,3	1,5	0,1	-0,4	88,8	29,0	0,8	-6,6	1,5	-0,1	64,1	57,3
2° trim.	-18,7	-10,0	-4,3	-2,0	0,0	0,0	-2,5	15,7	14,9	-7,0	-21,2	1,8	0,0	27,2	29,4
2013 apr.	5,3	4,9	-0,4	-1,6	0,2	0,0	2,1	-23,7	6,1	-6,3	-10,7	0,7	0,0	-13,6	-14,2
mag.	-6,3	-6,5	-0,5	2,6	0,1	0,0	-2,0	0,8	-3,3	0,3	-7,6	-0,4	0,0	11,8	10,4
giu.	-17,8	-8,3	-3,4	-3,0	-0,3	0,0	-2,6	38,6	12,1	-1,1	-2,9	1,5	0,0	29,0	33,2
lug. ^(p)	4,9	4,9	1,0	-2,9	0,3	0,0	1,6	-71,5	-19,4	2,5	-5,8	0,6	0,0	-49,3	-56,2
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	-	-40,0	-3,7	5,1	-11,4	-11,5	-9,6	-	17,2	20,3
2° trim.	-1,9	6,6	1,3	-4,4	27,2	-	-8,2	-1,2	12,1	-9,0	-9,1	12,4	-	11,5	16,3
2013 apr.	-2,0	14,0	-3,2	-5,1	62,2	-	-27,7	-4,2	10,7	-14,9	-11,8	-4,0	-	11,3	14,0
mag.	-1,6	10,0	-2,2	-4,2	43,0	-	-13,9	-3,9	7,9	-12,7	-9,8	-0,9	-	6,4	7,4
giu.	-1,9	6,6	1,3	-4,4	27,2	-	-8,2	-1,2	12,1	-9,0	-9,1	12,4	-	11,5	16,3
lug. ^(p)	-2,4	3,9	-0,6	-4,6	26,6	-	5,1	-2,2	4,7	-5,3	-4,8	28,5	-	-2,1	-2,6

F9 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

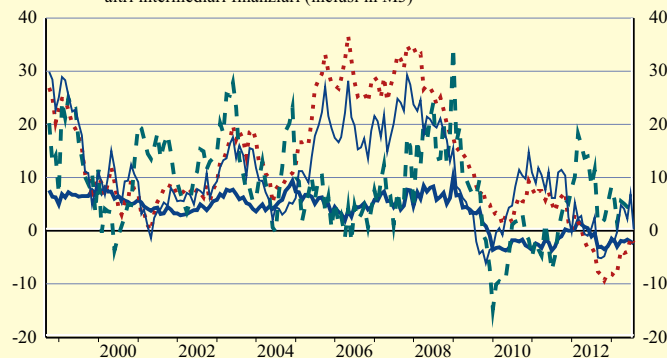
- società di assicurazione e fondi pensione (totale)
- altri intermediari finanziari (totale)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

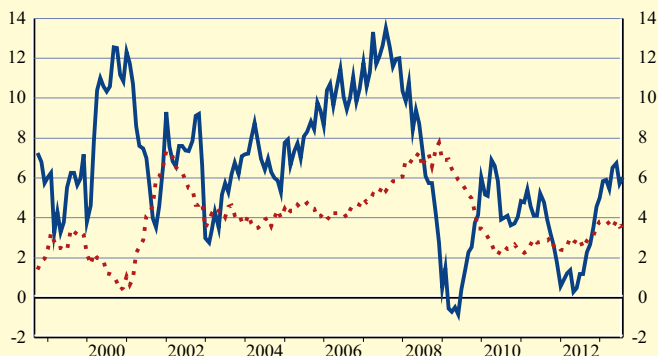
2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie ³⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze														
2011	1.686,9	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	408,3	106,8	85,4	2,0	10,9	6.119,1	2.346,5	979,1	747,8	1.937,3	98,0	10,4
2013 1° trim.	1.753,4	1.128,2	409,7	110,8	91,8	1,7	11,2	6.166,3	2.377,3	966,0	758,1	1.963,5	93,1	8,3
2° trim.	1.764,8	1.154,2	389,7	116,2	92,4	1,7	10,6	6.209,9	2.446,4	928,9	770,3	1.970,0	88,2	6,1
2013 apr.	1.754,2	1.131,7	404,5	112,9	92,2	1,5	11,2	6.176,3	2.395,5	952,0	762,6	1.967,9	91,5	7,0
mag.	1.764,3	1.149,2	392,0	115,6	92,6	1,6	13,2	6.188,0	2.410,0	942,5	768,7	1.970,7	89,4	6,7
giu.	1.764,8	1.154,2	389,7	116,2	92,4	1,7	10,6	6.209,9	2.446,4	928,9	770,3	1.970,0	88,2	6,1
lug. ^(p)	1.763,3	1.148,2	392,3	117,3	93,3	1,9	10,3	6.212,3	2.451,6	916,6	779,2	1.971,0	87,1	6,9
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	224,8	90,4	33,7	21,8	100,7	-9,6	-12,3
2013 1° trim.	-13,5	-25,6	1,6	4,2	6,4	-0,3	0,2	46,6	30,7	-12,5	9,5	26,0	-4,9	-2,1
2° trim.	14,9	28,7	-20,4	6,6	0,6	0,0	-0,5	45,3	69,7	-36,7	12,9	6,6	-4,9	-2,2
2013 apr.	3,4	5,7	-4,8	2,2	0,5	-0,1	0,1	11,0	18,7	-13,7	4,5	4,5	-1,6	-1,3
mag.	10,4	17,5	-12,2	2,7	0,4	0,1	2,0	11,6	14,5	-9,4	6,1	2,8	-2,1	-0,2
giu.	1,0	5,5	-3,4	1,7	-0,2	0,0	-2,6	22,7	36,4	-13,5	2,3	-0,7	-1,2	-0,7
lug. ^(p)	0,0	-5,5	2,9	1,1	1,4	0,2	-0,2	3,1	5,5	-12,0	8,8	1,2	-1,1	0,8
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.	5,5	9,8	-7,5	12,9	16,4	-22,8	-11,8	3,7	6,9	-2,6	2,4	5,2	-11,7	-58,3
2° trim.	5,7	8,8	-5,2	15,9	10,6	-4,2	-12,8	3,5	7,0	-3,9	3,2	4,9	-15,4	-57,7
2013 apr.	6,5	11,0	-6,5	13,3	15,8	-15,5	-12,1	3,5	6,7	-3,4	2,4	5,3	-13,4	-60,2
mag.	6,7	10,8	-6,1	15,4	12,5	-5,5	-3,6	3,8	7,5	-3,4	3,0	5,2	-15,0	-58,3
giu.	5,7	8,8	-5,2	15,9	10,6	-4,2	-12,8	3,5	7,0	-3,9	3,2	4,9	-15,4	-57,7
lug. ^(p)	6,0	8,6	-3,5	13,6	12,9	22,3	-13,3	3,6	7,6	-5,2	4,2	4,6	-16,0	-50,8

F11 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

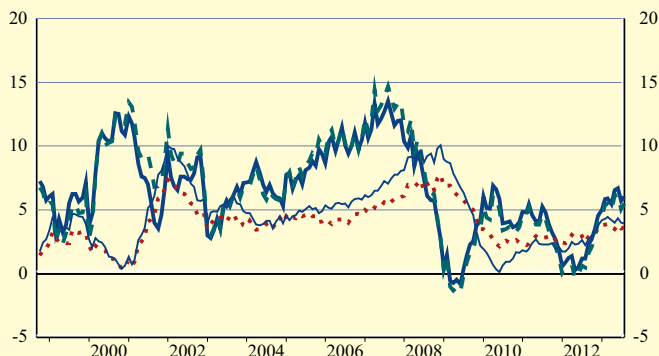
- società non finanziarie (totale)
- famiglie (totale)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



Fonte: BCE.

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

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

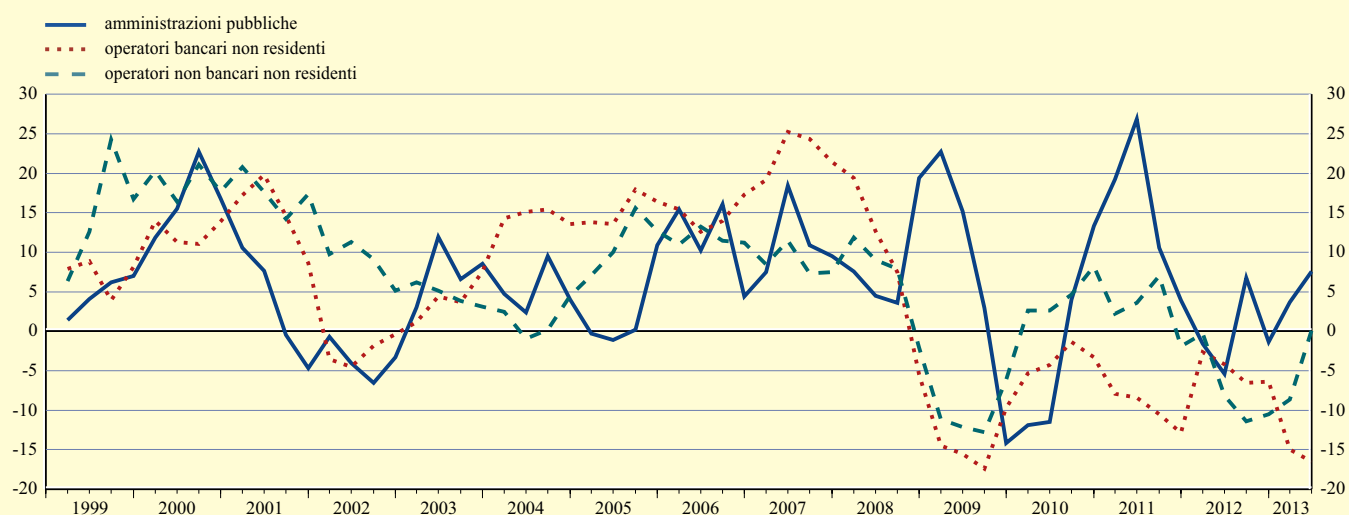
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	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	449,1	170,8	62,8	111,7	103,8	2.892,3	2.013,9	878,3	38,7	839,6
2012 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.	449,1	170,8	62,8	111,7	103,8	2.892,3	2.013,9	878,3	38,7	839,6
2013 1° trim.	500,6	209,0	67,2	111,8	112,6	2.901,9	1.987,0	914,8	36,5	878,3
2° trim. ^(p)	547,1	236,7	70,9	115,2	124,5	2.803,9	1.870,6	933,3	34,4	899,0
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 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.	50,5	38,3	4,1	0,1	8,0	-2,3	-32,8	30,6	-2,0	32,6
2° trim. ^(p)	46,6	27,6	3,8	3,3	11,8	-70,3	-99,4	29,1	-1,7	30,8
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 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.	3,6	9,7	-12,3	-1,5	13,0	-13,0	-15,0	-8,6	-33,1	-7,2
2° trim. ^(p)	7,5	23,7	-28,2	2,6	16,7	-11,7	-16,5	0,1	-14,6	0,8

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.

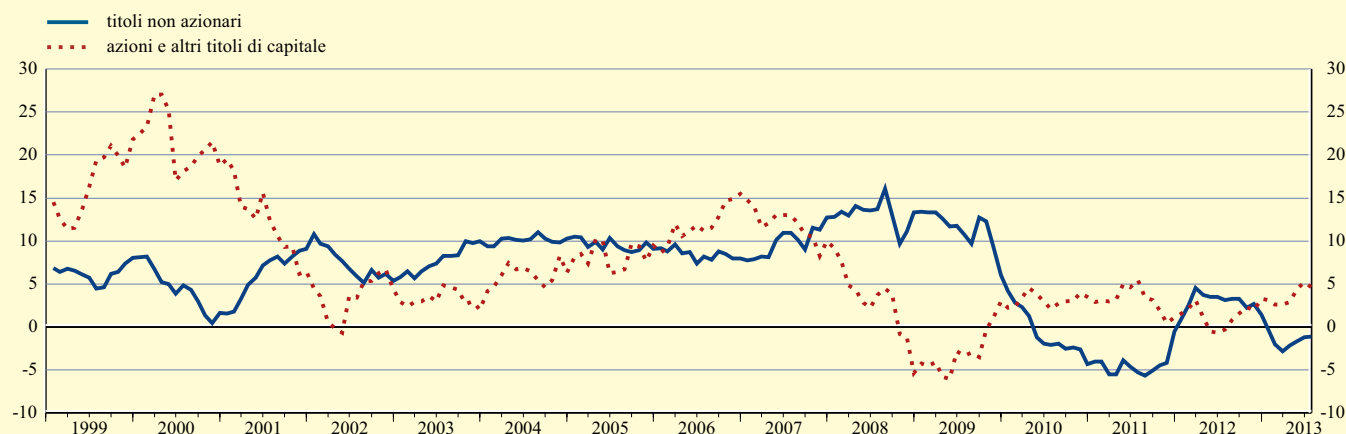
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ^{1), 2)}

(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.	5.784,0	1.704,1	120,8	1.672,4	31,7	1.380,4	27,1	847,5	1.544,0	464,8	769,3	309,9
2° trim.	5.769,8	1.649,3	115,5	1.755,9	29,3	1.379,9	26,6	813,3	1.554,7	468,9	777,4	308,4
2013 apr.	5.785,6	1.700,2	117,0	1.689,5	30,9	1.385,8	28,6	833,6	1.570,7	460,4	799,7	310,6
mag.	5.818,1	1.680,3	115,2	1.735,9	30,5	1.392,6	28,5	834,9	1.583,5	474,7	794,5	314,3
giu.	5.769,8	1.649,3	115,5	1.755,9	29,3	1.379,9	26,6	813,3	1.554,7	468,9	777,4	308,4
lug. ^(p)	5.714,0	1.637,6	115,4	1.723,9	28,7	1.378,9	27,4	802,1	1.560,8	479,7	770,1	311,1
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	38,0	5,3
2013 1° trim.	7,8	-59,2	17,8	78,8	-1,4	-18,9	3,4	-12,7	21,6	-9,9	18,0	13,6
2° trim.	5,2	-49,1	-6,5	83,7	-1,7	0,0	0,0	-21,0	18,2	9,6	8,2	0,4
2013 apr.	-10,1	-5,7	-2,8	-0,1	-0,4	4,5	1,7	-7,4	24,5	-3,0	26,9	0,5
mag.	42,5	-18,9	-1,0	52,2	-0,2	7,3	-0,1	3,1	13,7	15,3	-5,6	4,0
giu.	-27,1	-24,5	-2,8	31,5	-1,1	-11,8	-1,7	-16,7	-19,9	-2,6	-13,1	-4,2
lug. ^(p)	-50,5	-12,2	1,8	-34,5	-0,2	-0,8	1,1	-5,8	0,8	10,0	-10,9	1,7
Variazioni percentuali												
2011	-0,5	2,7	7,7	-0,2	33,7	-1,6	-0,8	-6,2	1,1	13,8	-4,1	-3,8
2012	1,5	-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	-6,2	4,8	-9,3	2,6	-3,3	5,0	6,5
2° trim.	-1,2	-7,6	18,3	10,4	-8,8	-3,6	7,3	-7,4	5,3	-1,4	8,0	9,7
2013 apr.	-2,1	-6,6	18,9	8,5	-6,8	-5,7	18,0	-7,6	2,9	-4,0	5,7	7,1
mag.	-1,6	-7,1	18,3	9,7	-6,1	-5,2	18,9	-6,9	4,4	-1,2	6,4	8,8
giu.	-1,2	-7,6	18,3	10,4	-8,8	-3,6	7,3	-7,4	5,3	-1,4	8,0	9,7
lug. ^(p)	-1,1	-9,4	20,1	9,5	-13,3	-0,3	13,9	-6,5	4,6	0,4	5,7	9,1

FI4 Disponibilità in titoli delle IFM ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

2.7 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM ^{1), 2)}
(percentuali sul totale; consistenze in miliardi di euro; dati di fine periodo)

1. Prestiti, titoli diversi da azioni e depositi

	IFM ³⁾							Non IFM						
	Tutte le valute (consistenze)	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute (consistenze)	Euro ⁴⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Prestiti a														
<i>Residenti nell'area dell'euro</i>														
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	
2013 1° trim.	5.611,1	-	-	-	-	-	12.170,0	96,4	3,6	1,8	0,2	0,9	0,5	
2° trim. ^(p)	5.449,3	-	-	-	-	-	12.083,0	96,5	3,5	1,8	0,2	0,9	0,4	
<i>Non residenti nell'area dell'euro</i>														
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
2013 1° trim.	1.891,3	45,7	54,3	33,1	2,2	3,1	9,8	998,8	39,4	60,6	39,5	2,6	2,6	8,8
2° trim. ^(p)	1.895,0	44,1	55,9	35,8	2,1	2,8	9,5	979,8	39,7	60,3	39,4	2,6	2,6	9,0
Titoli non azionari														
<i>Emessi da residenti nell'area dell'euro</i>														
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
2013 1° trim.	1.825,0	93,4	6,6	3,1	0,1	0,3	2,7	3.111,5	98,1	1,9	1,1	0,1	0,1	0,5
2° trim. ^(p)	1.764,8	93,5	6,5	2,9	0,1	0,3	2,8	3.191,7	98,2	1,8	1,0	0,1	0,1	0,5
<i>Emessi da non residenti nell'area dell'euro</i>														
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
2013 1° trim.	418,9	55,4	44,6	22,2	0,2	0,3	15,9	428,6	32,8	67,2	41,8	4,6	1,0	10,6
2° trim. ^(p)	406,2	55,2	44,8	21,0	0,2	0,2	16,9	407,3	34,7	65,3	40,5	4,8	0,9	10,4
Depositi di														
<i>Residenti nell'area dell'euro</i>														
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
2013 1° trim.	5.893,3	93,3	6,7	4,2	0,2	1,1	0,6	11.227,2	96,9	3,1	2,1	0,1	0,1	0,4
2° trim. ^(p)	5.753,5	93,1	6,9	4,4	0,2	1,0	0,6	11.323,0	96,9	3,1	2,1	0,1	0,1	0,4
<i>Non residenti nell'area dell'euro</i>														
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
2013 1° trim.	1.987,0	56,3	43,7	29,5	1,9	1,0	6,7	914,8	51,3	48,7	32,7	1,9	1,0	5,7
2° trim. ^(p)	1.870,6	56,4	43,6	28,9	1,3	0,9	7,4	933,3	50,2	49,8	33,3	2,5	1,0	6,4

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
2013 1° trim.	4.969,7	81,0	19,0	10,6	1,4	1,8	2,5
2° trim. ^(p)	4.825,5	81,0	19,0	10,9	1,2	1,8	2,6

Fonte: BCE.

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

2.8 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro 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 dic.	7.180,7	476,0	2.968,2	1.986,0	962,8	247,2	540,5
2013 gen.	7.290,6	494,1	2.952,8	2.035,9	975,4	247,8	584,7
feb.	7.464,9	511,2	3.006,4	2.084,4	996,1	248,3	618,4
mar.	7.607,0	503,7	3.069,6	2.142,1	1.026,1	247,9	617,7
apr.	7.759,1	519,8	3.133,9	2.160,1	1.039,8	248,6	656,9
mag.	7.816,5	519,7	3.128,7	2.190,5	1.046,4	248,1	683,1
giu. ^(p)	7.585,5	523,9	3.044,1	2.094,3	1.016,5	248,4	658,3
Transazioni							
2012 4° trim.	42,7	-23,4	82,9	21,6	29,2	2,9	-70,4
2013 1° trim.	227,3	25,4	82,1	34,2	32,3	0,4	52,9
2° trim.	150,2	32,7	52,3	16,1	1,8	1,0	46,3

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 dic.	7.180,7	148,6	6.560,8	4.797,7	757,5	1.763,1	471,3
2013 gen.	7.290,6	153,0	6.625,3	4.849,7	770,5	1.775,7	512,3
feb.	7.464,9	157,4	6.743,4	4.915,2	785,5	1.828,2	564,1
mar.	7.607,0	158,1	6.890,1	5.000,8	814,2	1.889,3	558,8
apr.	7.759,1	166,1	6.999,5	5.079,2	826,5	1.920,3	593,5
mag.	7.816,5	169,0	7.027,8	5.089,2	828,9	1.938,6	619,8
giu. ^(p)	7.585,5	164,3	6.811,9	4.985,4	792,4	1.826,5	609,3
Transazioni							
2012 4° trim.	42,7	-5,8	124,9	64,4	32,9	60,6	-76,4
2013 1° trim.	227,3	9,4	159,7	95,6	31,1	64,1	58,2
2° trim.	150,2	8,6	92,0	89,0	-8,1	3,1	49,6

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	
Consistenze in essere										
2012 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.	6.625,3	2.371,2	1.750,3	1.620,2	322,8	140,0	420,8	6.539,8	85,6	896,9
feb.	6.743,4	2.406,9	1.792,0	1.645,6	325,5	143,7	429,7	6.657,8	85,6	901,2
mar.	6.890,1	2.447,1	1.840,7	1.685,4	327,6	150,3	438,9	6.804,0	86,1	910,3
apr.	6.999,5	2.504,0	1.853,8	1.716,0	330,0	151,6	444,1	6.913,2	86,4	899,8
mag.	7.027,8	2.496,8	1.873,6	1.721,7	331,0	153,9	450,7	6.939,4	88,4	893,1
giu. ^(p)	6.811,9	2.413,3	1.780,2	1.683,1	330,9	153,4	451,0	6.724,7	87,2	849,0
Transazioni										
2012 dic.	53,6	17,9	18,2	11,4	0,7	3,9	1,5	52,8	0,8	-29,5
2013 gen.	60,4	22,5	25,5	13,3	1,9	-1,2	-1,7	59,5	0,9	-2,9
feb.	46,2	13,9	10,7	15,8	0,9	-0,1	5,1	46,2	0,0	-0,9
mar.	53,1	18,6	6,6	19,8	0,7	2,8	4,5	52,5	0,6	1,3
apr.	66,7	39,1	5,9	17,6	0,9	-0,7	3,9	66,6	0,1	-0,9
mag.	43,1	24,2	6,1	6,3	1,6	0,9	3,9	43,0	0,0	-5,9
giu. ^(p)	-17,7	-25,1	-11,6	10,4	2,3	1,1	5,3	-18,3	0,6	-42,2

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 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.	3.069,6	1.632,9	407,4	752,7	245,2	8,2	219,3	1.436,6	332,6	563,4	16,0
2° trim. ^(p)	3.044,1	1.649,6	404,7	771,2	246,9	8,4	218,4	1.394,4	323,9	551,5	15,2
Transazioni											
2012 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.	82,1	18,9	-9,9	7,9	7,5	0,5	12,9	63,2	-1,0	32,8	-0,4
2° trim. ^(p)	52,3	26,5	-0,5	22,7	3,9	0,1	0,4	25,7	2,4	12,3	0,1

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 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.	2.142,1	738,8	56,4	-	49,9	27,0	605,6	1.403,2	187,7	479,0	95,0
2° trim. ^(p)	2.094,3	738,9	58,9	-	51,2	28,2	600,6	1.355,4	182,2	480,9	109,6
Transazioni											
2012 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.	34,2	-4,4	-0,5	--	1,7	-1,2	-0,9	38,5	3,7	16,8	5,8
2° trim. ^(p)	16,1	0,0	1,4	--	1,5	0,2	-0,1	16,2	1,2	5,5	13,7

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 3° trim.	926,2	792,5	75,1	-	717,4	-	-	133,7	27,4	41,3	0,6
4° trim.	962,8	829,6	72,1	-	757,5	-	-	133,2	28,9	41,3	0,6
2013 1° trim.	1.026,1	888,7	74,5	-	814,2	-	-	137,5	32,5	43,5	0,6
2° trim. ^(p)	1.016,5	879,4	87,0	-	792,4	-	-	137,2	31,0	45,3	0,6
Transazioni											
2012 4° trim.	29,2	29,5	-3,4	-	32,9	-	-	-0,3	1,2	0,6	0,0
2013 1° trim.	32,3	33,2	2,0	-	31,1	-	-	-0,8	2,1	0,9	0,0
2° trim. ^(p)	1,8	3,8	11,9	-	-8,1	-	-	-2,0	-0,7	-0,1	0,0

Fonte: BCE.

1) Esclusi i fondi comuni monetari. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

2) Le quote dei fondi di investimento (esclusi i fondi comuni monetari) sono emesse da altri intermediari finanziari. Le quote dei fondi comuni monetari sono emesse dalle IFM.

2.10 Bilancio aggregato delle società veicolo finanziarie dell'area dell'euro

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

1. Attività

	Totale	Depositi e prestiti	Prestiti cartolarizzati							Titoli non azionari	Altre attività cartolarizzate	Azioni e altri titoli di capitale	Altre attività
			Totale	Originati nell'area dell'euro				Originati all'esterno dell'area dell'euro					
				IFM	Altri intermediari finanziari, società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Amministrazioni pubbliche						
									Mantenuti nel bilancio delle IFM ¹⁾				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Consistenze													
2012 2° trim.	2.161,8	307,7	1.459,7	1.150,9	513,2	154,1	22,9	4,4	127,4	209,3	85,2	33,4	66,4
3° trim.	2.084,5	303,4	1.399,8	1.087,6	476,1	158,7	23,9	4,4	125,3	195,7	86,3	31,4	68,0
4° trim.	2.051,3	285,5	1.380,7	1.065,6	469,8	163,4	24,9	4,0	122,8	199,6	88,4	30,4	66,6
2013 1° trim.	2.020,6	293,5	1.349,6	1.037,0	462,7	163,3	24,8	4,0	120,4	195,1	87,0	30,5	64,9
2° trim.	1.986,2	277,3	1.332,6	1.032,1	456,5	158,0	23,2	3,6	115,8	195,2	89,7	28,5	62,8
Transazioni													
2012 2° trim.	-81,4	-14,8	-49,4	-50,4	-	4,0	-0,7	-0,4	-1,9	-2,0	-1,3	-5,3	-8,5
3° trim.	-81,1	-3,8	-61,3	-64,2	-	4,5	0,5	0,0	-2,0	-14,9	1,3	-2,0	-0,4
4° trim.	-36,8	-17,6	-17,7	-21,1	-	4,7	1,2	-0,4	-2,0	2,7	2,4	-0,8	-5,8
2013 1° trim.	-29,9	8,1	-30,7	-28,0	-	-0,2	0,2	0,0	-2,7	-2,1	-1,2	0,1	-4,0
2° trim.	-34,0	-16,1	-16,2	-4,8	-	-5,2	-1,5	-0,4	-4,4	0,9	2,7	-2,0	-3,3

2. Passività

	Totale	Prestiti e depositi ricevuti	Titoli di debito emessi			Capitale e riserve	Altre passività
			Totale	Fino a 2 anni	Oltre 2 anni		
Consistenze							
2012 2° trim.	2.161,8	151,0	1.754,3	54,3	1.700,1	28,9	227,5
3° trim.	2.084,5	145,2	1.685,4	52,2	1.633,2	27,5	226,5
4° trim.	2.051,3	139,5	1.661,7	53,1	1.608,7	27,5	222,5
2013 1° trim.	2.020,6	140,2	1.625,6	55,4	1.570,2	27,1	227,8
2° trim.	1.986,2	128,0	1.608,8	54,2	1.554,6	23,7	225,6
Transazioni							
2012 2° trim.	-81,4	-5,3	-71,2	-4,6	-66,6	-5,8	1,0
3° trim.	-81,1	-5,6	-71,0	-2,4	-68,6	-1,3	-3,2
4° trim.	-36,8	-5,4	-23,6	0,0	-23,6	-0,1	-7,6
2013 1° trim.	-29,9	1,7	-34,1	2,3	-36,4	-0,9	3,5
2° trim.	-34,0	-11,7	-15,9	-1,1	-14,8	-3,2	-3,1

3. Prestiti cartolarizzati ceduti dalle IFM dell'area dell'euro e titoli non azionari

	Prestiti cartolarizzati originati da IFM dell'area dell'euro							Titoli non azionari					
	Totale	Settore debitore dell'area dell'euro 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 2° trim.	1.150,9	833,0	245,8	18,7	0,2	6,3	33,3	209,3	116,2	42,9	73,3	29,1	93,1
3° trim.	1.087,6	787,5	233,1	17,1	0,2	5,5	31,6	195,7	109,9	38,9	71,0	27,8	85,8
4° trim.	1.065,6	770,2	230,0	17,5	0,2	5,4	31,3	199,6	114,5	39,4	75,0	29,6	85,2
2013 1° trim.	1.037,0	750,9	226,6	14,9	0,2	5,4	28,9	195,1	110,9	36,9	74,1	30,0	84,2
2° trim.	1.032,1	762,1	221,4	15,0	0,2	5,1	28,3	195,2	113,1	38,8	74,2	29,9	82,2
Transazioni													
2012 2° trim.	-50,4	-48,5	-0,5	0,5	0,0	-0,1	0,3	-2,0	0,7	1,0	-0,2	-1,4	-2,8
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	-2,3	0,4	0,0	-0,1	0,3	2,7	5,3	1,0	4,3	1,8	-2,6
2013 1° trim.	-28,0	-19,1	-3,6	-2,3	0,0	0,0	-1,9	-2,1	-2,5	-2,5	0,0	-0,6	0,4
2° trim.	-4,8	10,9	-5,1	0,2	0,0	-0,3	-0,4	0,9	2,3	2,1	0,2	-0,1	-1,4

Fonte: BCE.

- 1) Prestiti (a non IFM) 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								Altri conti attivi/passivi e strumenti derivati	Ricchezza netta
	Totale	Prestiti ricevuti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Riserve tecniche di assicurazione					
					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	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
1° trim. 2013						
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						7
Redditi da lavoro dipendente						
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	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	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
1° trim. 2013						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						561
<i>Saldo commerciale</i>						
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						
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i>						
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
<i>Reddito nazionale netto</i>						
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
<i>Reddito netto disponibile</i>						
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
<i>Risparmio netto/conto corrente verso l'estero</i>						
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
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>						
Discrepanza statistica						

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

(miliardi di euro)

Attività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
1° trim. 2013								
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
<i>di cui: a lungo termine</i>		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
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								
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
<i>di cui: a lungo termine</i>		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
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
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
<i>di cui: a lungo termine</i>		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
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
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
<i>di cui: a lungo termine</i>		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
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								

Fonte: BCE.

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

(miliardi di euro)

Passività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assic- urazione e fondi pensione	Ammini- strazioni pubbliche	Resto del mondo
1° trim. 2013								
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
<i>di cui: a lungo termine</i>		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	6.452	1	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati			597	3.621	1.120	41	579	656
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>	-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
<i>di cui: a lungo termine</i>		-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	32	17
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>	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
<i>di cui: a lungo termine</i>		-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	-2	14
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>	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
<i>di cui: a lungo termine</i>		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	6.566	1	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati			615	3.619	1.172	148	609	686
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>	-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
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i> 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
<i>Reddito nazionale netto</i> 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
<i>Reddito netto disponibile</i> 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
<i>Risparmio netto</i> 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
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> <i>(dal conto capitale)</i> 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								
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i>								
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
<i>Reddito nazionale netto</i>								
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
<i>Reddito netto disponibile</i>								
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
<i>Risparmio netto</i>								
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
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>								

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

3.3 Famiglie

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri; consistenze a fine periodo)

	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

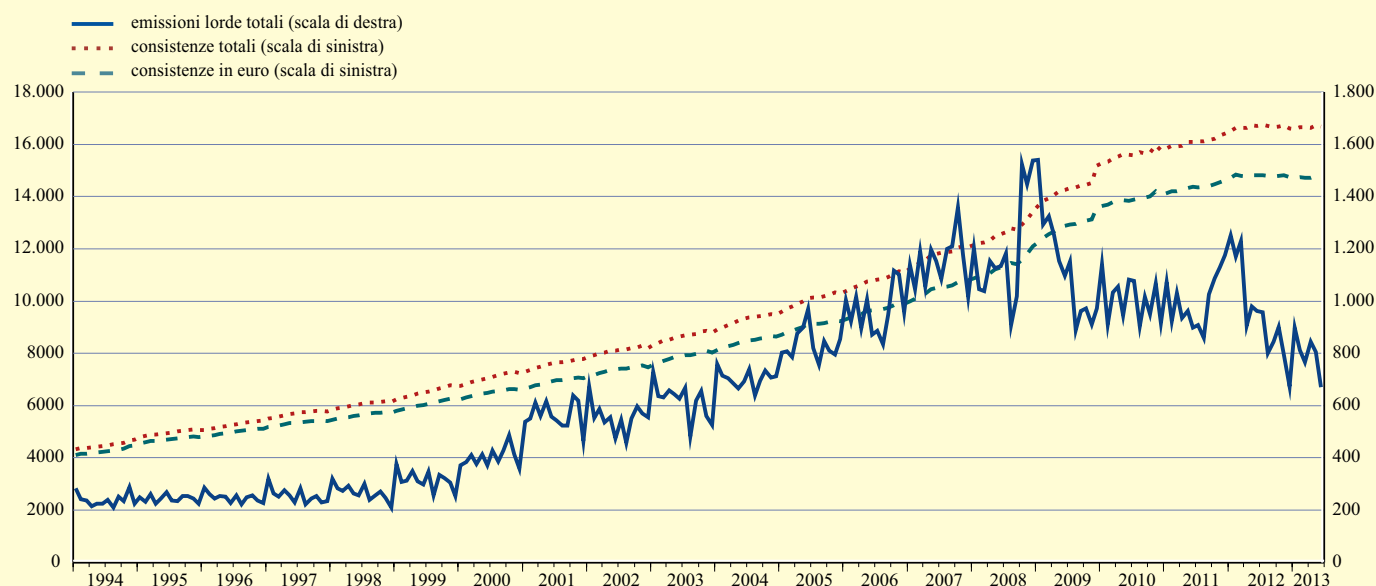
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

(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								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute			Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati ²⁾	
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette		Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Totale												
2012 giu.	17.119,7	933,2	6,5	14.820,1	872,0	-1,2	16.703,5	962,4	-18,0	3,7	26,7	3,0
lug.	17.115,1	891,3	-4,3	14.811,7	834,1	-8,0	16.755,7	958,4	29,3	4,0	46,4	2,8
ago.	17.097,2	752,8	-20,2	14.801,3	708,8	-12,6	16.702,5	800,8	-35,9	3,6	-2,0	1,5
set.	17.080,1	809,9	-7,9	14.780,3	758,0	-11,8	16.653,5	844,0	-24,5	3,4	22,7	0,8
ott.	17.077,1	817,9	-1,5	14.787,3	778,8	8,6	16.673,5	901,9	28,6	3,2	13,2	1,1
nov.	17.108,6	720,9	28,2	14.818,5	681,2	27,9	16.720,9	796,1	47,6	2,8	-16,6	1,1
dic.	17.027,3	631,6	-115,4	14.734,2	591,8	-118,5	16.605,7	673,4	-135,2	1,7	-32,5	0,4
2013 gen.	17.018,0	816,5	-8,8	14.730,3	768,3	-3,4	16.581,1	898,2	5,3	1,2	-17,6	-0,4
feb.	17.028,2	706,3	-4,4	14.749,9	666,0	4,7	16.654,4	811,9	40,5	0,4	-19,2	-0,6
mar.	16.957,7	683,4	-68,0	14.725,6	634,3	-21,8	16.650,3	766,1	-19,1	-0,1	-15,6	-1,1
apr.	.	.	.	14.717,7	707,7	-8,0	16.634,0	845,6	-1,0	-0,1	-6,8	-1,3
mag.	.	.	.	14.799,7	665,9	83,2	16.731,6	804,5	101,8	0,1	22,5	-0,8
giu.	.	.	.	14.754,0	556,2	-45,3	16.673,2	671,9	-55,7	-0,1	-17,2	-0,6
A lungo termine												
2012 giu.	15.658,3	278,6	35,3	13.464,0	246,3	38,9	15.105,6	262,4	20,9	3,8	27,9	3,6
lug.	15.638,1	264,9	-20,2	13.435,6	233,1	-28,3	15.126,2	271,7	0,0	3,9	35,6	3,1
ago.	15.629,6	147,0	-10,2	13.428,8	126,8	-8,6	15.089,5	142,0	-21,2	3,9	20,5	2,1
set.	15.644,9	256,1	23,4	13.444,8	224,7	24,0	15.091,1	251,1	23,0	4,1	65,7	1,9
ott.	15.671,6	237,3	27,0	13.467,9	212,5	23,4	15.122,8	249,8	38,7	3,8	28,8	2,4
nov.	15.726,1	219,9	53,7	13.514,7	195,1	46,1	15.180,0	223,3	59,8	3,6	2,7	2,4
dic.	15.685,5	197,3	-62,6	13.472,0	173,3	-64,6	15.113,1	193,0	-76,0	2,7	-19,9	1,8
2013 gen.	15.680,9	257,1	-4,2	13.468,5	226,9	-3,1	15.079,0	259,7	-7,2	2,2	1,7	1,3
feb.	15.685,9	229,8	-6,6	13.479,2	204,5	-1,1	15.132,3	244,4	25,3	1,4	-31,1	0,6
mar.	15.628,7	246,6	-54,4	13.477,1	216,4	0,7	15.146,6	249,5	2,2	0,9	7,7	-0,1
apr.	.	.	.	13.467,5	216,5	-9,7	15.135,8	248,0	2,9	0,9	-4,0	-0,6
mag.	.	.	.	13.548,5	223,9	82,2	15.227,3	261,0	95,7	1,1	27,8	-0,2
giu.	.	.	.	13.545,2	177,9	-2,7	15.211,3	196,4	-13,7	0,9	-6,5	-0,1

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

(miliardi di euro)



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

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

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

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

1. Consistenze ed emissioni lorde

	Consistenze						Emissioni lorde ¹⁾					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	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	16.421	5.525	3.173	881	6.217	625	1.001	609	99	62	191	39
2012	16.606	5.427	3.226	1.000	6.268	684	956	587	82	67	187	32
2012 3° trim.	16.654	5.559	3.116	980	6.299	699	868	538	64	64	177	26
4° trim.	16.606	5.427	3.226	1.000	6.268	684	790	463	74	64	164	25
2013 1° trim.	16.650	5.286	3.222	1.028	6.425	690	825	439	81	61	212	32
2° trim.	16.673	5.146	3.254	1.037	6.559	678	774	408	64	66	202	34
2013 mar.	16.650	5.286	3.222	1.028	6.425	690	766	368	96	69	197	36
apr.	16.634	5.244	3.248	1.041	6.410	691	846	469	63	69	202	43
mag.	16.732	5.204	3.271	1.039	6.532	685	804	404	75	62	230	33
giu.	16.673	5.146	3.254	1.037	6.559	678	672	350	53	68	175	25
	A breve termine											
2011	1.595	702	103	79	634	77	748	511	48	53	107	29
2012	1.493	601	136	81	610	64	702	489	37	52	104	21
2012 3° trim.	1.562	667	103	89	626	77	646	455	25	48	100	17
4° trim.	1.493	601	136	81	610	64	568	392	27	46	88	16
2013 1° trim.	1.504	582	139	90	624	68	574	361	31	47	112	23
2° trim.	1.462	560	135	88	624	54	539	338	25	51	102	23
2013 mar.	1.504	582	139	90	624	68	517	307	25	51	105	29
apr.	1.498	581	144	93	613	66	598	398	27	51	97	25
mag.	1.504	575	145	98	625	61	543	329	25	50	113	27
giu.	1.462	560	135	88	624	54	476	287	24	52	95	18
	A lungo termine²⁾											
2011	14.826	4.823	3.070	802	5.583	548	253	98	51	9	84	10
2012	15.113	4.826	3.089	919	5.658	621	254	99	45	16	83	12
2012 3° trim.	15.091	4.892	3.013	891	5.673	622	222	82	38	16	77	8
4° trim.	15.113	4.826	3.089	919	5.658	621	222	71	47	18	77	9
2013 1° trim.	15.147	4.704	3.083	938	5.801	621	251	78	50	14	100	9
2° trim.	15.211	4.585	3.119	948	5.934	624	235	70	39	15	101	10
2013 mar.	15.147	4.704	3.083	938	5.801	621	250	61	71	18	92	7
apr.	15.136	4.663	3.104	947	5.797	624	248	71	37	18	105	18
mag.	15.227	4.630	3.126	941	5.906	624	261	75	50	12	118	6
giu.	15.211	4.585	3.119	948	5.934	624	196	64	30	16	80	7
	<i>di cui: a lungo termine con tasso fisso</i>											
2011	9.987	2.764	1.115	705	4.994	408	150	54	12	8	70	7
2012	10.544	2.838	1.292	821	5.149	444	165	54	18	15	71	7
2012 3° trim.	10.471	2.860	1.242	795	5.132	442	139	37	14	15	68	4
4° trim.	10.544	2.838	1.292	821	5.149	444	143	36	21	17	64	6
2013 1° trim.	10.679	2.791	1.343	838	5.257	450	165	41	25	12	80	7
2° trim.	10.789	2.739	1.388	847	5.360	455	154	34	20	13	79	8
2013 mar.	10.679	2.791	1.343	838	5.257	450	153	28	24	16	83	2
apr.	10.697	2.779	1.364	847	5.254	453	157	33	16	16	78	14
mag.	10.772	2.757	1.382	841	5.338	455	169	37	26	10	91	5
giu.	10.789	2.739	1.388	847	5.360	455	136	32	17	14	68	5
	<i>di cui: a lungo termine con tasso variabile</i>											
2011	4.340	1.789	1.806	93	513	139	85	37	32	1	11	3
2012	4.142	1.734	1.702	94	437	175	77	38	24	1	8	5
2012 3° trim.	4.177	1.767	1.671	93	467	179	72	40	23	1	4	4
4° trim.	4.142	1.734	1.702	94	437	175	70	30	25	1	10	4
2013 1° trim.	4.021	1.660	1.642	96	453	170	69	30	22	1	13	3
2° trim.	3.986	1.606	1.630	98	483	169	68	31	16	2	17	2
2013 mar.	4.021	1.660	1.642	96	453	170	79	22	45	2	4	5
apr.	4.007	1.639	1.639	97	461	171	78	32	16	2	24	4
mag.	4.021	1.630	1.642	97	483	168	79	33	21	2	22	1
giu.	3.986	1.606	1.630	98	483	169	47	27	10	3	6	2

Fonte: BCE.

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

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

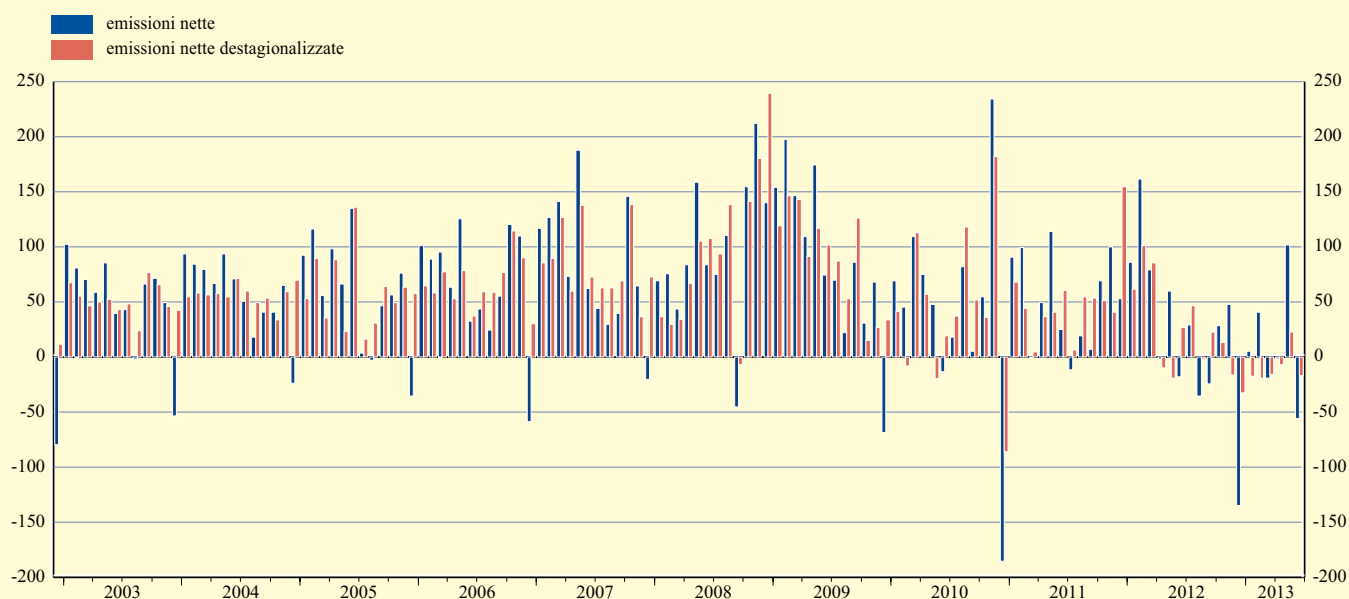
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

2. Emissioni nette

	Dati non destagionalizzati ¹⁾						Dati destagionalizzati ¹⁾					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Totale												
2011	51,1	22,3	-3,6	3,7	23,2	5,6	-	-	-	-	-	-
2012	23,0	-6,5	3,0	10,3	13,1	3,1	-	-	-	-	-	-
2012 3° trim.	-10,4	-4,8	-21,3	10,7	4,3	0,8	22,4	-3,1	-8,0	11,3	20,4	1,8
4° trim.	-19,6	-39,5	26,2	8,1	-9,5	-4,9	-12,0	-27,6	6,0	11,1	4,7	-6,2
2013 1° trim.	8,9	-47,1	-6,3	9,0	51,9	1,5	-17,5	-61,8	1,3	6,5	35,9	0,7
2° trim.	15,0	-41,5	11,1	3,3	45,4	-3,3	-0,5	-40,4	10,4	2,1	30,4	-3,0
2013 mar.	-19,1	-75,2	-11,9	9,0	50,0	8,9	-15,6	-67,1	-11,1	7,8	51,9	2,9
apr.	-1,0	-33,6	28,8	14,9	-13,3	2,2	-6,8	-38,4	14,4	8,5	5,1	3,5
mag.	101,8	-37,0	22,8	-0,9	122,3	-5,5	22,5	-50,5	13,4	-4,4	69,5	-5,5
giu.	-55,7	-53,9	-18,3	-4,2	27,2	-6,5	-17,2	-32,3	3,3	2,4	16,5	-7,2
A lungo termine												
2011	47,0	11,6	-2,3	2,8	31,0	3,9	-	-	-	-	-	-
2012	32,7	2,1	1,1	10,1	15,1	4,2	-	-	-	-	-	-
2012 3° trim.	0,6	-2,0	-16,8	13,3	3,4	2,7	40,6	2,0	-6,0	13,9	25,7	5,0
4° trim.	7,5	-17,1	18,8	10,5	-4,1	-0,7	3,8	-6,7	0,8	11,3	-1,5	-0,1
2013 1° trim.	6,8	-40,1	-5,7	5,9	46,7	0,0	-7,2	-47,8	1,5	5,7	34,9	-1,5
2° trim.	28,3	-34,7	12,6	4,0	45,1	1,4	5,8	-40,7	12,7	3,0	31,0	-0,2
2013 mar.	2,2	-63,2	8,8	8,6	47,6	0,4	7,7	-55,9	12,4	7,2	47,6	-3,5
apr.	2,9	-33,8	23,3	12,0	-2,6	3,9	-4,0	-39,2	12,8	8,4	11,6	2,4
mag.	95,7	-30,0	22,2	-5,8	109,5	-0,2	27,8	-42,9	14,1	-5,0	61,9	-0,3
giu.	-13,7	-40,2	-7,8	5,8	28,2	0,3	-6,5	-40,0	11,1	5,5	19,6	-2,7

Fl6 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.

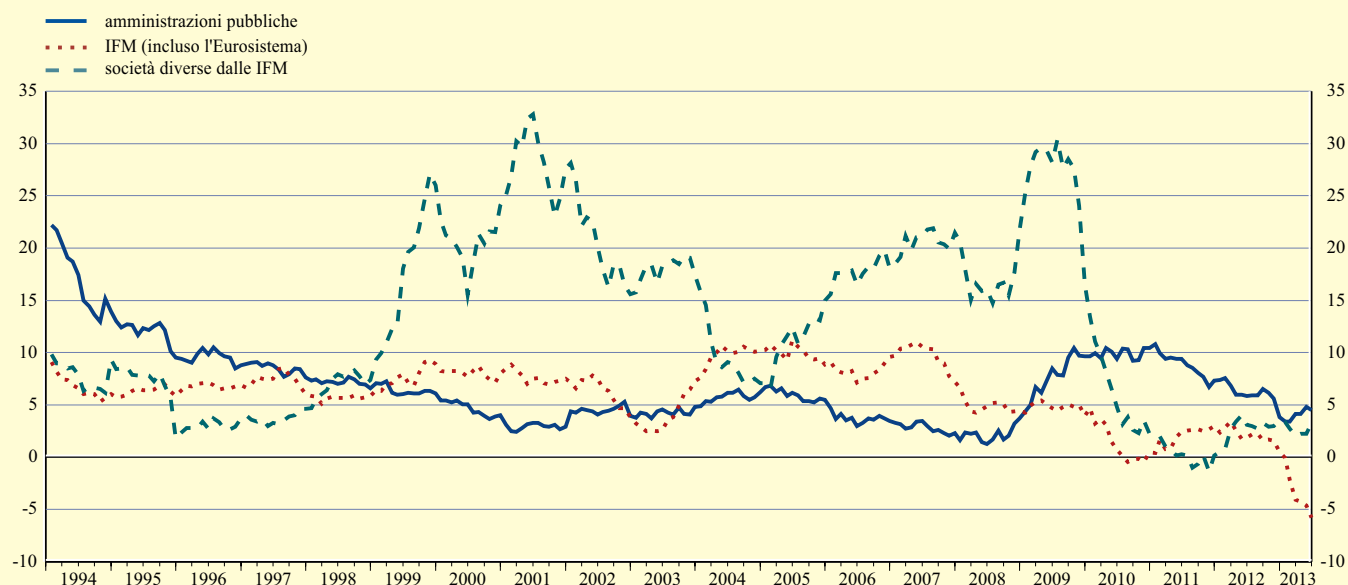
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2012 giu.	3,7	3,3	1,5	10,6	3,5	11,7	3,0	0,4	2,9	13,2	2,6	17,5
lug.	4,0	4,1	1,2	10,5	3,4	14,7	2,8	1,7	1,6	12,4	1,9	14,3
ago.	3,6	3,6	0,6	10,9	3,3	12,4	1,5	0,1	-1,0	12,7	1,9	7,5
set.	3,4	2,4	0,5	12,6	3,9	10,9	0,8	-2,3	-2,7	13,7	3,2	3,2
ott.	3,2	2,0	0,0	12,7	3,8	10,8	1,1	-1,3	-3,8	13,5	3,7	3,4
nov.	2,8	1,1	0,2	12,5	3,9	8,0	1,1	-0,7	-4,4	13,2	3,7	2,0
dic.	1,7	-1,4	1,2	14,1	2,5	6,1	0,4	-3,3	-0,4	14,7	2,4	-3,8
2013 gen.	1,2	-2,1	0,9	13,5	2,2	4,6	-0,4	-5,7	0,2	14,6	2,4	-4,0
feb.	0,4	-4,2	0,8	13,2	2,6	0,3	-0,6	-8,3	2,7	13,6	3,3	-6,1
mar.	-0,1	-5,9	-0,7	12,5	3,6	-0,8	-1,1	-9,4	1,4	11,2	3,9	-4,7
apr.	-0,1	-6,0	-0,7	12,3	3,5	0,4	-1,3	-10,5	2,4	10,8	3,5	-2,7
mag.	0,1	-6,3	-0,3	10,7	4,5	-0,4	-0,8	-11,4	3,8	8,4	5,3	-2,9
giu.	-0,1	-7,2	0,9	9,8	4,4	-2,6	-0,6	-10,9	2,2	5,2	6,4	-2,1
	A lungo termine											
2012 giu.	3,8	1,9	1,6	8,8	5,4	10,7	3,6	1,6	2,1	11,8	4,0	13,8
lug.	3,9	2,2	1,2	9,8	5,3	12,1	3,1	1,8	1,0	11,8	3,1	13,8
ago.	3,9	2,2	0,7	10,7	5,3	11,4	2,1	0,4	-1,0	12,1	3,4	8,1
set.	4,1	1,6	0,6	13,6	6,0	11,8	1,9	-1,5	-2,2	13,7	5,0	7,6
ott.	3,8	1,7	0,0	14,0	5,7	10,7	2,4	-0,1	-3,1	16,6	5,3	6,8
nov.	3,6	1,6	0,1	14,0	5,2	9,5	2,4	1,0	-4,0	17,7	4,6	7,0
dic.	2,7	0,5	0,5	15,2	3,3	9,2	1,8	-0,6	-1,0	18,6	2,6	4,9
2013 gen.	2,2	-0,1	0,3	14,8	2,8	8,6	1,3	-2,0	-0,4	17,9	2,5	3,8
feb.	1,4	-2,2	-0,3	13,9	3,3	4,5	0,6	-4,7	0,5	15,7	3,2	1,0
mar.	0,9	-4,1	-0,9	12,8	4,3	2,9	-0,1	-6,6	0,5	11,8	3,6	-1,6
apr.	0,9	-4,2	-0,9	13,8	4,3	3,2	-0,6	-8,2	1,3	10,9	3,3	-0,1
mag.	1,1	-4,6	-0,5	12,6	5,0	2,9	-0,2	-9,9	2,9	7,7	5,5	-1,0
giu.	0,9	-5,8	0,9	11,9	4,8	1,6	-0,1	-10,7	2,8	5,7	7,1	-1,7

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



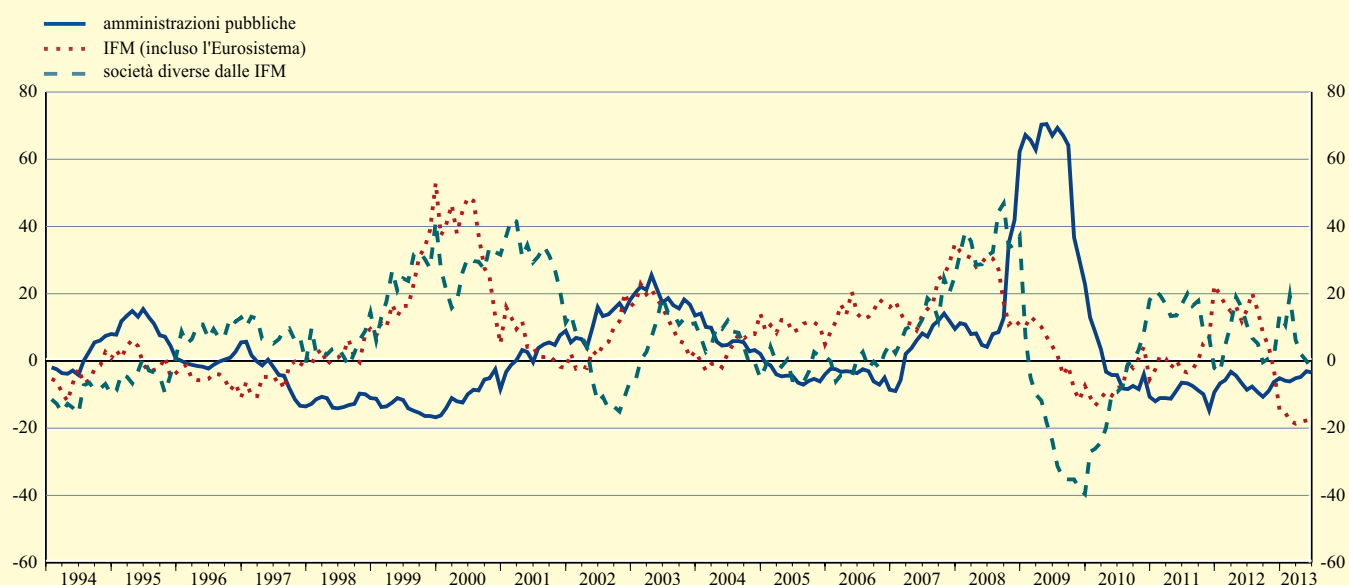
Fonte: BCE.

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

4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro¹⁾ (continua)
(variazioni percentuali)

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

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)

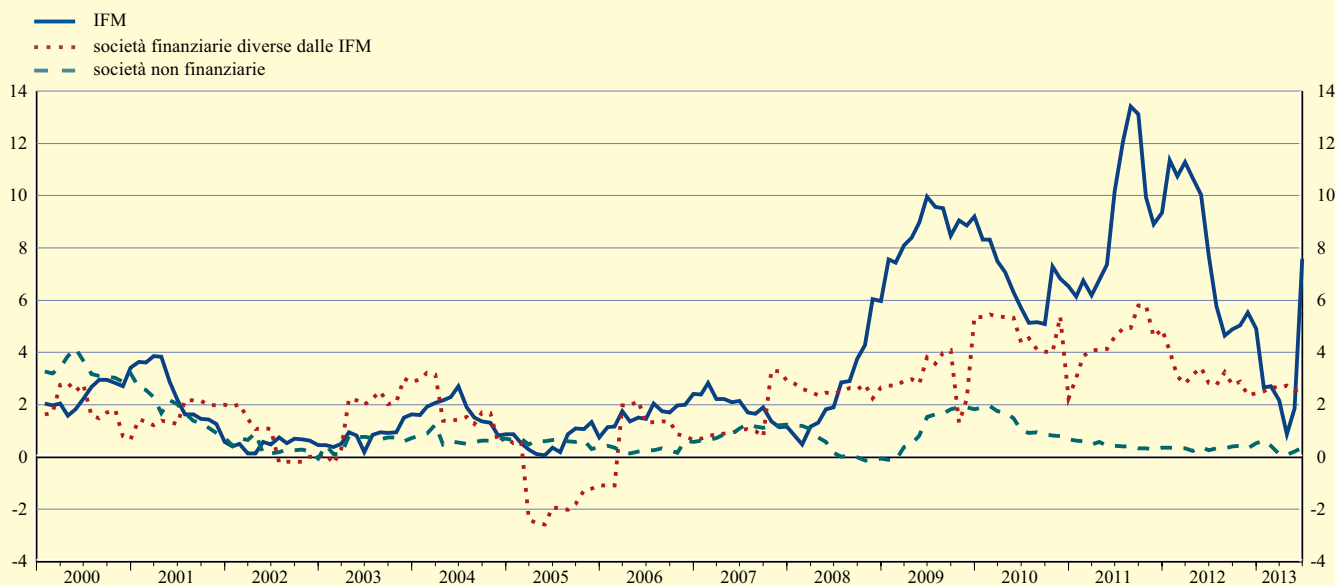
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(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 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.	4.632,1	106,9	0,5	380,4	2,2	363,4	2,6	3.888,3	0,1
apr.	4.731,5	106,8	0,3	410,8	0,9	383,7	2,7	3.936,9	0,1
mag.	4.852,6	107,1	0,5	443,0	1,9	396,5	2,5	4.013,1	0,2
giu.	4.651,5	107,9	1,2	418,8	7,6	382,3	2,6	3.850,4	0,4

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

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

(miliardi di euro; valori di mercato)

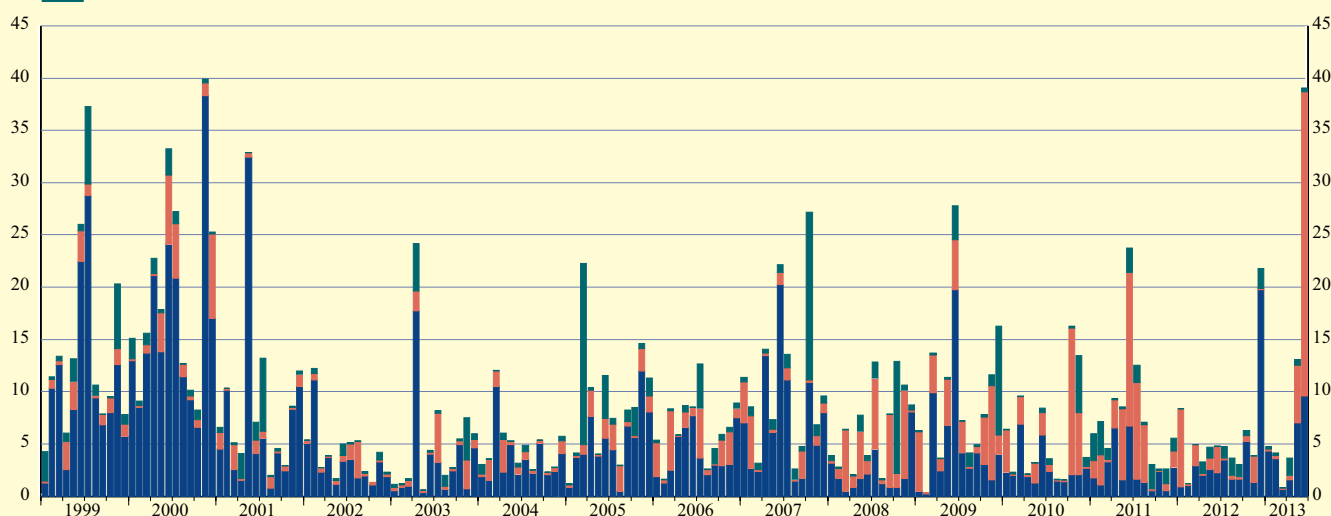
2. Transazioni nel mese

	Totale			IFM			Società finanziarie diverse dalle IFM			Società non finanziarie		
	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2011 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.	13,1	1,8	11,3	5,5	0,0	5,5	0,6	0,0	0,5	7,0	1,8	5,2
giu.	39,0	1,7	37,4	29,2	0,0	29,1	0,3	0,1	0,3	9,6	1,6	8,0

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

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

■ società non finanziarie
■ IFM
■ società finanziarie diverse dalle IFM



Fonte: BCE.

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

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

1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso ²⁾		A vista	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2012 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	0,83	1,65	1,77	0,72
lug.	0,31	1,88	1,90	2,09	1,28	1,23	0,37	0,82	1,61	1,78	0,88

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 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	17,04	5,85	6,02	7,56	7,07	2,82	2,99	2,87	3,16	3,25	3,10	4,08	3,01
lug.	7,75	16,93	5,61	6,11	7,64	7,11	2,84	2,97	2,90	3,17	3,28	3,19	3,75	3,18

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 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.	4,11	4,54	4,60	4,40	4,34	3,56	3,41	2,05	2,59	3,01	2,96	2,71	3,12
lug.	4,09	4,65	4,82	4,34	4,09	3,48	3,45	2,13	2,72	2,72	2,82	2,98	3,17

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Per questa categoria di strumenti, i dati relativi alle famiglie e alle società non finanziarie devono essere uniti e attribuiti al settore famiglie, dato che le consistenze relative alle società non finanziarie sono trascurabili rispetto a quelle del settore delle famiglie nell'insieme degli Stati membri partecipanti.
- 3) Questa categoria di strumenti non include debito da carte di credito a saldo, ovvero con concessione di credito a tasso zero nel ciclo di fatturazione.
- 4) Il tasso annuo effettivo globale (TAEG) copre il costo totale del prestito. Quest'ultimo comprende una componente relativa al tasso d'interesse e una componente relativa ad altre spese (accessorie) come i costi d'istruttoria, d'amministrazione, per la preparazione dei documenti, per le garanzie.

4.5 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro¹⁾ *
(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)

	Depositi da famiglie				Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista ²⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ^{2),3)}		A vista ²⁾	Con durata prestabilita		
	1	fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	6	fino a 2 anni	oltre 2 anni		8
2012 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	2,80	1,72
lug.	0,31	2,28	2,65	1,28	1,23	0,37	1,46	2,77	1,66

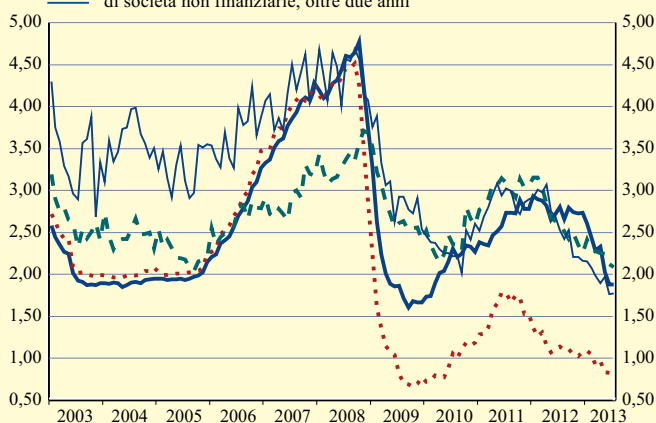
5. Tassi di interesse sui prestiti (consistenze)

	Prestiti alle famiglie					Prestiti a società non finanziarie				
	Prestiti per acquisto di abitazione con durata prestabilita			Credito al consumo e altri prestiti con durata prestabilita		Con durata prestabilita				
	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
2012 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	7,74	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	
lug.	3,51	3,24	3,40	7,62	6,18	4,84	3,62	3,26	3,15	

F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

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

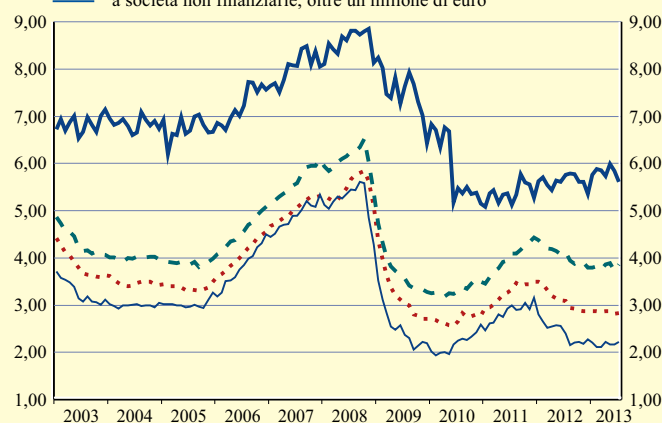
- di famiglie, fino a un anno
- ... di società non finanziarie, fino a un anno
- - di famiglie, oltre due anni
- - di società non finanziarie, oltre due anni



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)

- a famiglie, crediti al consumo
- ... a famiglie, per acquisto di abitazione
- - a società non finanziarie, fino a un milione di euro
- - a società non finanziarie, oltre un milione di euro



Fonte: BCE.

* Cfr. pag. S42 per la fonte dei dati riportati nella tavola e le relative note a piè di pagina.

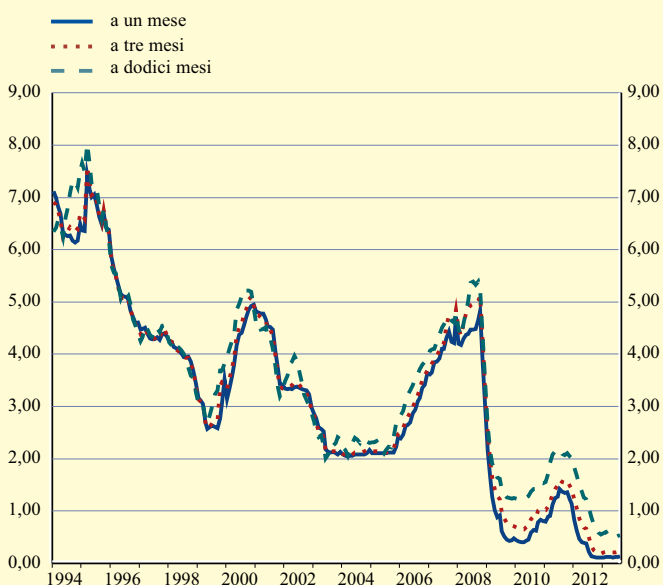
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ^{1),2)}					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 1	Depositi a un mese (Euribor) 2	Depositi a tre mesi (Euribor) 3	Depositi a sei mesi (Euribor) 4	Depositi a dodici mesi (Euribor) 5	Depositi a tre mesi (Libor) 6	Depositi a tre mesi (Libor) 7
2010	0,44	0,57	0,81	1,08	1,35	0,34	0,23
2011	0,87	1,18	1,39	1,64	2,01	0,34	0,19
2012	0,23	0,33	0,58	0,83	1,11	0,43	0,19
2012 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 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
ago.	0,08	0,13	0,23	0,34	0,54	0,26	0,15

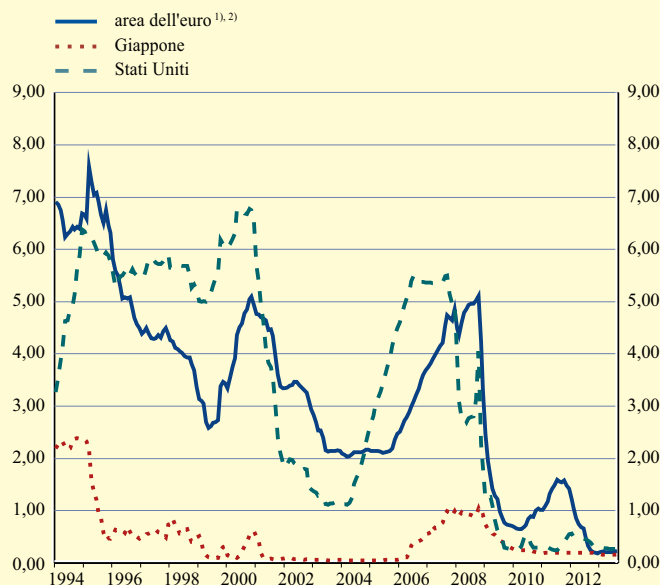
F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro ^{1), 2)}

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



F24 Tassi di interesse del mercato monetario a tre mesi

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



Fonte: BCE.

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

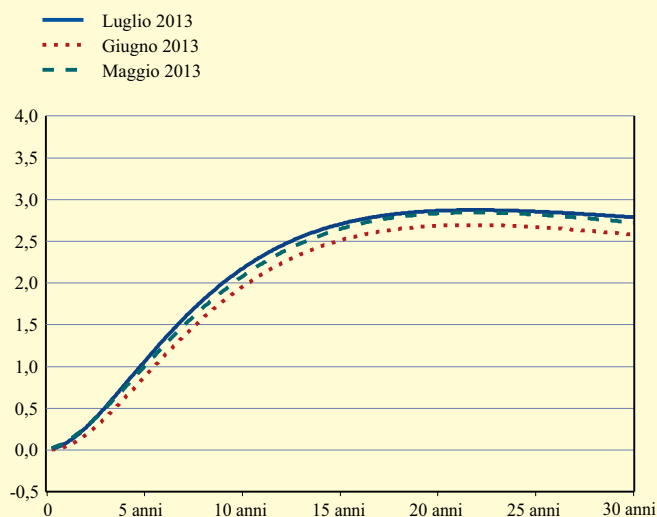
4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro¹⁾

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

	Tassi a pronti								Tassi istantanei a termine			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	7 anni	10 anni	10 anni- 3 mesi (spread)	10 anni- 2 anni (spread)	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 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
ago.	0,02	0,09	0,27	1,06	1,58	2,17	2,16	1,90	0,23	0,71	2,43	3,78

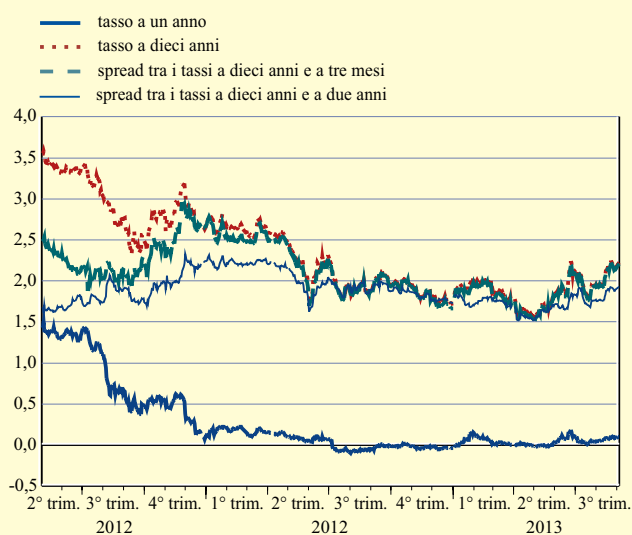
F25 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro²⁾

(valori percentuali su base annua; fine periodo)



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

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



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

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) I dati si riferiscono ai titoli di Stato dei paesi dell'area dell'euro con rating AAA.

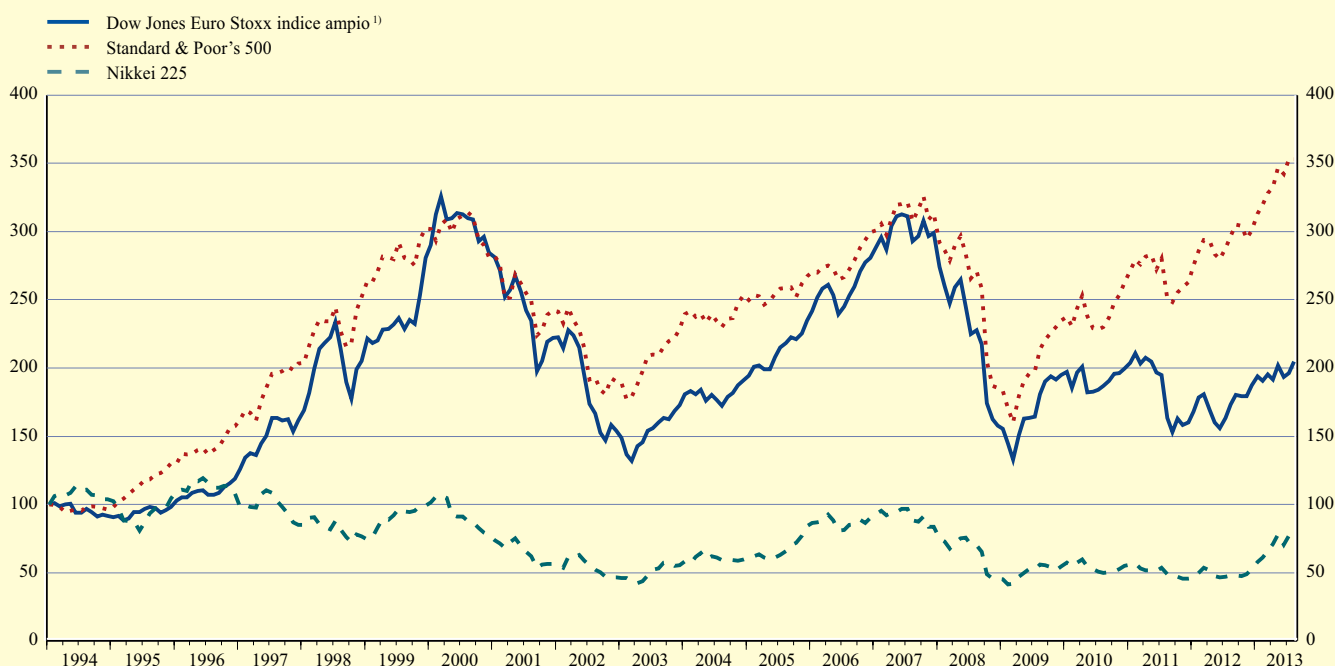
4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx ¹⁾												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliifero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2010	265,5	2.779,3	463,1	166,2	323,4	307,2	182,8	337,6	224,1	344,9	389,6	408,4	1.140,0	10.006,5
2011	256,0	2.611,0	493,4	158,1	351,2	311,6	152,6	349,4	222,5	301,7	358,4	432,7	1.267,6	9.425,4
2012	239,7	2.411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1.379,4	9.102,6
2012 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 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
ago.	284,2	2.803,8	581,8	198,2	482,8	314,9	153,2	407,0	276,1	223,8	245,6	636,8	1.670,1	13.726,7

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

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

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



PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati ²⁾		
	Indice 2005 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
		Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici												
in perc. del totale nel 2012	100,0	100,0	81,7	57,7	42,3	100,0	12,0	7,3	27,4	11,0	42,3	87,9	12,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2009	108,1	0,3	1,3	-0,9	2,0	-	-	-	-	-	-	0,1	1,7	
2010	109,8	1,6	1,0	1,8	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,7	
2011	112,8	2,7	1,7	3,3	1,8	-	-	-	-	-	-	2,6	3,6	
2012	115,6	2,5	1,8	3,0	1,8	-	-	-	-	-	-	2,3	3,8	
2012 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	1,6	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	0,6	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 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	0,6	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	0,1	0,2	0,7	0,0	0,1	0,2	1,5	2,1	
lug.	117,0	1,6	1,3	1,7	1,4	0,2	0,4	0,2	-0,2	0,8	0,2	1,6	1,7	
ago. ³⁾	117,1	1,3	.	.	1,5	.	.	.	.	0,4	.	.	.

	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 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.	3,5	2,5	5,1	0,8	0,4	1,6	1,8	1,7	2,3	-4,0	2,1	0,8
ago. ³⁾	3,3	.	.	.	0,3	-0,4	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

in perc. del totale nel 2010	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni										Prezzi delle costruzioni ¹⁾	Prezzi degli immobili residenziali ²⁾
	Totale (indice 2010 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici		
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo						
						Totale	Durevoli	Non durevoli				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
100,0	100,0	75,4	68,1	27,5	18,7	21,9	2,2	19,7	31,9			
2009	97,4	-4,8	-5,1	-2,8	-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	3,0	2,1	1,4	0,8	1,0	2,5	1,6	2,6	6,4	1,7	-1,7
2012 2° trim.	108,7	2,7	1,7	1,2	0,4	1,1	2,1	1,7	2,2	6,2	1,8	-1,2
3° trim.	109,3	2,7	1,9	1,1	0,3	0,9	2,3	1,5	2,4	6,1	1,4	-2,8
4° trim.	109,4	2,4	2,0	1,6	1,4	0,8	2,5	1,1	2,6	4,3	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
2° trim.	108,7	0,0	-0,1	0,6	-0,4	0,6	1,9	0,7	2,1	-1,5	.	.
2013 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.	108,9	-0,2	-0,5	0,6	-0,3	0,6	1,8	0,7	1,9	-2,0	-	-
mag.	108,6	-0,2	-0,2	0,5	-0,5	0,6	1,9	0,8	2,1	-1,8	-	-
giu.	108,6	0,3	0,4	0,6	-0,4	0,6	2,1	0,7	2,3	-0,5	-	-
lug.	108,9	0,2	0,3	0,6	-0,5	0,5	2,0	0,6	2,2	-0,6	-	-

3. Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

in perc. del totale	Prezzo del petrolio ³⁾ (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche						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		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
100,0		100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0								
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,1	-18,0	-11,4	-22,8	107,2	0,9	-0,2	-0,4	2,1	-0,3	-3,4	-6,3
2010	60,7	44,6	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	108,0	0,8	1,5	1,6	0,8	0,8	3,1	5,0
2011	79,7	12,2	22,4	7,7	12,8	20,7	7,5	109,4	1,2	2,1	2,5	0,8	1,7	3,6	5,8
2012	86,6	0,5	1,1	0,3	2,6	6,4	-0,3	110,8	1,3	1,6	2,1	1,1	1,1	1,6	2,4
2012 2° trim.	84,6	-1,1	-3,4	0,1	1,1	4,1	-1,2	110,6	1,3	1,6	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	110,9	1,3	1,6	2,0	1,4	0,9	1,6	2,3
4° trim.	84,4	4,4	6,0	3,7	7,0	10,2	4,5	111,4	1,4	1,5	1,8	0,6	0,8	1,4	1,6
2013 1° trim.	85,0	-3,0	-2,4	-3,3	-1,6	0,0	-2,8	111,9	1,6	1,3	1,5	1,8	0,5	0,3	-0,4
2° trim.	79,0	-5,2	-4,1	-5,8	-4,3	-2,1	-6,2	112,5	1,8	1,3	1,5	1,2	0,6	0,2	-0,9
2013 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	-7,4	-5,8	-8,2	-6,9	-4,8	-8,6	-	-	-	-	-	-	-	-
lug.	81,9	-12,2	-16,7	-9,8	-11,8	-13,4	-10,3	-	-	-	-	-	-	-	-
ago.	82,6	-12,8	-20,3	-8,7	-12,2	-15,9	-8,9	-	-	-	-	-	-	-	-

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 2004-2006. 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 artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto¹⁾												
2011	110,5	0,9	-0,6	0,4	1,6	0,8	0,6	0,3	3,3	2,9	0,3	1,2
2012	112,4	1,7	4,6	2,6	2,5	1,4	3,2	1,3	0,6	2,0	0,5	2,2
2012 2° trim.	112,3	1,5	4,1	2,6	1,8	0,8	2,3	1,2	1,3	1,6	0,7	1,5
3° trim.	112,6	1,9	6,1	2,4	2,0	1,7	3,2	0,7	0,7	2,6	1,1	2,6
4° trim.	113,0	1,7	6,8	2,9	3,8	1,9	5,2	-0,8	-0,8	1,9	-0,5	3,1
2013 1° trim.	113,8	1,9	2,1	3,5	2,3	2,2	3,9	-1,0	-1,6	1,9	0,6	1,1
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 occupato²⁾												
2011	103,4	1,2	2,6	2,9	2,2	0,8	2,0	1,0	-0,9	0,0	0,8	0,5
2012	103,4	0,0	-3,2	0,0	0,4	0,1	-1,1	0,0	0,4	0,1	0,4	-0,4
2012 2° trim.	103,5	0,3	-2,7	0,3	0,9	0,8	-0,2	-0,3	-0,5	0,6	0,2	0,2
3° trim.	103,4	-0,1	-4,7	0,4	1,2	0,0	-1,1	0,4	-0,2	-0,5	0,3	-1,2
4° trim.	103,3	-0,2	-5,3	-0,1	-0,4	-0,6	-3,2	2,3	2,2	-0,4	0,6	-1,4
2013 1° trim.	103,6	-0,1	-0,2	-0,6	0,6	-1,1	-2,5	2,9	2,4	0,0	1,0	-0,4
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 lavorata²⁾												
2011	105,4	1,2	3,4	2,1	2,3	1,0	1,8	0,9	-1,6	-0,1	0,7	0,5
2012	106,0	0,7	-2,6	1,0	1,8	0,8	-1,0	0,0	1,2	0,3	0,6	0,3
2012 2° trim.	106,3	1,0	-2,3	1,4	2,7	1,5	-0,2	-0,3	-0,3	0,7	0,6	1,1
3° trim.	106,1	0,5	-4,5	1,6	2,7	0,4	-1,4	0,3	0,4	-0,5	0,5	-0,6
4° trim.	106,3	0,5	-4,6	1,1	0,8	0,2	-2,7	2,9	4,0	0,3	0,6	-0,3
2013 1° trim.	107,1	1,2	-0,3	1,3	3,3	-0,3	-1,8	4,1	4,5	1,1	1,8	1,1

5. Indicatori del costo del lavoro³⁾

	Totale (indice dest.) 2008 = 100)	Totale	Per componente			Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ⁴⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore 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	
2011	106,5	2,1	2,0	2,8	3,1	2,6	2,0	
2012	108,2	1,5	1,7	1,2	2,4	2,3	2,1	
2012 3° trim.	105,7	1,7	1,9	1,2	2,8	2,4	2,2	
4° trim.	114,4	1,3	1,4	0,9	2,7	2,1	2,2	
2013 1° trim.	102,1	1,6	1,7	1,4	3,3	1,8	2,0	
2° trim.							1,7	

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

- Rapporto tra i redditi (a prezzi correnti) per occupato e la produttività del lavoro per occupato.
- PIL totale e valore aggiunto per branca di attività economica (volumi) per input di lavoro (in termini di occupati o di ore lavorate).
- Costo orario del lavoro nell'intera economia, al netto di agricoltura, silvicoltura e pesca. A causa della diversa definizione dei settori compresi, le stime delle componenti potrebbero non essere coerenti con il totale.
- Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni cfr. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

5.2 Produzione e domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

1. PIL e componenti della domanda

	PIL								
	Totale	Domanda interna				Bilancia commerciale ¹⁾			
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>									
2009	8.921,8	8.803,9	5.135,3	1.988,2	1.730,6	-50,3	117,8	3.287,1	3.169,2
2010	9.168,4	9.046,0	5.271,4	2.016,2	1.737,5	20,9	122,4	3.786,6	3.664,2
2011	9.423,7	9.293,4	5.418,8	2.029,6	1.795,6	49,4	130,3	4.173,0	4.042,7
2012	9.484,6	9.233,7	5.453,2	2.039,0	1.744,6	-3,0	250,8	4.344,5	4.093,7
2012 2° trim.	2.369,9	2.308,7	1.360,4	510,3	436,1	1,9	61,2	1.085,2	1.024,1
3° trim.	2.374,9	2.306,3	1.362,7	510,5	435,2	-2,2	68,7	1.097,2	1.028,6
4° trim.	2.372,7	2.299,8	1.363,3	510,2	430,8	-4,4	72,9	1.090,9	1.018,0
2013 1° trim.	2.381,4	2.303,4	1.366,3	514,8	421,5	0,8	78,0	1.079,6	1.001,6
2° trim.	2.400,6	2.315,6	1.373,1	518,1	423,3	1,1	85,0	1.095,7	1.010,7
<i>in percentuale del PIL</i>									
2012	100,0	97,4	57,5	21,5	18,4	0,0	2,6	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2012 2° trim.	-0,3	-0,9	-0,6	-0,3	-1,9	-	-	1,1	-0,2
3° trim.	-0,1	-0,3	-0,1	-0,2	-0,4	-	-	0,6	0,2
4° trim.	-0,5	-0,6	-0,5	0,1	-1,2	-	-	-0,5	-0,9
2013 1° trim.	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	-2,2	-	-	-1,0	-1,1
2° trim.	0,3	0,1	0,2	0,4	0,3	-	-	1,6	1,4
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2009	-4,4	-3,7	-1,0	2,6	-12,8	-	-	-12,5	-11,0
2010	2,0	1,2	1,0	0,6	-0,4	-	-	11,7	10,1
2011	1,5	0,7	0,3	-0,1	1,6	-	-	6,4	4,3
2012	-0,6	-2,2	-1,4	-0,6	-3,9	-	-	2,5	-1,1
2012 2° trim.	-0,5	-2,4	-1,3	-0,7	-3,7	-	-	3,4	-0,8
3° trim.	-0,7	-2,5	-1,7	-0,6	-3,9	-	-	2,8	-1,2
4° trim.	-1,0	-2,3	-1,5	-0,7	-4,5	-	-	2,0	-0,9
2013 1° trim.	-1,0	-2,0	-1,3	-0,4	-5,6	-	-	0,1	-1,9
2° trim.	-0,5	-1,0	-0,6	0,3	-3,5	-	-	0,7	-0,4
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>									
2012 2° trim.	-0,3	-0,8	-0,3	-0,1	-0,4	-0,1	0,6	-	-
3° trim.	-0,1	-0,3	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,2	-	-
4° trim.	-0,5	-0,6	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	0,1	-	-
2013 1° trim.	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	-0,4	0,4	0,0	-	-
2° trim.	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,2	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>									
2009	-4,4	-3,7	-0,5	0,5	-2,7	-0,9	-0,7	-	-
2010	2,0	1,2	0,6	0,1	-0,1	0,6	0,7	-	-
2011	1,5	0,7	0,2	0,0	0,3	0,2	0,9	-	-
2012	-0,6	-2,2	-0,8	-0,1	-0,7	-0,5	1,6	-	-
2012 2° trim.	-0,5	-2,4	-0,8	-0,2	-0,7	-0,7	1,8	-	-
3° trim.	-0,7	-2,4	-1,0	-0,1	-0,7	-0,6	1,8	-	-
4° trim.	-1,0	-2,2	-0,8	-0,2	-0,9	-0,4	1,3	-	-
2013 1° trim.	-1,0	-1,9	-0,8	-0,1	-1,0	0,0	0,9	-	-
2° trim.	-0,5	-1,0	-0,3	0,1	-0,6	-0,1	0,5	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 1) Le esportazioni e le importazioni si riferiscono a beni e servizi e includono anche gli scambi commerciali tra i paesi dell'area dell'euro. I dati non sono del tutto coerenti con quelli riportati nella sezione 3.1, nella tavola 1 della sezione 7.1, nella tavola 3 della sezione 7.2 oppure nelle tavole 1 o 3 della sezione 7.5.
- 2) Include le acquisizioni nette di oggetti di valore.

5.2 Produzione e domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

2. Valore aggiunto per branca di attività economica

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto e di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrat. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2009	8.028,5	124,0	1.464,5	530,2	1.532,5	370,1	421,4	902,8	806,4	1.581,7	294,8	893,3
2010	8.226,9	136,2	1.578,7	498,4	1.547,9	370,4	438,2	917,7	826,5	1.612,6	300,2	941,5
2011	8.450,9	141,2	1.640,4	500,9	1.589,9	372,0	436,5	964,7	860,1	1.637,1	308,1	972,7
2012	8.507,5	143,8	1.642,1	490,2	1.602,3	367,8	429,7	981,5	878,5	1.657,5	314,1	977,0
2012 2° trim.	2.125,8	35,3	411,1	123,1	399,7	92,3	108,4	244,3	218,7	415,0	78,0	244,1
3° trim.	2.130,6	36,0	412,8	122,2	400,9	91,9	106,2	245,8	220,5	415,5	78,8	244,3
4° trim.	2.129,6	37,0	409,8	120,9	402,3	90,8	106,7	247,9	221,0	413,9	79,2	243,1
2013 1° trim.	2.140,2	37,1	410,9	120,2	401,9	89,9	109,0	248,9	221,8	420,8	79,7	241,1
2° trim.	2.154,1	37,2	414,9	120,3	404,3	89,7	110,2	251,0	224,0	422,3	80,2	246,4
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2012	100,0	1,7	19,3	5,8	18,8	4,3	5,1	11,5	10,3	19,5	3,7	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2012 2° trim.	-0,2	-1,7	-0,2	-1,3	-0,4	-0,2	0,8	0,1	-0,3	0,1	-0,6	-1,1
3° trim.	-0,1	-1,5	0,0	-1,0	-0,5	0,1	0,1	0,3	0,3	0,0	0,1	-0,2
4° trim.	-0,4	-0,3	-1,6	-1,6	-0,9	-0,9	1,0	0,5	-0,3	0,5	0,3	-1,0
2013 1° trim.	-0,1	0,8	-0,2	-1,1	-0,3	-0,5	-0,4	0,0	0,5	0,0	0,2	-0,3
2° trim.	0,3	-0,4	0,4	-0,3	0,4	0,0	-1,0	0,5	0,5	0,4	0,0	0,7
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2009	-4,4	1,3	-12,9	-8,0	-5,1	2,9	0,4	0,4	-7,9	1,5	-0,6	-4,2
2010	2,0	-3,0	9,5	-5,7	0,7	1,9	0,2	-0,1	2,3	1,3	0,4	1,4
2011	1,7	0,5	3,0	-1,7	1,6	3,3	0,6	2,1	2,7	1,1	0,5	0,1
2012	-0,5	-4,7	-1,1	-4,4	-0,6	0,4	-0,8	0,8	0,8	0,1	0,2	-2,0
2012 2° trim.	-0,3	-4,2	-0,9	-3,8	-0,2	1,1	-0,8	0,7	0,9	0,0	0,3	-2,1
3° trim.	-0,6	-6,1	-0,8	-3,9	-0,9	0,4	-0,7	0,7	0,8	-0,2	0,1	-1,9
4° trim.	-0,8	-6,6	-1,4	-5,3	-1,6	-1,2	1,2	0,9	0,1	0,3	-0,1	-2,2
2013 1° trim.	-0,8	-2,7	-2,0	-4,9	-2,1	-1,5	1,6	1,0	0,2	0,7	0,0	-2,7
2° trim.	-0,4	-1,3	-1,5	-4,0	-1,3	-1,3	-0,3	1,4	1,0	0,9	0,6	-0,9
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2012 2° trim.	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	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.	-0,4	0,0	-0,3	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2013 1° trim.	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2° trim.	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2009	-4,4	0,0	-2,6	-0,5	-1,0	0,1	0,0	0,0	-0,8	0,3	0,0	-
2010	2,0	0,0	1,7	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	0,3	0,0	-
2011	1,7	0,0	0,6	-0,1	0,3	0,1	0,0	0,2	0,3	0,2	0,0	-
2012	-0,5	-0,1	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2012 2° trim.	-0,3	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
3° trim.	-0,6	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
4° trim.	-0,8	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2013 1° trim.	-0,8	0,0	-0,4	-0,3	-0,4	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2° trim.	-0,4	0,0	-0,3	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,2	0,0	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5.2 Produzione e domanda

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

3. Produzione industriale

in perc. del totale nel 2010	Totale		Industria escluse le costruzioni									Costruzioni	
	1	2	Totale (dest.; indice 2010 = 100)	Industria escluse le costruzioni e i beni energetici					Beni energetici		11	12	
				Totale	Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo				
									Totale	Durevoli			Non durevoli
3	4	5	6	7	8	9	10						
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	0,9	-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 3° trim.	-2,7	101,2	-2,2	-2,3	-2,5	-4,2	-0,8	-2,2	-5,4	-1,8	0,0	-4,7	
4° trim.	-3,3	99,2	-3,1	-3,4	-3,6	-4,8	-3,3	-2,0	-5,1	-1,6	-0,3	-4,3	
2013 1° trim.	-2,9	99,4	-2,3	-2,7	-2,9	-3,6	-3,6	-0,9	-4,5	-0,5	0,0	-5,7	
2° trim.	-1,7	100,6	-0,5	-0,4	-0,5	-2,1	1,4	-0,7	-3,8	-0,2	-0,7	-5,0	
2013 feb.	-2,3	99,2	-3,2	-2,5	-2,7	-2,9	-3,9	-0,5	-4,9	-0,1	-6,7	2,1	
mar.	-2,5	100,1	-1,4	-3,0	-3,3	-4,1	-3,1	-2,4	-1,9	-2,6	8,7	-7,6	
apr.	-1,7	100,5	-0,5	-0,4	-0,5	-2,5	1,5	-0,2	-4,5	0,6	-0,7	-6,3	
mag.	-1,6	100,3	-1,3	-1,4	-1,4	-2,6	-0,6	-0,9	-6,1	-0,1	0,2	-3,8	
giu.	-0,5	101,0	0,3	0,6	0,5	-1,3	3,3	-1,1	-1,0	-1,1	-1,7	-3,0	
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2013 feb.	0,4	-	0,2	0,1	-0,2	-0,2	0,8	-1,4	0,8	-1,5	1,7	0,7	
mar.	0,1	-	0,9	0,2	0,3	0,0	1,0	0,1	1,8	0,0	3,7	-1,8	
apr.	0,7	-	0,4	1,0	0,7	0,1	2,2	0,4	-1,6	0,9	-1,4	1,3	
mag.	-0,3	-	-0,2	-0,2	-0,1	0,6	-1,1	0,3	-1,9	0,7	0,1	0,5	
giu.	0,6	-	0,7	1,1	1,2	0,5	2,5	0,2	4,9	-0,6	-1,6	0,7	

4. Nuovi ordinativi e fatturato nell'industria, vendite al dettaglio e immatricolazioni di nuove autovetture

in perc. del totale nel 2010	Indicatore dei nuovi ordinativi nell'industria ^{b)}		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						Migliaia (dest.) ²⁾	Totale	
	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Totale (dest.; indice 2010 = 100)	Totale	Totale	Totale (dest.; indice 2010 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari		Carburante			
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici				
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	104,6	-3,7	108,7	-0,5	0,5	98,0	-1,7	-1,2	-1,7	-4,2	-2,6	-5,2	744	-11,0
2012 3° trim.	104,7	-2,9	109,2	-0,7	0,8	98,2	-1,4	-0,8	-1,4	-2,6	-1,9	-4,6	721	-12,7
4° trim.	103,2	-2,3	107,2	-1,7	-0,8	96,8	-2,7	-2,0	-2,8	-4,7	-4,3	-5,7	709	-14,2
2013 1° trim.	102,9	-2,3	106,9	-2,7	-1,2	97,1	-2,0	-1,7	-2,2	-3,6	-4,6	-3,6	688	-11,3
2° trim.	103,8	-1,2	106,8	-1,7	-0,2	97,3	-0,7	-1,7	0,1	2,3	-3,1	-0,9	708	-7,2
2013 mar.	103,8	-2,3	107,4	-2,8	-1,7	96,8	-2,2	-0,6	-3,4	-9,4	-5,6	-2,1	700	-10,9
apr.	102,7	-2,5	106,7	-2,0	-0,7	96,8	-1,1	-2,5	0,1	3,3	-3,6	0,3	710	-6,5
mag.	103,6	-1,9	106,5	-2,7	0,5	97,9	0,1	-0,8	0,6	0,5	-1,9	-0,4	704	-8,0
giu.	105,1	0,8	107,1	-0,5	-0,4	97,2	-1,1	-1,8	-0,3	3,0	-3,8	-2,5	711	-7,2
lug.	.	.	.	.	-0,5	97,4	-1,3	-0,6	-1,6	.	.	-4,9	.	.
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>														
2013 mar.	-	1,3	-	0,7	-0,1	-	-0,2	0,8	-0,7	-3,1	-0,5	1,0	-	0,3
apr.	-	-1,0	-	-0,6	-0,1	-	0,0	-1,5	1,0	2,5	-0,1	0,6	-	1,5
mag.	-	0,9	-	-0,2	1,2	-	1,1	1,2	0,8	0,9	1,0	0,3	-	-1,0
giu.	-	1,4	-	0,6	-0,5	-	-0,7	-0,5	-0,6	1,3	-1,0	0,6	-	1,0
lug.	-	.	-	.	0,2	-	0,1	1,0	-0,4	.	.	-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 percentuali¹⁾, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico ²⁾ (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera					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	11,7	77,1	-14,2	-5,3	-12,3	31,2	-8,0
2011	101,8	0,3	-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	-11,3	-27,6	38,4	-12,0
2012 2° trim.	92,3	-10,5	-21,9	6,5	-3,0	79,2	-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	77,6	-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 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	5,5	1,5	78,3	-17,4	-8,9	-20,9	30,4	-9,4
ago.	95,2	-7,9	-23,8	4,4	4,6	-	-15,6	-8,0	-15,8	30,4	-8,2

	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
2009	-33,1	-42,1	-24,1	-15,5	-21,4	9,8	-15,4	-16,1	-21,2	-18,0	-9,3
2010	-28,8	-39,4	-18,2	-4,1	-6,6	7,2	1,6	4,0	1,5	3,1	7,4
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 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	-14,0	-21,1	10,3	-10,4	-7,8	-11,6	-10,4	-1,3
ago.	-33,5	-42,1	-24,8	-10,7	-17,9	8,3	-5,9	-5,3	-7,7	-8,4	0,2

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													
<i>livelli (migliaia)</i>													
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
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
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
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
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
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
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													
<i>livelli (milioni)</i>													
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
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
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
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
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
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
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													
<i>livelli (migliaia)</i>													
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
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
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
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
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

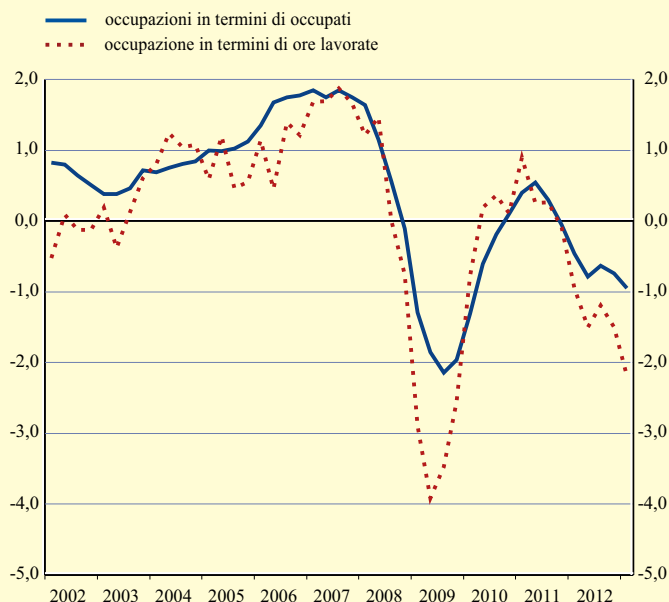
(dati destagionalizzati salvo diversa indicazione)

2. Disoccupazione e posti vacanti¹⁾

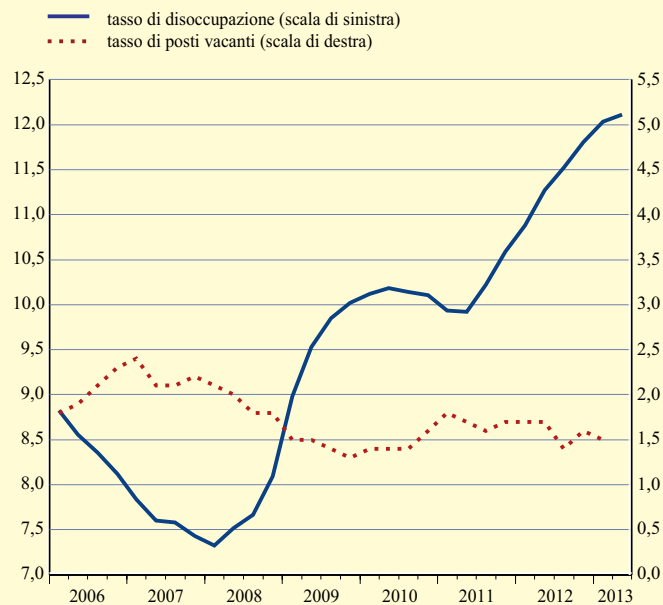
	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti ²⁾
	Totale		Per età ³⁾				Per genere ⁴⁾				
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
in perc. del totale nel 2010	100,0	79,4		20,6		54,0		46,0		in perc. del totale dei posti di lavoro	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2009	15,054	9,6	11,767	8,4	3,288	20,3	8,146	9,4	6,908	9,8	1,4
2010	15,938	10,1	12,657	8,9	3,281	20,9	8,605	10,0	7,333	10,3	1,5
2011	16,037	10,2	12,825	9,0	3,212	20,9	8,547	9,9	7,490	10,5	1,7
2012	18,069	11,4	14,580	10,1	3,489	23,1	9,703	11,2	8,366	11,6	1,6
2012 2° trim.	17,912	11,3	14,452	10,1	3,461	22,9	9,640	11,1	8,273	11,4	1,7
3° trim.	18,333	11,5	14,804	10,3	3,529	23,4	9,851	11,4	8,483	11,7	1,4
4° trim.	18,786	11,8	15,197	10,5	3,589	23,8	10,082	11,7	8,704	12,0	1,6
2013 1° trim.	19,132	12,0	15,539	10,8	3,593	24,0	10,272	11,9	8,860	12,2	1,5
2° trim.	19,251	12,1	15,727	10,9	3,524	23,9	10,302	12,0	8,949	12,3	.
2013 feb.	19,135	12,0	15,533	10,8	3,602	24,1	10,282	11,9	8,853	12,2	-
mar.	19,157	12,1	15,606	10,8	3,551	23,9	10,272	11,9	8,885	12,2	-
apr.	19,225	12,1	15,685	10,9	3,540	23,9	10,285	11,9	8,940	12,3	-
mag.	19,281	12,1	15,766	10,9	3,516	23,8	10,317	12,0	8,964	12,3	-
giu.	19,246	12,1	15,731	10,9	3,516	23,9	10,304	12,0	8,942	12,3	-
lug.	19,231	12,1	15,730	10,9	3,500	24,0	10,277	11,9	8,953	12,3	-

F28 Occupazione: occupati e ore lavorate

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



F29 Tasso di disoccupazione e tasso di posti vacanti²⁾



Fonte: Eurostat.

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



FINANZA PUBBLICA

6.1 Entrate, spese e disavanzo/avanzo ¹⁾ (in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette		Imposte indirette		Riscosse da istituzioni dell'UE		Contributi sociali		Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale			
		Famiglie	Imprese			Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE			
												A carico delle istituzioni dell'UE		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2004	47,4	43,5	10,5	5,0	3,1	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,3
2005	47,3	43,4	10,5	5,0	3,0	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3
2006	46,7	42,8	10,3	5,0	2,9	24,6	21,8	1,6	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,0	42,2	10,1	5,0	3,0	24,2	21,4	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,1
2008	47,3	43,3	10,3	5,2	3,0	24,8	21,9	1,6	0,4	3,9	2,6	1,3	0,0	44,2
2009	51,3	47,0	11,1	5,7	2,9	27,4	24,3	1,8	0,4	4,3	2,8	1,4	0,0	48,4
2010	51,0	46,6	10,9	5,7	2,8	27,2	24,2	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⁾							Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
	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)			
													1		
2004	-2,9	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,2	8,1	12,3	
2005	-2,5	-2,3	-0,3	-0,2	0,2	0,5	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,3	8,0	12,5	
2006	-1,4	-1,5	-0,1	-0,2	0,4	1,5	20,3	10,3	5,0	5,3	1,9	2,3	7,9	12,5	
2007	-0,7	-1,2	0,0	0,0	0,6	2,3	20,1	10,1	5,0	5,2	1,9	2,3	7,7	12,3	
2008	-2,1	-2,3	-0,2	-0,2	0,5	0,9	20,6	10,3	5,2	5,4	1,9	2,3	8,0	12,7	
2009	-6,4	-5,2	-0,5	-0,3	-0,4	-3,5	22,4	11,1	5,7	5,9	2,1	2,5	8,6	13,7	
2010	-6,2	-5,1	-0,7	-0,3	-0,1	-3,4	22,1	10,9	5,7	5,9	2,1	2,6	8,4	13,6	
2011	-4,1	-3,3	-0,7	-0,2	0,0	-1,1	21,6	10,6	5,5	5,8	2,1	2,6	8,2	13,4	
2012	-3,7	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6	21,6	10,5	5,5	5,9	2,1	2,6	8,2	13,4	

4. Paesi dell'area dell'euro: disavanzo (-)/avanzo (+) ⁵⁾

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2009	-5,6	-3,1	-2,0	-13,9	-15,6	-11,2	-7,5	-5,5	-6,1	-0,8	-3,7	-5,6	-4,1	-10,2	-6,2	-8,0	-2,5
2010	-3,8	-4,1	0,2	-30,8	-10,7	-9,7	-7,1	-4,5	-5,3	-0,9	-3,6	-5,1	-4,5	-9,8	-5,9	-7,7	-2,5
2011	-3,7	-0,8	1,2	-13,4	-9,5	-9,4	-5,3	-3,8	-6,3	-0,2	-2,8	-4,5	-2,5	-4,4	-6,4	-5,1	-0,8
2012	-3,9	0,2	-0,3	-7,6	-10,0	-10,6	-4,8	-3,0	-6,3	-0,8	-3,3	-4,1	-2,5	-6,4	-4,0	-4,3	-1,9

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al disavanzo/avanzo dei singoli paesi.

- 1) I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra i paesi membri dell'area e il bilancio comunitario sono incluse e consolidate; quelle tra le amministrazioni pubbliche dei paesi membri non sono consolidate.
- 2) Comprende le imposte e i contributi sociali.
- 3) Spese totali meno spese per interessi.
- 4) Corrisponde alle spese per consumi finali (P.3) delle amministrazioni pubbliche nel SEC 95.
- 5) Sono inclusi i regolamenti collegati agli accordi sui tassi *swap* e a termine.

6.2 Debito ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: per strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				Altri creditori ³⁾
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ²⁾			Altri settori	
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	69,2	2,1	12,5	5,1	49,6	40,2	20,5	11,3	8,4	29,1
2004	69,7	2,2	12,2	4,8	50,5	38,7	19,7	11,2	7,9	30,9
2005	70,5	2,4	12,3	4,5	51,3	37,0	19,0	11,3	6,8	33,5
2006	68,7	2,5	11,9	4,0	50,3	34,9	19,1	9,3	6,5	33,7
2007	66,4	2,2	11,3	3,9	48,9	32,7	17,8	8,6	6,3	33,6
2008	70,2	2,3	11,6	6,5	49,8	33,2	18,4	7,9	6,9	37,0
2009	80,0	2,5	12,7	8,3	56,5	37,4	21,4	9,2	6,8	42,6
2010	85,4	2,4	15,4	7,3	60,2	40,5	24,3	10,6	5,6	44,9
2011	87,3	2,4	15,4	7,4	62,1	42,8	24,7	11,3	6,9	44,5
2012	90,7	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
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			Altri creditori ⁶⁾
		Fabbisogno ²⁾	Effetti di rivalutazione ³⁾	Altre variazioni in volume ⁴⁾	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ⁵⁾	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	3,2	3,3	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	2,9	0,2	0,0	0,3	3,0
2005	3,3	3,1	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,4	0,0	0,5	3,7
2006	1,6	1,5	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,3	1,5	-0,3	1,1	-1,4	1,9
2007	1,2	1,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	1,2	-0,4	-0,4	-0,3	1,6
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,1	0,5	2,7	2,0	1,3	1,0	-0,5	4,1
2009	7,3	7,5	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,9	3,0	2,3	1,0	4,3
2010	7,6	7,7	-0,1	0,0	0,0	3,0	-0,7	5,2	4,1	3,5	1,6	3,4
2011	4,2	4,0	0,1	0,0	0,0	0,4	0,2	3,5	3,4	1,0	1,0	0,8
2012	4,0	5,4	-1,4	0,0	0,2	2,1	-0,5	2,2	4,1	2,0	1,2	-0,2

2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

Variazione del debito	Disavanzo (-)/avanzo (+)	Raccordo disavanzo-debito ⁷⁾											Altro ⁸⁾	
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume		
			Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli ⁹⁾	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2004	3,2	-2,9	0,3	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,3	-2,5	0,8	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
2006	1,6	-1,4	0,2	0,2	0,3	-0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
2007	1,2	-0,7	0,5	0,6	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,3	-2,1	3,2	3,0	0,8	0,7	0,7	0,9	-0,1	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0
2009	7,3	-6,4	0,9	1,0	0,3	0,0	0,3	0,4	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,1
2010	7,6	-6,2	1,4	1,8	0,0	0,5	1,0	0,2	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,3
2011	4,2	-4,1	0,0	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2
2012	4,0	-3,7	0,2	1,4	0,3	0,6	-0,1	0,6	-0,1	0,3	-1,4	0,0	0,0	0,3

Fonte: BCE.

- 1) Dati parzialmente stimati. La variazione annua del debito lordo è espressa in percentuale del PIL [debito (t) - debito (t-1)] ÷ PIL (t). I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati.
- 2) Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
- 3) Include, oltre all'impatto delle variazioni dei tassi di cambio, gli effetti derivanti dalla misurazione al valore nominale (per esempio premi o sconti sui titoli emessi).
- 4) Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e alcune operazioni di assunzione di debito.
- 5) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 6) Include i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 7) Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- 8) Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
- 9) Esclusi gli strumenti finanziari derivati.

6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali ¹⁾
(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate trimestrali

	Totale 1	Entrate correnti					Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾ 10	
		Imposte dirette 2	Imposte indirette 3	Contributi sociali 4	Vendite di beni e servizi 5	Redditi da capitale 6	8	Imposte in conto capitale 9		
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 1	Spese correnti						Spese in conto capitale			Disavanzo (-)/ avanzo (+) 12	Disavanzo (-)/ avanzo primario (+) 13	
		Totale 2	Redditi da lavoro dipendente 3	Consumi intermedi 4	Interessi 5	Trasfe- rimenti correnti 6	7		Investimenti 9	Trasferimenti in conto capitale 11			
							Pagamenti sociali 7	Sussidi 8					
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

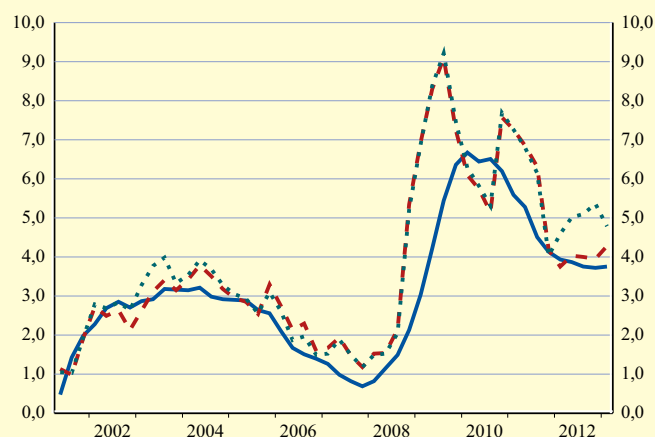
2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	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)

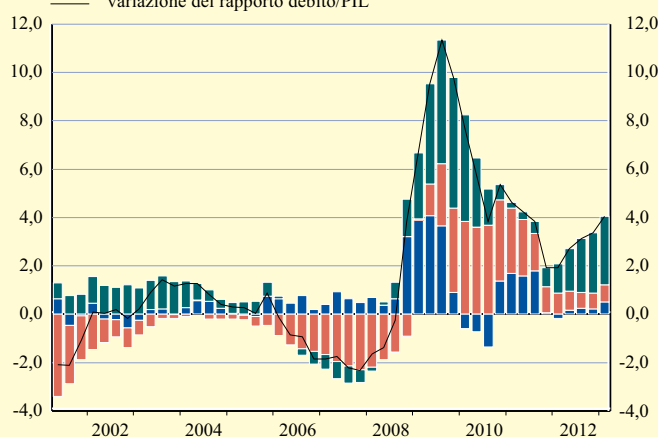
— disavanzo
- - - variazione del debito
... fabbisogno



F31 Debito (definizione di Maastricht)

(variazione annua nel rapporto debito/PIL e fattori sottostanti)

■ raccordo disavanzo-debito
■ disavanzo/avanzo primario
■ differenziale crescita del PIL/onere medio del debito
— variazione del rapporto debito/PIL



Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

1) I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati.

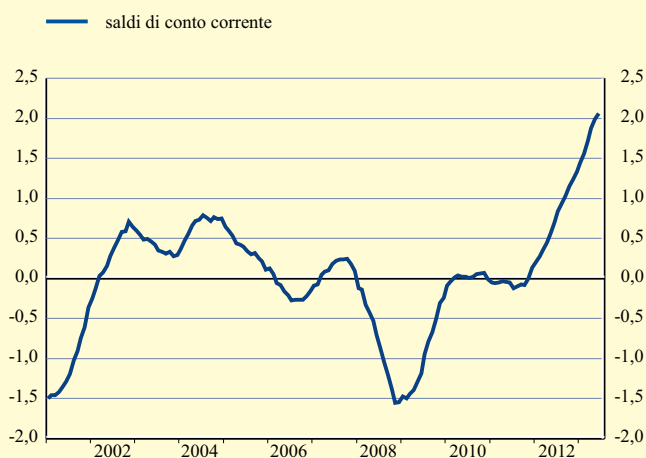


TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

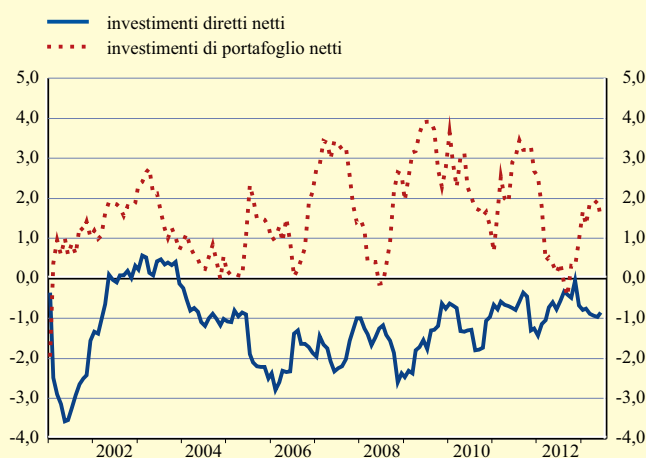
7.1 Bilancia dei pagamenti ¹⁾ (miliardi di euro; transazioni nette)

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario						Errori e omissioni
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2010	3,5	17,2	56,5	38,9	-109,2	5,7	9,2	9,1	-88,8	119,5	18,4	-29,5	-10,5	-18,3
2011	14,9	6,8	73,2	42,1	-107,2	11,2	26,0	-42,7	-118,7	252,5	-5,3	-161,0	-10,2	16,6
2012	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 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
2° trim.	52,1	52,2	26,8	0,4	-27,3	4,3	56,4	-53,1	-11,7	64,0	3,4	-107,8	-1,0	-3,3
2012 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.	9,3	17,3	8,2	-7,5	-8,7	2,3	11,6	-9,8	0,2	39,2	-7,2	-41,5	-0,6	-1,8
giu.	26,1	18,6	11,1	5,6	-9,1	0,7	26,9	-24,8	-5,1	23,2	14,0	-56,5	-0,3	-2,1
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2013 giu.	191,5	151,2	95,0	57,6	-112,3	16,4	208,0	-220,2	-80,6	145,1	43,8	-324,5	-4,0	12,3
<i>flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>														
2013 giu.	2,0	1,6	1,0	0,6	-1,2	0,2	2,2	-2,3	-0,8	1,5	0,5	-3,4	0,0	0,1

F32 B.d.p. dell'area dell'euro: conto corrente (dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



F33 B.d.p. dell'area dell'euro: investimenti diretti e di portafoglio (flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



Fonte:

1) L'utilizzo convenzionale dei segni è descritto nelle Note generali.

7.2 Conto corrente e conto capitale

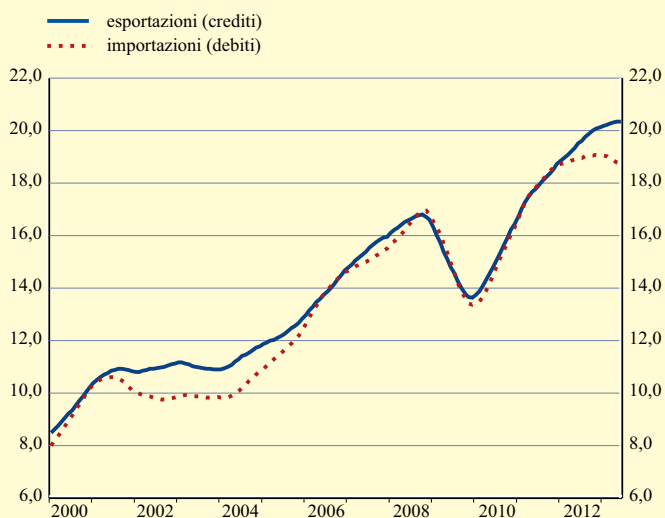
(miliardi di euro; transazioni)

1. Conto corrente e conto capitale: principali voci

	Conto corrente														Conto capitale	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti				Crediti	Debiti	
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti		Debiti				
											Rimesse dei lavoratori		Rimesse dei lavoratori			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
2010	2.710,8	2.707,3	3,5	1.576,9	1.559,6	543,9	487,5	502,8	463,9	87,1	6,3	196,3	27,1	20,3	14,7	
2011	2.985,1	2.970,2	14,9	1.787,9	1.781,1	581,5	508,4	521,2	479,1	94,5	6,6	201,7	27,8	25,4	14,2	
2012	3.150,0	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 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	
2° trim.	804,9	752,8	52,1	489,7	437,5	159,9	133,1	134,1	133,7	21,2	.	48,5	.	7,1	2,8	
2013 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.	266,1	256,8	9,3	162,9	145,6	52,3	44,1	43,9	51,4	7,0	-	15,7	-	3,1	0,8	
giu.	273,6	247,5	26,1	161,4	142,8	56,6	45,5	48,0	42,4	7,6	-	16,7	-	1,7	1,0	
	Dati destagionalizzati															
2012 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	-	-	-	
2° trim.	800,1	740,0	60,1	486,8	438,8	159,9	136,5	128,1	112,0	25,3	-	52,7	-	-	-	
2013 apr.	268,2	244,5	23,8	163,3	145,4	53,1	44,9	43,6	38,4	8,2	-	15,7	-	-	-	
mag.	264,5	245,0	19,5	163,0	144,7	52,6	46,1	41,6	37,1	7,3	-	17,2	-	-	-	
giu.	267,3	250,5	16,9	160,5	148,7	54,2	45,5	42,9	36,5	9,7	-	19,8	-	-	-	
	flussi cumulati sui 12 mesi															
2013 giu.	3.181,7	2.985,6	196,1	1.938,9	1.786,2	634,6	539,6	507,6	449,6	100,7	-	210,2	-	-	-	
	flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL															
2013 giu.	33,4	31,3	2,1	20,3	18,7	6,7	5,7	5,3	4,7	1,1	-	2,2	-	-	-	

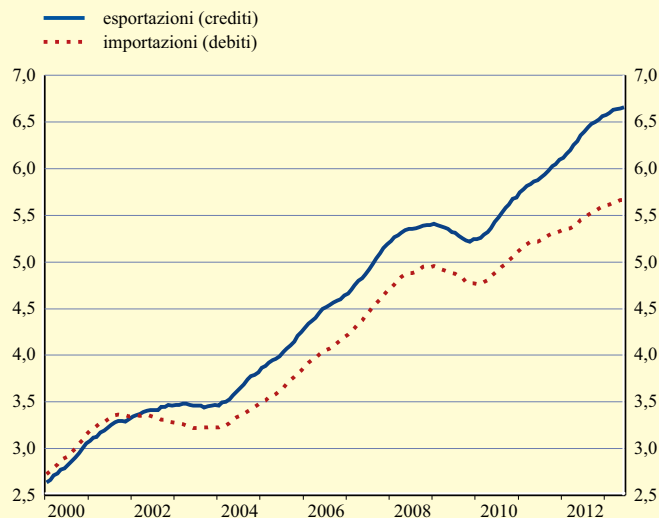
F34 B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei beni

(dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



F35 B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei servizi

(dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

7.2 Conto corrente e conto capitale

(miliardi di euro)

2. Conto dei redditi

(transazioni)

	Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale													
	Crediti	Debiti	Totale		Investimenti diretti						Investimenti di portafoglio				Altri investimenti	
			Crediti	Debiti	Su azioni e altre partecipazioni				Su debito		Dividendi		Interessi		Crediti	Debiti
					Crediti	Debiti	Utili reinvestiti	Utili reinvestiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2010	25,1	12,4	477,7	451,5	245,8	48,6	154,7	45,2	23,4	24,3	28,8	84,0	102,1	123,8	77,6	64,7
2011	27,1	13,0	494,1	466,1	248,9	25,6	154,0	53,2	24,7	23,0	35,3	97,6	103,3	127,0	81,9	64,6
2012	28,6	13,2	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
	1	Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE ¹⁾	Istituzioni dell'UE	8	9	10	11	12	13	14	15	16
		2	3	4	5	6	7									
	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
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	-
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	-
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	170,7	-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	166,0	179,7	-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	173,8	185,7	-11,9	5.645,1	4.254,9	5.187,8	8.122,4	-21,2	4.923,7	5.219,2	733,8
4° trim.	16.587,8	17.827,3	-1.239,6	174,9	188,0	-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	179,3	191,7	-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	7,9	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 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
2° trim.	9,3	-43,8	53,1	0,4	-1,8	2,2	14,7	3,0	13,0	76,9	-3,4	-16,0	-123,8	1,0
2013 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.	-10,9	-20,7	9,8	-	-	-	-0,1	0,2	18,0	57,3	7,2	-36,6	-78,2	0,6
giu.	-119,2	-144,0	24,8	-	-	-	1,9	-3,2	-46,9	-23,7	-14,0	-60,5	-117,0	0,3
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	-8,7	-4,3	-4,4	-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 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
2° trim.	1,8	0,4	-	.	.	.	3,6	2,8	4,6	4,7	.	-2,0	-8,0	0,6

Fonte: BCE.

1) Le attività comprendono la posizione netta in strumenti finanziari derivati.

7.3 Conto finanziario

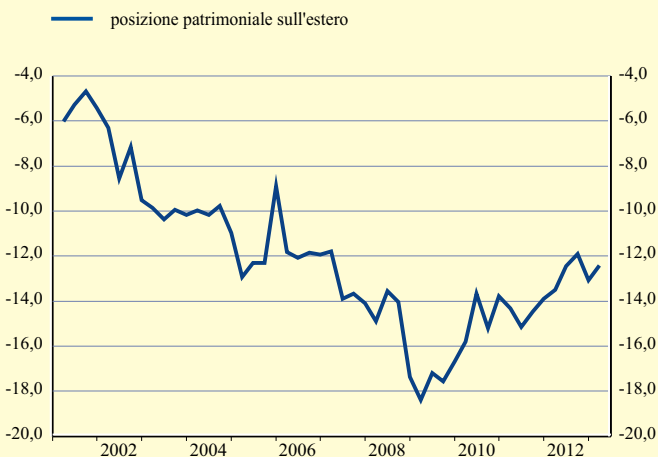
(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni e altre variazioni nel periodo)

2. Investimenti diretti

	All'estero da residenti						Nell'area dell'euro da non residenti							
	Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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 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
2° trim.	14,7	11,9	2,3	9,6	2,8	-0,8	3,6	3,0	4,4	0,8	3,6	-1,4	0,2	-1,6
2013 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	8,6	0,1	8,5	-8,7	-0,9	-7,8	0,2	2,9	-0,1	3,0	-2,7	0,1	-2,8
giu.	1,9	-7,2	0,3	-7,4	9,0	0,7	8,3	-3,2	-0,6	0,4	-1,1	-2,6	-1,3	-1,3
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 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
2° trim.	3,6	3,7	0,9	3,9	3,1	4,3	3,1	2,8	4,3	7,4	4,2	-1,1	19,6	-1,2

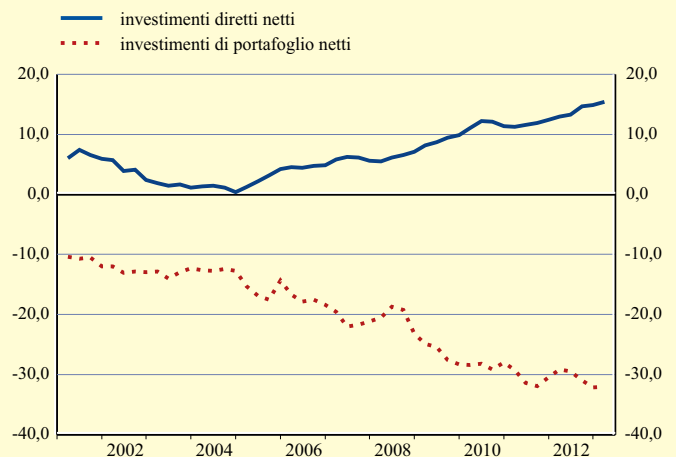
F36 Posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro

(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									
		Totale		IFM		non IFM	Obbligazioni e note				Strumenti di mercato monetario					
	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 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
2° trim.	13,0	8,1	2,3	0,0	5,9	.	-16,4	-19,1	-6,3	2,7	.	21,3	12,7	19,9	8,5	.
2013 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.	18,0	9,2	4,6	0,0	4,6	-	5,6	-1,0	0,1	6,5	-	3,3	3,8	1,1	-0,5	-
giu.	-46,9	-18,4	-2,2	0,0	-16,2	-	-27,7	-8,3	0,0	-19,3	-	-0,9	-2,4	3,3	1,5	-
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 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
2° trim.	4,6	7,1	39,7	5,2	6,0	.	3,3	-5,6	-33,9	6,2	.	2,7	-1,5	63,0	10,5	.

4. Investimenti di portafoglio: passività

	Totale	Azioni e altre partecipazioni				Strumenti di debito							
		Totale		IFM		Obbligazioni e note				Strumenti di mercato monetario			
	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 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	
2° trim.	76,9	71,0	-15,4	86,4	-2,2	-11,4	9,2	.	8,1	21,4	-13,3	.	
2013 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.	57,3	51,1	2,0	49,1	2,9	-0,2	3,1	-	3,2	1,6	1,7	-	
giu.	-23,7	8,3	-15,8	24,1	-33,0	-11,9	-21,1	-	1,0	14,8	-13,9	-	
Tassi di crescita													
2010	3,6	4,3	-2,0	6,2	4,9	4,9	4,8	12,4	-8,8	18,5	-13,4	-9,8	
2011	2,6	2,5	3,1	2,2	4,4	6,9	3,3	5,5	-9,1	5,2	-12,1	-10,9	
2012 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	
2° trim.	4,7	7,1	-7,0	9,9	2,8	-2,1	4,8	.	5,1	28,2	-0,4	.	

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni e altre variazioni nel periodo)

5. Altri investimenti: attività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi
	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 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
2° trim.	-16,0	-11,2	.	.	20,1	.	.	-4,4	.	.	-0,1	-20,4	.	.	0,3
2013 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.	-36,6	-5,2	.	.	-1,7	.	.	-3,9	.	.	-1,4	-25,8	.	.	-7,9
giu.	-60,5	-2,9	.	.	-43,1	.	.	-1,9	.	.	-0,6	-12,5	.	.	-13,9
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 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
2° trim.	-2,0	-25,8	.	.	-3,9	.	.	-3,8	.	.	-20,0	2,0	.	.	1,8

6. Altri investimenti: passività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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 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
2° trim.	-123,8	-21,5	.	.	-93,0	.	.	1,2	.	.	.	-10,4	.	.	.
2013 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.	-78,2	-11,3	.	.	-58,6	.	.	-0,6	.	.	.	-7,6	.	.	.
giu.	-117,0	-9,1	.	.	-89,1	.	.	3,6	.	.	.	-22,4	.	.	.
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 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
2° trim.	-8,0	-8,3	.	.	-12,1	.	.	-3,9	.	.	.	0,8	.	.	.

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni nel periodo)

7. Riserve ufficiali¹⁾

	Riserve ufficiali													Per memoria				
	Totale	Oro monetario		DSP	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera							Altre attività	Altre attività in valuta estera	Deflussi previsti netti a breve termine di valuta estera	Assegnazione di DSP		
		in miliardi di euro	in milioni di once			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli								Strumenti finanziari derivati	
		1	2				3	4	5	6	7	8						9	10	11	12	13
	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 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	
lug.	588,7	343,3	346,674	50,7	31,4	162,5	7,8	5,0	149,5	0,2	132,0	17,3	0,2	0,9	26,3	-28,6	53,8	
	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 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	-	-	-	
2° trim.	1,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	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 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	-	-	-	-	-	
2° trim.	0,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	

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	119,2	51,3	5,0	41,9	2,2	2,2	16,6	23,4	3,0	51,9	24,4
2011	121,3	49,2	4,7	44,0	2,4	2,9	18,1	24,6	4,4	48,5	25,7
2012 3° trim.	126,0	49,2	4,6	45,6	2,4	3,5	20,7	25,9	4,6	47,5	27,3
4° trim.	126,0	47,8	4,9	45,9	2,4	3,4	21,5	26,3	4,5	44,6	29,1
2013 1° trim.	127,3	48,0	5,2	46,5	2,5	3,9	21,4	27,0	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⁾

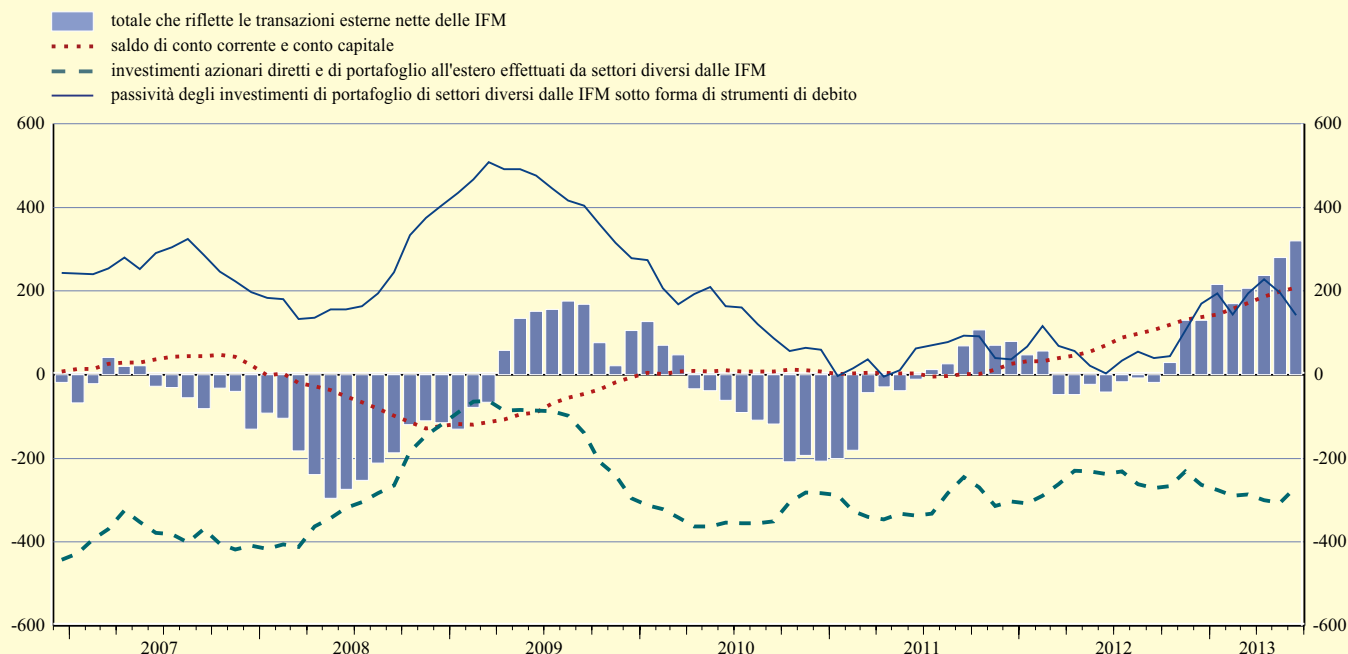
(miliardi di euro; transazioni)

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 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
2° trim.	126,1	56,4	-13,2	2,0	-5,9	-11,2	86,4	-4,1	24,9	-9,2	3,4	-3,3
2012 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.	66,9	11,6	-0,7	0,2	-4,6	-6,0	49,1	4,8	29,8	-8,2	-7,2	-1,8
giu.	54,3	26,9	-0,9	-2,3	16,2	17,8	24,1	-35,0	14,4	-18,8	14,0	-2,1
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2013 giu.	319,6	208,0	-200,0	113,2	-109,8	-147,5	278,9	142,5	-29,1	7,4	43,8	12,3

F38 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM ¹⁾

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

7.5 Commercio di beni

1. Esportazioni e importazioni in valore e in volume, per categoria merceologica¹⁾ (dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)						
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Settore manifatturiero	Totale			Per memoria: Settore mani- fatturiero	Petrolio			
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)														
2011	13,0	13,3	1.746,1	880,5	353,1	474,3	1.426,9	1.762,5	1.129,2	241,0	367,6	1.104,8	324,3	
2012	7,4	1,7	1.870,7	928,9	384,7	516,1	1.524,5	1.791,1	1.147,7	245,1	368,4	1.091,6	360,6	
2012 3° trim.	7,5	0,4	474,0	233,4	96,6	131,9	386,6	448,0	285,3	62,0	92,8	273,8	90,3	
4° trim.	5,7	1,0	466,2	230,8	96,5	129,1	379,5	439,4	281,2	58,9	91,7	268,6	89,8	
2013 1° trim.	1,2	-5,1	475,6	236,2	95,6	133,3	384,3	436,6	278,4	58,9	90,6	268,3	86,0	
2° trim.	1,9	-3,3	475,0	.	.	.	385,0	431,3	.	.	.	265,2	.	
2013 gen.	5,2	2,0	157,1	78,1	31,4	44,3	127,5	148,1	93,5	20,8	30,6	91,4	29,7	
feb.	-1,2	-6,9	157,2	77,7	31,1	44,3	125,0	145,0	93,8	19,0	30,0	86,5	28,9	
mar.	0,1	-10,0	161,4	80,4	33,1	44,7	131,8	143,4	91,1	19,0	30,0	90,5	27,4	
apr.	9,0	1,7	159,6	77,9	32,9	44,4	127,4	144,6	91,8	20,0	30,2	87,8	28,3	
mag.	-0,2	-5,7	155,4	75,9	31,6	43,2	130,3	141,6	89,5	19,2	29,7	90,1	27,5	
giu.	-2,5	-5,8	160,0	.	.	.	127,4	145,2	.	.	.	87,3	.	
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)														
2011	7,5	3,5	148,6	143,3	153,4	155,5	145,3	126,4	119,5	136,2	144,6	133,5	102,6	
2012	3,3	-3,1	153,0	146,1	160,8	161,2	150,2	122,3	116,0	130,0	137,9	127,1	103,6	
2012 2° trim.	3,6	-3,0	153,2	145,5	162,3	161,9	151,0	123,4	116,7	133,0	138,8	129,5	103,3	
3° trim.	2,9	-5,6	154,0	146,3	159,3	163,4	151,3	121,2	114,7	129,5	136,4	125,7	104,9	
4° trim.	2,4	-2,5	151,9	144,8	161,1	160,4	149,0	120,2	114,2	125,2	136,3	124,5	104,4	
2013 1° trim.	0,2	-4,4	155,7	148,7	159,4	167,2	151,7	120,5	114,5	124,3	135,9	125,5	100,8	
2012 dic.	-6,0	-7,4	149,6	141,9	159,0	158,5	146,8	118,0	112,6	122,2	133,7	122,9	101,5	
2013 gen.	3,5	2,0	154,0	147,4	157,2	165,7	150,6	123,0	115,9	132,4	137,4	128,2	105,2	
feb.	-1,4	-6,1	154,8	147,1	156,0	167,3	148,7	120,0	115,0	122,0	135,6	121,7	100,0	
mar.	-1,2	-8,9	158,5	151,7	164,9	168,5	156,0	118,6	112,6	118,7	134,8	126,5	97,3	
apr.	8,5	3,0	156,8	147,4	163,3	167,6	150,5	120,2	115,0	123,2	135,0	122,0	103,9	
mag.	0,0	-3,6	153,0	144,9	156,1	162,2	154,2	119,4	114,0	120,9	133,3	126,7	104,2	

2. Prezzi²⁾ (variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (f.o.b.) ³⁾							Prezzi all'importazione dei prodotti industriali (c.i.f.)						
	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Settore mani- fatturiero	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Settore mani- fatturiero		
		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			
in perc. del totale	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	104,1	4,1	5,6	1,3	1,5	23,0	3,8	108,2	8,1	4,8	-0,7	3,6	25,5	3,5
2012	106,8	2,6	1,0	1,8	2,2	9,8	2,4	111,4	3,0	0,0	1,5	2,5	7,2	1,8
2012 4° trim.	106,6	1,6	0,6	1,2	2,0	3,7	1,6	110,5	1,2	0,4	0,5	2,0	2,0	1,3
2013 1° trim.	106,5	0,1	-0,5	0,4	1,3	-4,2	0,0	110,2	-1,4	-0,9	-0,6	0,9	-3,9	-0,5
2° trim.	105,8	-0,9	-1,7	0,2	1,1	-8,2	-0,7	108,4	-2,6	-2,1	-1,1	0,4	-5,7	-1,3
2013 gen.	106,4	0,3	-0,3	0,3	1,4	-1,7	0,2	110,0	-0,8	-0,5	-1,3	0,7	-1,7	-0,5
feb.	106,6	0,1	-0,6	0,2	1,2	-2,2	0,1	110,3	-1,3	-1,2	-0,9	0,8	-2,9	-0,6
mar.	106,6	-0,3	-0,6	0,6	1,4	-8,2	-0,3	110,3	-2,2	-1,0	0,3	1,2	-6,9	-0,3
apr.	106,1	-0,9	-1,3	0,6	1,4	-11,6	-0,8	109,0	-3,1	-1,5	-0,3	1,1	-8,9	-0,9
mag.	105,9	-1,0	-1,8	0,2	1,1	-9,1	-0,7	108,3	-2,9	-2,1	-1,2	0,6	-6,6	-1,4
giu.	105,5	-0,8	-1,9	-0,3	0,7	-3,5	-0,7	107,9	-1,9	-2,8	-1,7	-0,4	-1,5	-1,6

Fonte: Eurostat.

- I raggruppamenti dei prodotti seguono la classificazione per destinazione economica (*Broad Economic Categories* - BEC). A differenza dei raggruppamenti della tavola 2, i beni intermedi e i beni di consumo comprendono i prodotti agricoli ed energetici.
- I raggruppamenti di prodotti seguono la classificazione dei "Raggruppamenti principali di industrie". A differenza dei raggruppamenti della tavola 1, i beni intermedi e di consumo non includono i prodotti agricoli ed energetici. Il settore manifatturiero ha una composizione diversa rispetto ai dati indicati nelle colonne 7 e 12 della tavola 1. I dati riportati sono indici dei prezzi che indicano variazioni pure dei prezzi per un paniere di prodotti e non sono semplici rapporti dei valori e dei volumi indicati nella tavola 1, i quali risentono delle variazioni della composizione e della qualità dei beni scambiati. Questi indici differiscono dai deflatori del PIL per le importazioni e le esportazioni (cfr. tavola 3 della sezione 5.1), poiché questi ultimi comprendono tutti i beni e i servizi nonché anche il commercio transfrontaliero all'interno dell'area dell'euro.
- I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono agli scambi diretti tra produttori interni e clienti non nazionali. A differenza dei dati riportati nella tavola 1 per i valori e i volumi, non sono incluse le esportazioni da parte di grossisti e le reimportazioni.

7.5 Commercio di beni

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

3. Scomposizione per area geografica

	Totale	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia		Africa	America Latina	Altri paesi	
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE ¹⁾					Cina	Giappone				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<i>Esportazioni (f.o.b.)</i>															
2011	1.746,1	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	148,8
2012	1.870,7	34,0	59,1	230,4	245,1	90,0	116,4	59,4	224,0	439,3	120,7	44,7	126,2	97,3	149,3
2012 1° trim.	463,3	8,4	15,0	56,5	61,3	22,1	29,3	14,6	55,7	108,4	31,4	10,6	31,1	23,6	37,3
2° trim.	467,3	8,6	14,9	57,1	61,3	22,8	29,2	14,6	56,0	109,0	30,3	11,3	31,5	24,5	37,9
3° trim.	474,0	8,5	14,8	58,4	61,6	22,8	29,2	15,0	58,3	110,6	29,9	11,6	31,2	24,5	39,1
4° trim.	466,2	8,6	14,4	58,5	60,9	22,4	28,7	15,2	53,9	111,4	29,1	11,2	32,5	24,8	35,0
2013 1° trim.	475,6	8,6	14,5	58,6	61,9	23,2	28,2	15,7	55,6	111,1	29,6	11,0	34,2	25,0	39,2
2° trim.	475,0	.	.	.	.	22,6	27,4	15,6	54,8	109,9	29,8	10,7	33,2	24,7	.
2013 gen.	157,1	2,9	5,1	19,5	20,9	8,0	9,8	5,4	18,3	37,0	10,1	3,7	11,5	8,2	10,4
feb.	157,2	2,8	4,6	18,9	20,4	7,6	8,9	5,1	17,6	35,4	9,3	3,5	11,5	7,8	16,5
mar.	161,4	2,9	4,7	20,1	20,6	7,6	9,6	5,2	19,7	38,7	10,1	3,8	11,2	8,9	12,2
apr.	159,6	2,8	4,8	19,0	20,0	7,6	9,2	5,1	18,4	36,7	10,0	3,5	11,0	8,0	17,0
mag.	155,4	2,9	5,0	20,1	20,5	7,7	9,3	5,3	18,8	37,3	10,0	3,6	11,1	8,6	8,9
giu.	160,0	.	.	.	.	7,3	8,9	5,2	17,7	36,0	9,8	3,6	11,0	8,1	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2012	100,0	1,8	3,2	12,3	13,1	4,8	6,2	3,2	12,0	23,5	6,5	2,4	6,7	5,2	8,0
<i>Importazioni (c.i.f.)</i>															
2011	1.762,5	29,9	53,2	166,9	226,8	138,7	81,6	35,0	140,8	553,5	218,5	52,6	129,1	91,2	115,7
2012	1.791,1	29,0	52,9	168,0	229,8	143,2	81,0	33,9	150,3	538,7	213,6	48,5	157,0	92,8	114,6
2012 1° trim.	454,4	7,2	13,3	42,6	57,4	37,5	20,1	8,4	37,7	137,8	53,2	12,6	39,7	23,8	28,8
2° trim.	449,3	7,3	13,1	41,3	57,0	34,9	19,7	8,4	37,6	137,2	55,9	12,6	38,5	23,1	31,1
3° trim.	448,0	7,3	13,7	42,4	57,8	33,9	21,2	8,4	39,0	133,2	53,5	12,1	39,3	23,2	28,5
4° trim.	439,4	7,2	12,9	41,7	57,6	36,8	20,0	8,6	35,9	130,6	51,0	11,2	39,5	22,5	26,1
2013 1° trim.	436,6	7,4	13,2	41,8	58,0	38,7	20,2	8,8	35,5	127,2	51,7	10,7	38,5	21,2	26,0
2° trim.	431,3	.	.	.	.	33,9	20,4	8,7	37,3	126,2	50,6	10,6	36,3	20,2	.
2013 gen.	148,1	2,5	4,3	14,2	19,5	13,2	7,0	2,9	11,9	44,2	17,6	3,7	13,4	7,2	7,6
feb.	145,0	2,4	4,3	13,7	18,9	12,8	6,3	2,9	11,7	41,2	16,5	3,5	12,9	6,9	11,0
mar.	143,4	2,5	4,6	13,9	19,6	12,7	6,8	2,9	11,9	41,8	17,5	3,5	12,2	7,1	7,4
apr.	144,6	2,3	4,4	13,1	18,9	12,1	6,3	2,9	12,3	42,2	16,4	3,5	12,6	6,6	10,9
mag.	141,6	2,4	4,5	14,1	19,1	11,4	7,1	2,9	12,6	43,0	17,7	3,7	11,7	6,8	5,9
giu.	145,2	.	.	.	.	10,3	7,1	2,9	12,4	41,0	16,4	3,4	12,0	6,8	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2012	100,0	1,6	3,0	9,4	12,8	8,0	4,5	1,9	8,4	30,1	11,9	2,7	8,8	5,2	6,4
<i>Saldo</i>															
2011	-16,4	3,0	7,2	46,6	14,7	-58,9	27,6	21,7	59,8	-147,9	-102,9	-13,2	-16,9	-6,5	33,2
2012	79,6	5,0	6,2	62,4	15,2	-53,1	35,5	25,5	73,7	-99,4	-92,9	-3,8	-30,8	4,6	34,8
2012 1° trim.	8,9	1,2	1,8	13,8	3,9	-15,5	9,3	6,2	18,0	-29,4	-21,9	-2,0	-8,6	-0,3	8,5
2° trim.	18,0	1,3	1,7	15,8	4,2	-12,1	9,4	6,2	18,4	-28,2	-25,5	-1,2	-7,1	1,3	6,8
3° trim.	25,9	1,2	1,2	16,0	3,8	-11,2	8,0	6,6	19,3	-22,6	-23,7	-0,5	-8,1	1,3	10,6
4° trim.	26,8	1,4	1,5	16,7	3,3	-14,4	8,8	6,6	18,1	-19,2	-21,9	0,0	-7,1	2,3	8,9
2013 1° trim.	39,1	1,2	1,3	16,7	3,8	-15,5	8,0	6,9	20,1	-16,2	-22,1	0,3	-4,3	3,8	13,2
2° trim.	43,7	.	.	.	.	-11,2	6,9	6,9	17,6	-16,2	-20,7	0,1	-3,1	4,5	.
2013 gen.	8,9	0,5	0,8	5,3	1,4	-5,2	2,8	2,5	6,3	-7,2	-7,5	0,1	-1,9	1,0	2,8
feb.	12,2	0,4	0,4	5,2	1,5	-5,2	2,5	2,2	6,0	-5,8	-7,2	0,0	-1,4	1,0	5,5
mar.	18,0	0,3	0,1	6,2	0,9	-5,1	2,7	2,3	7,8	-3,1	-7,4	0,3	-1,0	1,8	4,9
apr.	15,0	0,5	0,4	5,9	1,1	-4,6	2,9	2,2	6,1	-5,6	-6,4	0,0	-1,6	1,5	6,0
mag.	13,8	0,4	0,5	6,0	1,4	-3,7	2,2	2,4	6,2	-5,7	-7,7	0,0	-0,6	1,7	3,0
giu.	14,9	.	.	.	.	-3,0	1,8	2,3	5,3	-5,0	-6,6	0,2	-0,9	1,3	.

Fonte: Eurostat.

1) Esclusa la Croazia.



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 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	96,6	-	-	-	112,0	96,1
lug.	101,5	98,9	96,5	-	-	-	112,0	96,1
ago.	102,2	99,5	97,1	-	-	-	113,4	97,3
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2013 ago.	0,7	0,6	0,6	-	-	-	1,3	1,2
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2013 ago.	7,3	6,9	6,3	-	-	-	8,6	7,3

F39 Tassi di cambio effettivi

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)

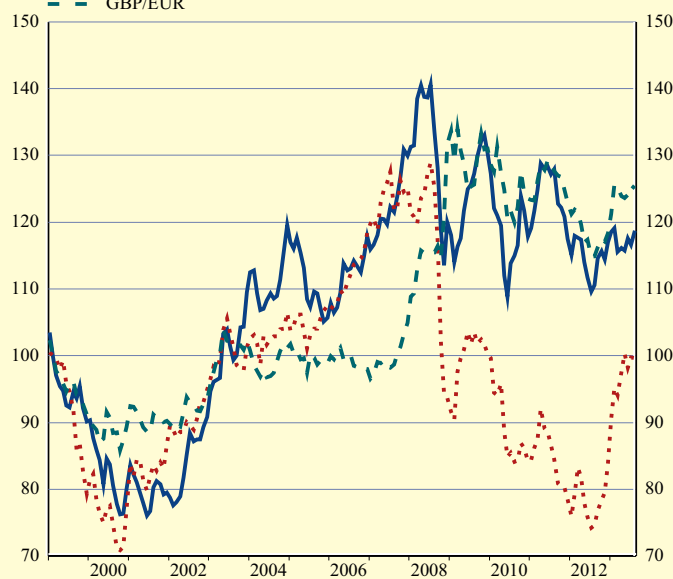
— TCE-21 nominale
 TCE-21 deflazionato sulla base dell'IPC reale



F40 Tassi di cambio bilaterali

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)

— USD/EUR
 JPY/EUR
 - - - GBP/EUR



Fonte: BCE.

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

2) Le serie deflazionate sulla base del CLUPM²⁾ 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 1	Corona ceca 2	Corona danese 3	Kuna croata 4	Lat lettone 5	Litas lituano 6	Fiorino ungherese 7	Zloty polacco 8	Nuovo leu romeno 9	Corona svedese 10	Sterlina britannica 11	Nuova lira turca 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 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
ago.	1,9558	25,818	7,4580	7,5372	0,7027	3,4528	299,46	4,2299	4,4371	8,7034	0,85904	2,6125
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2013 ago.	0,0	-0,5	0,0	0,4	0,0	0,0	1,5	-1,0	0,3	0,5	-0,3	3,4
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2013 ago.	0,0	3,2	0,2	0,7	0,9	0,0	7,4	3,3	-1,8	5,1	8,9	17,2
	Dollaro australiano 13	Real brasiliano 14	Dollaro canadese 15	Yuan renminbi cinese 16	Dollaro di Hong Kong 17	Rupia indiana ¹⁾ 18	Rupia indonesiana 19	Shekel israeliano 20	Yen giapponese 21	Ringgit malese 22		
2010	1,4423	2,3314	1,3651	8,9712	10,2994	60,5878	12,041,70	4,9457	116,24	4,2668		
2011	1,3484	2,3265	1,3761	8,9960	10,8362	64,8859	12,206,51	4,9775	110,96	4,2558		
2012	1,2407	2,5084	1,2842	8,1052	9,9663	68,5973	12,045,73	4,9536	102,49	3,9672		
2012 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 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		
ago.	1,4742	3,1170	1,3853	8,1477	10,3223	83,9480	14,168,72	4,7610	130,34	4,3631		
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2013 ago.	3,2	5,9	1,7	1,5	1,7	7,4	7,4	1,0	0,0	4,5		
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2013 ago.	24,5	23,8	12,5	3,3	7,3	21,9	20,3	-4,4	33,6	12,9		
	Peso messicano 23	Dollaro neozelandese 24	Corona norvegese 25	Peso filippino 26	Rublo russo 27	Dollaro di Singapore 28	Rand sudafricano 29	Won sudcoreano 30	Franco svizzero 31	Baht thailandese 32	Dollaro statunitense 33	
2010	16,7373	1,8377	8,0043	59,739	40,2629	1,8055	9,6984	1,531,82	1,3803	42,014	1,3257	
2011	17,2877	1,7600	7,7934	60,260	40,8846	1,7489	10,0970	1,541,23	1,2326	42,429	1,3920	
2012	16,9029	1,5867	7,4751	54,246	39,9262	1,6055	10,5511	1,447,69	1,2053	39,928	1,2848	
2012 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 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	
ago.	17,1996	1,6829	7,9386	58,471	43,9748	1,6941	13,4190	1,485,93	1,2338	42,072	1,3310	
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2013 ago.	3,1	1,4	0,7	3,1	2,6	2,1	3,5	0,9	-0,2	3,3	1,8	
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2013 ago.	5,1	10,0	8,4	12,1	11,0	9,4	30,8	5,8	2,7	7,9	7,3	

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 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
lug.	0,0	1,4	0,4	2,7	0,5	0,6	1,7	0,9	3,4	0,8	2,8
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 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
lug.	3,46	2,23	1,77	4,91	3,25	3,54	5,78	3,97	5,26	2,16	2,09
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno; media nel periodo											
2013 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
lug.	1,18	0,46	0,27	2,22	0,33	0,55	4,36	2,70	.	1,20	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	-2,5	0,8	0,8	1,5	0,0
2013 1° trim.	0,4	-2,4	-0,8	-1,2	6,0	4,2	-0,5	0,7	2,3	1,6	0,3
2° trim.	0,2	-1,3	0,5	.	.	4,2	0,1	1,1	1,4	0,6	1,5
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	5,6	0,1	1,3	1,7	4,4	-1,3	-2,6	6,8	-3,5
2012 3° trim.	-1,7	0,8	5,9	-6,1	3,5	4,9	5,3	-0,8	-0,9	6,6	-3,0
4° trim.	-4,3	1,6	2,2	-14,3	1,1	-2,8	5,1	-1,4	2,2	7,7	-3,8
2013 1° trim.	6,8	-0,5	7,3	.	.	6,6	6,4	5,0	2,9	4,8	.
Debito estero lordo in percentuale del PIL											
2011	94,1	59,6	183,2	102,9	145,0	77,8	147,7	71,7	77,2	195,3	419,6
2012	94,8	60,5	182,9	101,6	136,2	75,4	128,0	70,9	74,6	189,8	384,3
2012 4° trim.	96,5	60,1	187,2	103,6	139,2	78,8	128,8	70,8	78,0	202,6	388,4
2013 1° trim.	94,8	60,5	182,9	101,6	136,2	75,4	128,0	70,9	74,6	189,8	384,3
2° trim.	93,4	62,2	185,3	101,9	138,6	73,7	131,8	72,6	75,0	194,2	392,5
Costo del lavoro per unità di prodotto											
2011	2,5	0,5	-0,1	0,7	2,1	-0,1	1,8	1,1	0,7	-0,6	1,4
2012	-0,5	3,2	1,6	1,2	2,8	2,0	4,8	0,9	6,8	3,2	2,9
2012 4° trim.	0,3	3,3	1,4	1,2	1,0	0,4	4,2	-0,1	7,1	3,9	1,8
2013 1° trim.	12,9	1,1	1,7	3,5	0,6	-0,6	2,1	2,8	1,3	2,1	-0,4
2° trim.	.	1,1	0,9	.	.	.	.	.	.	.	.
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)											
2011	11,3	6,7	7,6	13,5	16,4	15,3	11,0	9,6	7,4	7,8	8,0
2012	12,3	7,0	7,5	15,9	14,9	13,3	10,9	10,1	7,0	8,0	7,9
2013 1° trim.	12,9	7,2	7,1	16,7	12,6	12,5	10,9	10,6	7,1	8,1	7,8
2° trim.	12,8	7,0	6,8	16,5	11,5	12,0	10,4	10,5	7,4	8,0	.
2013 mag.	12,7	7,1	6,8	16,4	11,5	11,9	10,4	10,6	7,3	7,9	7,7
giu.	12,7	6,8	6,7	16,5	11,5	11,9	10,4	10,5	7,5	7,9	.
lug.	12,7	6,8	6,7	16,7	.	12,1	.	10,4	7,5	7,8	.

Fonti: BCE, Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali, Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

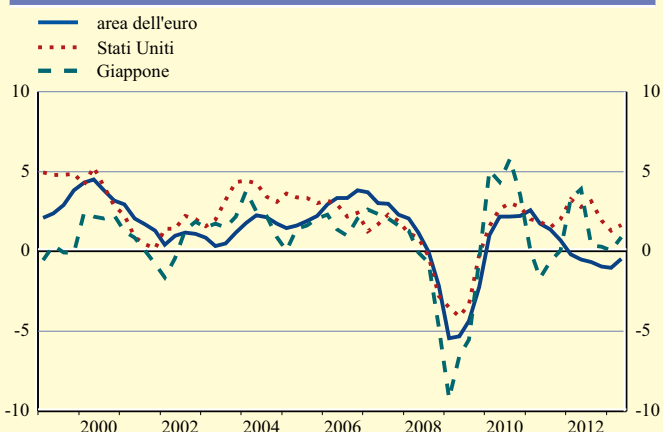
9.2 Indicatori economici e finanziari negli Stati Uniti e in Giappone

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione, in percentuale della forza lavoro ²⁾ (dest.)	Aggregato monetario ampio ³⁾	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi ⁴⁾	Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero; ⁵⁾ dati di fine periodo	Tasso di cambio ⁵⁾ (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) pubblico in percentuale del PIL	Debito pubblico ⁶⁾ in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
2009	-0,4	-2,0	-2,8	-13,6	9,3	8,0	0,69	4,17	1,3948	-11,9	73,3
2010	1,6	-1,2	2,5	6,6	9,6	2,5	0,34	3,57	1,3257	-11,4	82,1
2011	3,2	2,0	1,8	3,6	8,9	7,3	0,34	2,10	1,3920	-10,2	86,0
2012	2,1	1,1	2,8	4,2	8,1	8,5	0,43	1,88	1,2848	-8,7	90,0
2012 2° trim.	1,9	0,8	2,8	5,2	8,2	9,6	0,47	1,83	1,2814	-8,8	88,2
3° trim.	1,7	-0,4	3,1	3,9	8,0	7,0	0,43	1,77	1,2502	-8,6	88,7
4° trim.	1,9	4,3	2,0	3,3	7,8	7,5	0,32	1,88	1,2967	-8,5	90,0
2013 1° trim.	1,7	1,5	1,3	2,5	7,7	7,1	0,29	2,09	1,3206	.	.
2° trim.	1,4	1,7	1,6	1,9	7,6	6,9	0,28	2,82	1,3062	.	.
2013 apr.	1,1	-	-	1,7	7,5	7,1	0,28	1,92	1,3026	-	-
mag.	1,4	-	-	2,1	7,6	6,9	0,27	2,40	1,2982	-	-
giu.	1,8	-	-	1,9	7,6	6,8	0,27	2,82	1,3189	-	-
lug.	2,0	-	-	1,5	7,4	7,0	0,27	2,91	1,3080	-	-
ago.	.	-	-	.	.	.	0,26	3,11	1,3310	-	-
Giappone											
2009	-1,3	0,3	-5,5	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	-8,8	180,1
2010	-0,7	-4,8	4,7	15,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-8,3	188,3
2011	-0,3	0,8	-0,6	-2,8	4,6	2,7	0,19	1,00	110,96	-8,9	204,4
2012	0,0	-2,3	2,0	0,6	4,4	2,5	0,19	0,84	102,49	.	.
2012 2° trim.	0,1	-4,2	3,9	6,8	4,4	2,4	0,20	0,84	102,59	.	.
3° trim.	-0,4	-0,8	0,4	-3,9	4,3	2,4	0,19	0,78	98,30	.	.
4° trim.	-0,2	-1,1	0,3	-6,0	4,2	2,3	0,19	0,84	105,12	.	.
2013 1° trim.	-0,6	-0,5	0,1	-7,8	4,2	2,9	0,16	0,70	121,80	.	.
2° trim.	-0,3	.	0,9	-3,1	4,0	3,5	0,16	1,02	129,07	.	.
2013 apr.	-0,7	-	-	-3,4	4,1	3,2	0,16	0,76	127,54	-	-
mag.	-0,3	-	-	-1,1	4,1	3,5	0,16	1,05	131,13	-	-
giu.	0,2	-	-	-4,7	3,9	3,8	0,15	1,02	128,40	-	-
lug.	0,7	-	-	1,6	.	3,7	0,16	1,01	130,39	-	-
ago.	.	-	-	.	.	.	0,15	0,93	130,34	-	-

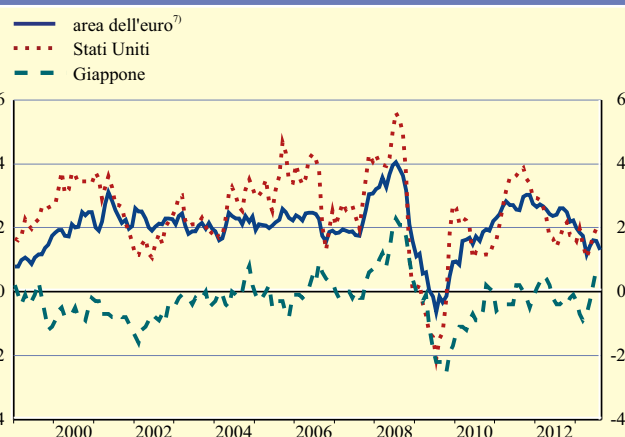
F41 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



F42 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: dati nazionali (colonne 1, 2 (Stati Uniti), 3, 4, 5 (Stati Uniti), 6, 9 e 10); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (colonna 5 (Giappone), grafico area dell'euro); Thomson Reuters (colonne 7 e 8); elaborazioni della BCE (colonna 11).

- 1) Dati destagionalizzati. I dati per gli Stati Uniti si riferiscono al settore delle imprese private non agricole
- 2) I dati riferiti al Giappone nel periodo da marzo ad agosto 2011 includono le tre prefetture che più hanno risentito del terremoto che ha colpito il paese. Il rilevamento dei dati è stato ristabilito a partire da settembre 2011.
- 3) Medie di periodo; M2 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.
- 4) Percentuali in ragione d'anno. Per ulteriori informazioni sul tasso sui depositi interbancari a 3 mesi, cfr. la sezione 4.6.
- 5) Per ulteriori informazioni, cfr. la sezione 8.2.
- 6) Il debito pubblico, costituito da depositi, titoli non azionari e prestiti in essere al valore nominale, è consolidato nel settore delle amministrazioni pubbliche (fine periodo).
- 7) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.



LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S14
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche	S16
F8	Prestiti a non residenti nell'area dell'euro	S16
F9	Depositi totali per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F10	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F11	Depositi totali per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F12	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F13	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F14	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F15	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S35
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati stagionalizzati e non stagionalizzati	S37
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S38
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S39
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S41
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	S43
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S43
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S44
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S44
F25	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	S45
F26	<i>Spread</i> e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro	S45
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S46
F28	Occupazione: occupati e ore lavorate	S55
F29	Tasso di disoccupazione e tasso di posti vacanti	S55
F30	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	S60
F31	Debito (definizione di Maastricht)	S60
F32	B.d.p. dell'area dell'euro: conto corrente	S61
F33	B.d.p. dell'area dell'euro: investimenti diretti e di portafoglio	S61
F34	B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei beni	S62
F35	B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei servizi	S62
F36	Posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro	S65
F37	Posizione patrimoniale dell'area dell'euro per investimenti diretti e di portafoglio	S65
F38	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM	S70
F39	Tassi di cambio effettivi	S73
F40	Tassi di cambio bilaterali	S73
F41	PIL a prezzi costanti	S76
F42	Indici dei prezzi al consumo	S76



NOTE TECNICHE

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

$$(a) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-2} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-2} + 0,5I_{t-5}} - 1 \right) \times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze corrette al mese t (vedi parte seguente). Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(b) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

SEZIONE 1.3

CALCOLO DEI TASSI DI INTERESSE DELLE OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO A PIÙ LUNGO TERMINE INDICIZZATE

Il tasso di interesse relativo ad una operazione di rifinanziamento a più lungo termine (*ORLT*) indicizzata è pari alla media dei tassi minimi di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali (*ORP*) condotte durante il periodo coperto dall'operazione. Sulla base di tale definizione, se la durata di una *ORLT* è pari a un numero di giorni D e i tassi minimi di offerta delle *ORP* sono $R_{1,ORP}$ (nei giorni D_1), $R_{2,ORP}$ (nei giorni D_2), ecc., fino a $R_{i,ORP}$ (nei giorni D_i), con $D = D_1 + D_2 + \dots + D_i$, il tasso annualizzato applicabile è calcolato come:

$$(c) \quad R_{ORLT} = \frac{D_1 R_{1,ORP} + D_2 R_{2,ORP} + \dots + D_i R_{i,ORP}}{D}$$

SEZIONI DA 2.1 A 2.6

CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

Le transazioni mensili sono calcolate come differenze mensili nelle consistenze corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Indicando con L_t le consistenze alla fine del mese t , con C_t^M la correzione dovuta a riclassificazione alla fine del mese t , con E_t^M la correzione per la variazione del tasso di cambio e con V_t^M gli aggiustamenti per le ulteriori rivalutazioni, le transazioni F_t^M nel mese t sono definite come:

$$(d) \quad F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Analogamente, le transazioni trimestrali F_t^Q per il trimestre che termina nel mese t sono definite come:

$$(e) \quad F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

dove L_{t-3} rappresenta le consistenze alla fine del mese $t-3$ (la fine del trimestre precedente) e, ad esempio, C_t^Q è la correzione dovuta a riclassificazione nel trimestre che termina nel mese t .

Per quelle serie trimestrali per le quali sono ora disponibili dati mensili (vedi la nota successiva) le transazioni trimestrali possono essere derivate come somma delle tre transazioni mensili nel trimestre.

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

I tassi di crescita possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Utilizzando per F_t^M e L_t le definizioni fornite in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

$$(f) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Attualmente, l'indice (per le serie non destagionalizzate) è calcolato con base dicembre 2010 = 100. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione "Monetary and financial statistics" della sezione "Statistics".

Il tasso di crescita sui dodici mesi a_t – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese t – può essere calcolato utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(g) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(h) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (h) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2001.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della formula (h). Ad esempio, il tasso di crescita sul mese precedente a_t^M può essere calcolato come:

$$(i) \quad a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ dove a_t è definito come nelle precedenti formule (g) oppure (h).

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

Definendo F_t^Q e L_{t-3} come in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese t è definito come:

$$(j) \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese t (cioè a_t), può essere calcolato utilizzando la formula (h).

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO¹⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA²⁾. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette³⁾. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

SEZIONI DA 3.1 A 3.5

UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella sezione 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per le transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle passività. Nel conto delle altre variazioni e nel bilancio finanziario, il totale delle attività finanziarie risulta pari al totale delle passività per ciascuna categoria di strumento finanziario, con la sola eccezione dell'oro monetario e dei diritti speciali di prelievo che, per definizione, non sono una passività per alcun settore.

CALCOLO DEI SALDI

I saldi alla fine di ciascun conto nelle sezioni 3.1, 3.2 e 3.3 sono calcolati nei modi seguenti.

Il saldo commerciale è pari alle importazioni meno le esportazioni di beni e servizi nei confronti del resto del mondo relativamente all'area dell'euro.

Il margine operativo netto e reddito misto è definito solo per i settori residenti e viene calcolato come valore aggiunto lordo (prodotto interno lordo a prezzi di mercato per l'area dell'euro) meno redditi da lavoro dipendente (impieghi) meno altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (impieghi) meno consumo di capitale fisso (impieghi).

Il reddito nazionale netto è definito solo per i settori residenti. È calcolato come somma di margine operativo netto e reddito misto più i redditi da lavoro dipendente (risorse) più imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti più i redditi da capitale netti (risorse meno impieghi).

- 1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione "Monetary and financial statistics".
- 2) Per ulteriori dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual e*, Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia *model-based* di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall Programs *TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.
- 3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ovvero dicembre 2010) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

Anche il reddito netto disponibile è definito solo per i settori residenti ed è pari al reddito nazionale netto più imposte correnti nette sul reddito e sul patrimonio (risorse meno impieghi) più i contributi sociali netti (risorse meno impieghi) più le prestazioni sociali nette diverse dai trasferimenti sociali in natura (risorse meno impieghi) più gli altri trasferimenti correnti netti (risorse meno impieghi).

Il risparmio netto è definito per i settori residenti ed è calcolato come il reddito netto disponibile più la correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione (risorse meno impieghi) meno le spese per consumi finali (impieghi). Per il resto del mondo, il conto corrente verso l'estero viene compilato come somma del saldo commerciale più tutti i redditi netti (risorse meno impieghi).

L'accreditamento netto/indebitamento netto viene calcolato a partire dal conto capitale come risparmio netto più trasferimenti netti in conto capitale (risorse meno impieghi) meno gli investimenti fissi lordi meno le acquisizioni al netto delle cessioni di attività non finanziarie non prodotte (impieghi) più il consumo di capitale fisso (risorse). Esso può risultare anche dal conto finanziario come saldo fra totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle passività (noto anche come variazione della ricchezza finanziaria netta dovuta a transazioni). Per i settori delle famiglie e delle società non finanziarie esiste una discrepanza statistica fra i saldi calcolati a partire dal conto capitale e dal conto finanziario.

Le variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni sono calcolate come totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno totale delle transazioni nelle passività, laddove le altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono calcolate come il totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle altre variazioni nelle passività.

La ricchezza finanziaria netta è calcolata come differenza fra il totale delle attività finanziarie e il totale delle passività, laddove le variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono pari alla somma delle variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazione (accreditamento/indebitamento netto dal conto finanziario) e delle altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta.

Le variazioni nella ricchezza netta sono calcolate come variazioni nella ricchezza netta dovute a risparmi e a trasferimenti di capitale più altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta e altre variazioni nelle attività non finanziarie.

Per le famiglie, la ricchezza netta è calcolata come somma delle attività non finanziarie e della ricchezza finanziaria netta.

SEZIONI 4.3 E 4.4

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER I TITOLI DI DEBITO E LE AZIONI QUOTATE

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni. Essi possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze nozionali. Indicando con N_t^M le transazioni (emissioni nette) nel mese t e con L_t il livello delle consistenze nozionali alla fine del mese t , l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

$$(k) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2008. Il tasso di crescita a_t per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei dodici mesi che terminano nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(l) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(m) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza intende indicare che il metodo utilizzato per ottenere le “emissioni nette” nelle statistiche sulle emissioni di titoli differisce da quello impiegato per calcolare le equivalenti “transazioni” nel caso degli aggregati monetari.

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

$$(n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze nozionali al mese t . Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(o) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono riclassificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione per le emissioni totali di titoli è effettuata in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti per settore e per scadenza.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze nozionali. Le stime ottenute dei fattori stagionali vengono poi applicate alle consistenze, dalle quali si derivano le emissioni nette destagionalizzate. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

4) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione “Statistics” del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione “Monetary and financial statistics”.

Come nelle formule l) e m), il tasso di crescita a_t per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei sei mesi che terminano nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(p) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(q) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

TAVOLA 1 DELLA SEZIONE 5.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni industriali non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici viene aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

TAVOLA 2 DELLA SEZIONE 7.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA oppure TRAMO-SEATS a seconda della voce. I dati grezzi sui beni, sui servizi, sui redditi e sui trasferimenti correnti vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle giornate lavorative. La correzione per il numero di giornate lavorative nel conto corrente dei beni e in quello dei servizi tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. La destagionalizzazione di queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del conto corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagionalizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti dell'area dell'euro. I fattori stagionali (e quelli relativi alle giornate lavorative) vengono rivisti con frequenza semestrale o qualora ritenuto necessario.

SEZIONE 7.3

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI E ANNUALI

Il tasso di crescita sui dodici mesi per il trimestre t si calcola sulla base delle posizioni (L_t) e delle transazioni trimestrali (F_t), utilizzando la seguente formula:

$$(r) \quad a_t = \left(\prod_{i=t-3}^t \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Il tasso di crescita per le serie annuali equivale al tasso di crescita dell'ultimo trimestre dell'anno.



NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie storiche più dettagliate e più estese, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu). È possibile consultare i dati nello *Statistical Data Warehouse* della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), predisposto con strumenti di ricerca e di *download*. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di *file* compressi in formato *Comma Separated Value* (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica statistics@ecb.europa.eu.

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 4 settembre 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 1999¹⁾ sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio fissi irrevocabili con l'euro adottati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano su dati espressi in termini di moneta nazionale.

Laddove necessario, sono stati utilizzati metodi di aggregazione e/o consolidamento (compreso il consolidamento tra paesi).

I dati più recenti sono in molti casi provvisori e potranno essere rivisti in futuro. Eventuali discrepanze tra i totali e la somma delle loro componenti possono derivare da arrotondamenti.

Il gruppo "Altri Stati membri dell'UE" è costituito da: Bulgaria, Repubblica Ceca, Danimarca, 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

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>).

successivo. Le osservazioni a cadenza annuale e trimestrale si riferiscono ai valori medi dell'ultimo periodo di mantenimento delle riserve dell'anno/trimestre.

La tavola 1 nella sezione 1.4 mostra le componenti delle passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva. Le passività verso altre istituzioni creditizie dell'area dell'euro soggette all'obbligo di riserva, verso la BCE e le banche centrali nazionali partecipanti sono escluse dall'aggregato soggetto a riserva. Se un'istituzione creditizia non è in grado di fornire evidenza dell'ammontare delle proprie emissioni di obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute dalle istituzioni indicate, può dedurre una certa percentuale di queste passività dall'aggregato soggetto a riserva. La percentuale per il calcolo delle passività soggette a riserva era pari al 10 per cento fino a novembre 1999 e al 30 per cento nei mesi successivi.

La tavola 2 riporta i dati medi relativi ai periodi di mantenimento già terminati. L'ammontare della riserva dovuta da ogni istituzione creditizia è calcolato, in primo luogo, applicando alle passività soggette il corrispondente coefficiente di riserva, usando i dati di bilancio di fine mese. Successivamente, ogni istituzione creditizia sottrae da tale ammontare una franchigia fissa di 100.000 euro. Gli ammontari positivi delle riserve dovute sono poi aggregati per il complesso dell'area dell'euro (colonna 1). I saldi di conto corrente si riferiscono alla media giornaliera aggregata dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie, comprensivi di quelli necessari al rispetto degli obblighi di riserva (colonna 2). Le riserve in eccesso sono pari alla media nel periodo dei saldi di conto corrente nel periodo di mantenimento in eccesso delle riserve dovute (colonna 3). Le inadempienze sono calcolate per le istituzioni creditizie che non hanno rispettato i loro obblighi di riserva come differenza media tra i saldi di conto corrente e le riserve dovute nel periodo di mantenimento (colonna 4). Il tasso di remunerazione della riserva obbligatoria (colonna 5) è pari alla media, nel periodo di mantenimento, del tasso della BCE (ponderato secondo il numero dei giorni di calendario) sulle operazioni principali di rifinanziamento dell'Eurosistema (ORP) (cfr. sezione 1.3).

La tavola 3 mostra la posizione di liquidità del sistema bancario, definita come il saldo dei conti correnti in euro detenuti dalle istituzioni creditizie situate nell'area dell'euro presso l'Eurosistema. Gli ammontari sono derivati dal bilancio consolidato dell'Eurosistema. Le altre operazioni di assorbimento della liquidità non includono l'emissione di certificati di debito da parte delle BCN iniziata nella Seconda fase dell'UEM (colonna 7). Gli altri fattori netti (colonna 10) rappresentano il saldo delle rimanenti voci del bilancio consolidato dell'Eurosistema. I conti correnti delle istituzioni creditizie (colonna 11) sono pari alla somma dei fattori di creazione di liquidità (colonne da 1 a 5) meno la somma dei fattori di assorbimento di liquidità (colonne da 6 a 10). La base monetaria (colonna 12) è calcolata come somma dei depositi *overnight* presso la banca centrale (colonna 6), delle banconote e monete in circolazione (colonna 8) e dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie (colonna 11).

MONETA, BANCHE E ALTRE SOCIETÀ FINANZIARIE

La sezione 2 presenta le statistiche sui bilanci delle IFM e di altre società finanziarie. Quest'ultima categoria comprende i fondi di investimento (esclusi i fondi di mercato monetario che rientrano nel settore delle IFM), le società veicolo finanziarie, le società di assicurazione e i fondi pensione.

La sezione 2.1 riporta il bilancio aggregato del settore delle IFM, ovvero la somma dei bilanci armonizzati di tutte le IFM residenti nell'area dell'euro. Le IFM includono le banche centrali, le istituzioni 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/2008/32²⁾. Definizioni dettagliate sul settore sono contenute nella terza edizione della pubblicazione *Monetary Financial institutions and market statistics sector manual - Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, marzo 2007).

La sezione 2.8 riporta le consistenze in essere e le transazioni relative al bilancio dei fondi di investimento dell'area dell'euro (esclusi i fondi comuni monetari, che sono ricompresi nelle statistiche sui bilanci delle IFM). I fondi di investimento sono organismi che investono il capitale raccolto tra il pubblico in attività finanziarie e/o non finanziarie. Una lista completa dei fondi di investimento dell'area dell'euro è disponibile sul sito Internet della BCE. Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le attività le quote/partecipazioni emesse da altri fondi di investimento. Le quote/partecipazioni emesse dai fondi di investimento sono anche disaggregate per strategia d'investimento (fondi obbligazionari, fondi azionari, fondi misti, fondi immobiliari, *hedge fund* e altri fondi) e per tipo (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.9 fornisce ulteriori dettagli sui principali tipi di attività detenute dai fondi comuni di investimento dell'area dell'euro. La sezione riporta una scomposizione geografica degli emittenti dei titoli di

2) G.U. L. 15 del 20.1.2009, pag. 14.

debito detenuti dai fondi d'investimento, nonché una disaggregazione per settore economico degli emittenti residenti nell'area dell'euro.

Da dicembre 2008 l'informazione statistica armonizzata è raccolta e compilata sulle base del Regolamento BCE/2007/8³⁾ relativo alle statistiche sulle attività e passività dei fondi di investimento. Ulteriori informazioni sulle statistiche relative ai fondi di investimento sono disponibili nel *Manual on investment fund statistics* (BCE, maggio 2009).

La sezione 2.10 presenta il bilancio aggregato delle società veicolo finanziarie (SVF) residenti nell'area dell'euro. Le SVF sono società costituite per effettuare operazioni di cartolarizzazione. La cartolarizzazione consiste tipicamente nel trasferimento di una attività o di un insieme di attività ad una SVF che iscrive tali attività nel proprio bilancio come prestiti cartolarizzati, titoli non azionari, altre attività cartolarizzate. Il rischio di credito collegato a una attività o a un insieme di attività può venir trasferito a una SVF anche mediante l'uso di *credit default swaps*, garanzie o altri meccanismi simili. Il collaterale detenuto dalle SVF a fronte di tali esposizioni è costituito da depositi presso le IFM oppure da titoli diversi dalle azioni. Le SVF di norma cartolarizzano prestiti originati dal settore delle IFM. Le SVF devono segnalare tali prestiti nel bilancio o, indipendentemente dalla facoltà prevista per le IFM dalle regole contabili di cancellare il prestito dal proprio bilancio. Trovano separata indicazione i dati relativi ai prestiti cartolarizzati dalle SVF che rimangono iscritti nei bilanci delle IFM (e sono quindi segnalati nelle statistiche di quest'ultime). Da dicembre 2009 la raccolta dei dati trimestrali viene effettuata sulla base del Regolamento BCE/2008/30⁴⁾.

La sezione 2.11 riporta il bilancio aggregato delle società di assicurazione e dei fondi pensione residenti nell'area dell'euro. Le società di assicurazione includono sia il settore assicurativo sia quello riassicurativo, mentre tra i fondi pensione rientrano solo i fondi che hanno autonomia decisionale e sono tenuti a mantenere una contabilità completa (fondi pensione autonomi). Questa sezione presenta una suddivisione geografica e settoriale delle controparti emittenti titoli non azionari, detenuti dalle società di assicurazione e dai fondi pensione.

CONTI DELL'AREA DELL'EURO

Nella Sezione 3.1 vengono riportati i conti trimestrali aggregati per l'area dell'euro. Questi forniscono informazioni esaustive sull'attività economica di famiglie (incluse le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie), società non finanziarie e pubbliche amministrazioni nonché sulle interazioni fra tali settori, l'area dell'euro e il resto del mondo. I dati riportati, non destagionalizzati e a prezzi correnti, si riferiscono all'ultimo trimestre disponibile e vengono presentati in base ad una sequenza semplificata di conti conforme al quadro di riferimento metodologico del Sistema europeo dei conti 1995.

In breve, la sequenza di conti (transazioni) include: 1) la formazione del conto dei redditi che mostra come l'attività produttiva si traduca in varie categorie di reddito; 2) l'allocatione 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

3) G.U. L. 211 dell'11.8.2007, pag.8.

4) G.U. L. 15 del 20.1.2009, pag.1.

disponibile viene speso per consumi o risparmiato; 5) il conto capitale, che presenta come i risparmi e i trasferimenti netti di capitale vengano spesi nell'acquisizione di attività non finanziarie (il saldo del conto capitale è l'accredito netto/indebitamento netto); 6) il conto finanziario che registra le acquisizioni nette di attività finanziarie e la variazione netta delle passività. Dal momento che ciascuna transazione non finanziaria si riflette in una transazione finanziaria, il saldo del conto finanziario concettualmente è anch'esso pari all'accredito netto/indebitamento netto che risulta dal conto capitale.

Inoltre, vengono presentati i bilanci di apertura e di chiusura che forniscono una istantanea della ricchezza finanziaria di ogni singolo settore in un preciso momento. Infine, vengono riportate anche le altre variazioni nelle attività e passività finanziarie (ad esempio, quelle risultanti dall'effetto delle variazioni dei prezzi delle attività).

La copertura per settore del conto finanziario e del bilancio finanziario è più dettagliata per le società finanziarie, per le quali è presente una scomposizione fra IFM, altri intermediari finanziari (che include gli ausiliari finanziari) e società di assicurazione e fondi pensione.

La sezione 3.2 riporta i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i conti non finanziari dell'area dell'euro (ovvero, i conti precedentemente identificati con i numeri da 1 a 5) sempre in base alla sequenza di conti semplificata.

La sezione 3.3 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) per i redditi delle famiglie, per i conti della spesa e dell'accumulazione e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario e non finanziario, presentati in uno schema più analitico. Le transazioni specifiche del settore e i saldi sono disposti in maniera tale da fornire una visione più chiaramente interpretabile delle decisioni di finanziamento e di investimento delle famiglie, pur rispettando le identità contabili riportate nelle sezioni 3.1 e 3.2.

La sezione 3.4 riporta flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i redditi e i conti dell'accumulazione delle società non finanziarie, e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in maggiore analisi.

La sezione 3.5 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) e consistenze in essere per i bilanci finanziari di società di assicurazione e fondi pensione.

MERCATI FINANZIARI

Le serie statistiche sui mercati finanziari per l'area dell'euro coprono gli stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono (composizione evolutiva); fanno eccezione le statistiche sulle emissioni di titoli (sezioni da 4.1 a 4.4) per le quali i dati si riferiscono agli Euro 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 Svensson⁵⁾. Sono disponibili anche gli *spread* tra i tassi a dieci anni e i tassi a tre mesi e a due anni. Ulteriori curve dei rendimenti (pubblicate giornalmente e corredate di figure e tavole) sono disponibili all'indirizzo internet <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>, dal quale è altresì possibile scaricare i dati giornalieri.

La sezione 4.8 riporta gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Giappone.

5) Svensson, L. E. (1994), "Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994", CEPR, Discussion Papers n. 1051, Centre for Economic Policy Research, Londra, 1994.

I PREZZI, LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sugli indicatori di costo del lavoro, sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio, sulle immatricolazioni di nuove autovetture e sull'occupazione in termini di ore lavorate sono corrette per tenere conto del numero delle giornate lavorative.

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (tavola 1 della sezione 5.1) è disponibile a partire dal 1995. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. La scomposizione per categorie di beni e servizi è derivata dalla classificazione dei consumi individuali per finalità (Coicop/IAPC). Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La 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 termine⁶⁾. A partire da gennaio 2009, per la produzione di statistiche di breve termine è stata utilizzata la classificazione delle attività economiche (NACE Rev. 2) prevista dal Regolamento (CE) n. 1893/2006 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 dicembre 2006, che definisce la classificazione statistica delle attività economiche NACE Revisione 2 e modifica il Regolamento (CEE) n. 3037/90 del Consiglio nonché alcuni regolamenti (CE) relativi a settori statistici specifici⁷⁾. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE Rev. 2 sezioni da B a E) dei "Raggruppamenti principali di industrie", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 656/2007 del 14 giugno 2007⁸⁾. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex fabrica* e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I due indici dei prezzi delle materie prime non energetiche presentati nella tavola 3, sezione 5.1 sono redatti utilizzando lo stesso insieme di materie prime, ma avvalendosi di due diversi schemi di ponderazione: uno basato sulle rispettive importazioni di materie prime dell'area dell'euro (colonne 2-4) e l'altro (colonne 5-7) basato su una stima della domanda interna dell'area dell'euro, o "utilizzo", tenendo conto delle informazioni sulle importazioni, esportazioni e della produzione interna di ciascuna materia prima (ignorando, per semplificare, le scorte ritenute relativamente stabili nel periodo osservato). L'indice dei prezzi delle materie prime ponderato in base alle importazioni è adeguato all'analisi degli sviluppi esterni, mentre quello ponderato in base all'utilizzo è adatto allo scopo specifico dell'analisi delle pressioni internazionali dei prezzi delle materie prime sull'inflazione dell'area dell'euro. Gli indici delle materie prime ponderati in base all'utilizzo rappresentano dati sperimentali. Per maggiori dettagli sulla compilazione degli indici dei prezzi delle materie prime della BCE, cfr. il riquadro 1 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

6) G.U. L. 162 del 5.6.1998, pag. 1.

7) G.U. L. 393 del 30.12.2006, pag. 1.

8) G.U. L. 155 del 15.6.2007, pag. 3.

Gli indicatori di costo del lavoro (tavola 5 della sezione 5.1) misurano le variazioni dei costi del lavoro per ora lavorata nell'industria (incluse le costruzioni) e nei servizi di mercato. La relativa metodologia è descritta nel Regolamento (CE) n. 450/2003 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 febbraio 2003 concernente l'indice del costo del lavoro⁹⁾ e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003¹⁰⁾. Una scomposizione degli indicatori di costo del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. la colonna "per memoria" della tavola 5 nella sezione 5.1) sulla base di dati a definizione nazionale non armonizzati.

I dati relativi alle componenti del costo del lavoro per unità di prodotto (tavola 4 della sezione 5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2 nella sezione 5.2), ai deflatori del PIL (tavola 3 nella sezione 5.1) e le statistiche sull'occupazione (tavola 1 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95¹¹⁾. Il SEC 95 è stato modificato dal Regolamento (UE) della Commissione del 10 agosto 2010¹²⁾ che ha adottato la revisione della classificazione statistica delle attività economiche, NACE Revisione2. La pubblicazione dei conti nazionali dell'area dell'euro, sulla base della nuova classificazione, è stata avviata a dicembre 2011.

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.

9) G.U. L. 69 del 13.3.2003, pag. 1.

10) G.U. L. 169 dell'8.7.2003, pag. 37.

11) G.U. L. 310 del 30.11.1996, pag. 1.

12) G.U. L. 210 dell'11.8.2010, pag. 1.

Nella sezione 6.1 vengono presentati i dati annuali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, in base alle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000¹³⁾, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordoconsolidato delle amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. I disavanzi/avanzi riportati per i singoli paesi dell'area dell'euro corrispondono alla voce B.9 della procedura per i disavanzi eccessivi così come definita nel Regolamento (CE) n. 479/2009 del Consiglio per quanto riguarda i riferimenti al SEC 95. La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-debito – è da attribuire principalmente alle transazioni delle amministrazioni pubbliche in attività finanziarie e a effetti di valutazione dovuti al cambio. Nella sezione 6.4 vengono presentati i dati trimestrali non 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 pubbliche¹⁴⁾. Nella sezione 6.5 vengono presentati i dati trimestrali sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche, sul raccordo disavanzo-debito e sul fabbisogno delle amministrazioni pubbliche. Queste statistiche vengono compilate utilizzando i dati forniti dagli Stati membri in base ai Regolamenti (CE) n. 501/2004 e n. 222/2004 e quelli forniti dalle BCN.

TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni da 7.1, a 7.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5ª edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)¹⁵⁾, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)¹⁶⁾. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/ international investment position statistical methods* (maggio 2007) e nei rapporti delle *Task Force Portfolio Investment Collection Systems* (giugno 2002), *Portfolio Investment Income* (agosto 2003) e *Foreign Direct Investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti (www.cmfb.org) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/Commissione europea (Eurostat) che analizza la qualità delle statistiche su bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale (giugno 2004). Il rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p/p.p.e. dell'area, basato sulle raccomandazioni della *Task Force* e sui principi di base dell'*ECB Statistics Quality Framework* di aprile 2008, è disponibile sul sito Internet della BCE.

Il 9 dicembre il Consiglio direttivo ha adottato l'Indirizzo BCE/2011/23¹⁷⁾ sugli obblighi di segnalazione statistica della BCE nel settore delle statistiche esterne. Questo atto giuridico stabilisce nuovi obblighi di segnalazione concernenti le statistiche sull'estero, che riflettono principalmente variazioni metodologiche introdotte nella sesta edizione del Manuale di bilancia dei pagamenti e della posizione

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.

patrimoniale sull'estero dell'FMI (BPM6). La BCE comincerà a pubblicare nel 2014, con serie storiche ricostruite, la bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e la posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e) dell'area dell'euro nonché le statistiche relative alle riserve internazionali ai sensi dell'Indirizzo BCE/2011/23 e del BPM6.

Le tavole delle sezioni 7.1 e 7.4 seguono le convenzioni del Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti: avanzi nel conto corrente e nel conto capitale sono riportati con un segno positivo, mentre nel conto finanziario un segno positivo indica un incremento delle passività o un decremento delle attività. Nelle tavole della sezione 7.2 sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate con un segno positivo. Inoltre, a partire dal numero di febbraio 2008 di questo Bollettino, la struttura delle tavole della sezione 7.3 è stata modificata al fine di consentire una presentazione contestuale dei dati sulla bilancia dei pagamenti, della posizione patrimoniale sull'estero e dei relativi tassi di crescita; nelle nuove tavole, le transazioni in attività e passività che producono un incremento delle posizioni sono indicate con un segno positivo.

Le statistiche sulla b.d.p. dell'area dell'euro sono compilate dalla BCE. I dati mensili relativi ai periodi più recenti sono da considerarsi provvisori; essi vengono rivisti al momento dell'uscita del dato relativo al mese successivo e/o della pubblicazione dei dati trimestrali dettagliati di b.d.p. I dati precedenti vengono rivisti periodicamente o in conseguenza di cambiamenti nella metodologia di compilazione del dato alla fonte.

Nella sezione 7.2, la tavola 1 riporta anche dati di conto corrente corretti per la stagionalità. Laddove necessario, i dati sono corretti per tenere conto anche degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni bisestili e della Pasqua. La tavola 3 della sezione 7.2 e la tavola 9 della sezione 7.3 forniscono una scomposizione della b.p.d. e della posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro nei confronti dei principali paesi partner, presi singolarmente o come gruppo, operando una distinzione tra stati membri dell'UE che non hanno adottato l'euro e aree o paesi non appartenenti all'Unione europea. La scomposizione riporta inoltre le transazioni e le posizioni nei confronti delle istituzioni dell'UE e delle organizzazioni internazionali (le quali, a parte la BCE e il Meccanismo europeo di stabilità vengono trattate statisticamente come poste al di fuori dell'area dell'euro a prescindere dalla loro collocazione fisica), nonché dei centri *offshore*. Le transazioni e le posizioni relative alle passività negli investimenti di portafoglio, ai derivati finanziari o alle riserve ufficiali non sono incluse nella scomposizione. Non sono inoltre riportati dati separati per i redditi da capitale che fanno capo al Brasile, alla Cina continentale, all'India o alla Russia. Un'introduzione alla scomposizione geografica viene riportata nell'articolo *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti* nel numero di febbraio 2005 di questo Bollettino.

Le statistiche relative alla b.d.p. e alla p.p.e. dell'area dell'euro nella sezione 7.3 sono redatte sulla base delle transazioni e delle posizioni nei confronti dei non residenti dell'area dell'euro, considerando l'area dell'euro come una singola entità economica (cfr., in questo Bollettino, il riquadro 9 del numero di dicembre 2002, il riquadro 5 del gennaio 2007 e il riquadro 6 del gennaio 2008). La p.p.e. è valutata ai prezzi di mercato correnti, con l'eccezione delle consistenze degli investimenti diretti, 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, 1° AGOSTO 2013 E 5 SETTEMBRE

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.

IL SISTEMA TARGET (SISTEMA TRANS-EUROPEO AUTOMATIZZATO DI TRASFERIMENTO ESPRESSO CON REGOLAMENTO LORDO IN TEMPO REALE)



Target2¹⁾ è uno strumento determinante per favorire l'integrazione del mercato monetario dell'area dell'euro – presupposto per la conduzione efficace della politica monetaria unica – e fornisce altresì un contributo all'integrazione dei mercati finanziari dell'area dell'euro. Target2 è accessibile a un ampio numero di partecipanti. La maggior parte degli istituti di credito lo utilizzano per effettuare pagamenti per proprio conto o di altri partecipanti (indiretti). Quasi 1000 banche in Europa si avvalgono di Target2 per avviare i pagamenti per conto proprio o per conto della clientela. Considerando le filiali e le controllate, quasi 60.000 banche in tutto il mondo, e quindi i loro clienti, sono raggiungibili tramite Target2.

I partecipanti si avvalgono di Target2 per i pagamenti urgenti di importo rilevante, inclusi quelli effettuati per il regolamento in altri sistemi interbancari di trasferimento fondi, ad esempio il Continuous Linked Settlement ed Euro1, nonché per il regolamento delle operazioni di mercato monetario, in valuta e in titoli. È inoltre utilizzato per pagamenti di minore importo disposti dalla clientela. Target2 garantisce la definitività del regolamento su base giornaliera delle transazioni, rendendo i fondi accreditati sul conto di un partecipante immediatamente disponibili per altri pagamenti.

I FLUSSI DI PAGAMENTO IN TARGET2

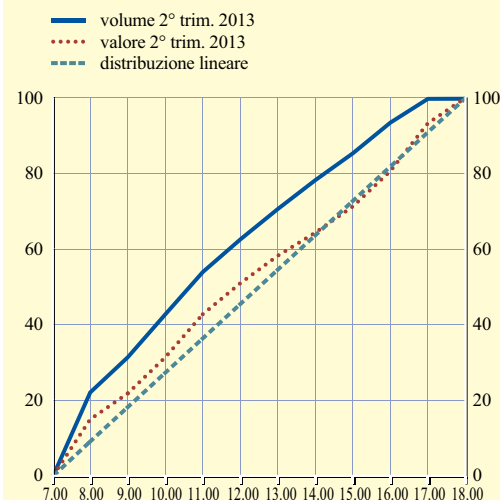
Nel secondo trimestre 2013 su Target2 sono state regolate 23.600.140 operazioni, per un valore totale di 125.266 miliardi di euro, che corrispondono, in termini di media giornaliera, a 374.605 operazioni per un valore medio giornaliero di 1.998 miliardi di euro. Il picco di traffico del trimestre si è registrato il 2 aprile, giorno in cui sono stati trattati un numero record di pagamenti, pari in totale a 596.940. Con una quota di mercato del 59 per cento in termini di volume e del 91 per cento in termini di valore, Target2 ha mantenuto la propria posizione di predominio nel mercato dei sistemi di pagamento di importo rilevante in euro. Le dimensioni della quota di mercato di Target2 confermano il forte interesse delle banche per il regolamento in moneta di banca centrale, in particolar modo in periodi di turbolenza dei mercati. I pagamenti interbancari rappresentano il 35 per cento dei pagamenti totali in termini di volume e il 91 per cento in termini di valore. Per i pagamenti interbancari trattati il valore medio è ammontato a 13,6 milioni di euro, mentre per i pagamenti per la clientela è stato pari a 0,8 milioni di euro. Per il 68 per cento dei pagamenti l'importo unitario è risultato inferiore a 50.000 euro e il 12 per cento superiore a 1 milione di euro. Su base media giornaliera, 231 pagamenti hanno superato il valore di 1 miliardo di euro.

ANDAMENTO INFRAGIORNALIERO DEI VOLUMI E DEI VALORI

La figura mostra la distribuzione infragiornaliera di Target2, vale a dire la percentuale dei volumi e dei valori gestiti in diversi orari della giornata operativa, per il secondo trimestre 2013. In termini di volume, la curva è ampiamente al di sopra della distribuzione lineare, con il 71 per cento del volume già scambiato entro le 13.00

Andamento infragiornaliero

(percentuali)



Fonte: BCE.

1) Target2, operativo dal 2007, è il sistema di seconda generazione subentrato a Target.

Tavola 1 Pagamenti gestiti da Target2 e da Euro1: volume delle operazioni

(numero dei pagamenti)

	2012 2° trim.	2012 3° trim.	2012 4° trim.	2013 1° trim.	2013 2° trim.
Target2					
Volume totale	22.565.695	22.301.632	23.167.441	22.321.754	23.600.140
Media giornaliera	363.963	343.102	361.991	360.028	374.605
Euro1 (EBA)					
Volume totale	16.900.076	16.269.790	16.667.334	15.800.866	16.614.190
Media giornaliera	272.582	250.304	260.427	254.853	263.717

Nota: a gennaio 2013 è stata adottata una nuova metodologia per la raccolta e la segnalazione dei dati, per migliorare la qualità di Target2. La modifica ha avuto come effetto una riduzione degli indicatori in termini di valore. Di tale variazione si deve tener conto se si effettuano confronti tra i dati raccolti prima o dopo la data di adozione della nuova metodologia.

Tavola 2 Pagamenti gestiti da Target2 e da Euro1: valore delle operazioni

(miliardi di euro)

	2012 2° trim.	2012 3° trim.	2012 4° trim.	2013 1° trim.	2013 2° trim.
Target2					
Valore totale	170.300	146.625	139.527	122.916	125.266
Media giornaliera	2.747	2.256	2.180	1.983	1.988
Euro1 (EBA)					
Valore totale	16.099	15.289	12.988	12.794	12.514
Media giornaliera	248	247	203	206	199

Nota: cfr. la nota della tavola 1.

(ora dell'Europa centrale) e il 99,7 per cento un'ora prima della chiusura di Target2. In termini di valore la curva è prossima alla linea di distribuzione fino a metà giornata, con circa il 60 per cento del valore scambiato entro le 13.00 (ora dell'Europa centrale). Successivamente, la curva si sposta appena sotto la linea di distribuzione, a indicare che i pagamenti di importo superiore erano stati regolati verso l'orario di chiusura di Target2.

DISPONIBILITÀ OPERATIVA E PERFORMANCE DI TARGET2

Nel secondo trimestre 2013 Target2 ha registrato una disponibilità del 100 per cento. Gli incidenti presi in considerazione per calcolare la disponibilità di Target2 sono quelli che impediscono l'esecuzione dei pagamenti per un intervallo pari o superiore a dieci minuti tra le 7.00 e le 18.45 dei giorni feriali. Tutti i pagamenti sono stati regolati in meno di cinque minuti, soddisfacendo quindi appieno le aspettative riposte nel sistema.



PUBBLICAZIONI PRODOTTE DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA

La BCE produce numerose pubblicazioni che forniscono informazioni sulle sue competenze principali: la politica monetaria, le statistiche, i sistemi di pagamento e di regolamento, la stabilità finanziaria e la vigilanza, la cooperazione europea e internazionale, e le questioni giuridiche.

PUBBLICAZIONI STATUTARIE

- Rapporto annuale
- Rapporto sulla convergenza
- Bollettino mensile

LAVORI DI RICERCA

- *Legal Working Paper Series*
- *Occasional Paper Series*
- *Research Bulletin*
- *Working Paper Series*

ALTRE PUBBLICAZIONI

- *Enhancing monetary analysis*
- *Financial integration in Europe*
- *Financial Stability Review*
- *Statistics Pocket Book*
- *La Banca centrale europea: storia, ruolo e funzioni*
- *The international role of the euro*
- *L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro ("General Documentation")*
- *La politica monetaria della BCE*
- *The payment system*

La BCE pubblica anche *brochure* e materiale informativo su un'ampia varietà di tematiche, ad esempio le banconote e le monete in euro, nonché atti di seminari e conferenze.

Per una lista completa dei documenti (in formato PDF) pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, predecessore della BCE dal 1994 al 1998, si prega di visitare il sito Internet della BCE all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. I codici della lingua indicano in quali versioni ciascuna pubblicazione è disponibile.

Salvo diversa indicazione, le copie a stampa possono essere ottenute a titolo gratuito singolarmente o in abbonamento, fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo e-mail info@ecb.europa.eu.



GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Altri investimenti [*other investment*]: voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti, altri conti attivi e passivi.

Amministrazioni pubbliche [*general government*]: in base alla definizione del SEC 95, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato, fruibili dal singolo individuo e dalla collettività, e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

Area dell'euro [*euro area*]: l'area costituita dagli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato sul funzionamento dell'Unione europea

Asta a tasso fisso [*fixed rate tender*]: procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

Asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo [*fixed rate full allotment tender procedure*]: procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito dalla banca centrale (tasso fisso) e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi a quel tasso, sapendo in anticipo che tutte le richieste saranno soddisfatte (piena aggiudicazione dell'importo).

Asta a tasso variabile [*variable rate tender*]: procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

Attività nette sull'estero delle IFM [*MFI net external assets*]: le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

Azioni [*equities*]: titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria, come ad esempio le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [*balance of payments (b.o.p.)*]: prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo.

Bilancio consolidato del settore delle IFM [*consolidated balance sheet of the MFI sector*]: bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri

soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

Cancellazione [*write-off*]: rimozione del valore di un prestito dal bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto interamente irrecuperabile.

Cartolarizzazione [*securitisation*]: operazione o insieme di operazioni mediante le quali una attività o un *pool* di attività che producono flussi di cassa, prevalentemente crediti (mutui ipotecari, prestiti al consumo, ecc.), vengono trasferiti da un *originator* (di norma un ente creditizio) a una società veicolo finanziaria (SVF). La SVF di fatto converte queste attività in titoli negoziabili, emettendo strumenti di debito nei quali il servizio del capitale e degli interessi viene effettuato mediante i flussi di cassa prodotti dal *pool* di attività sottostanti.

Commercio con l'estero in beni [*external trade in goods*]: esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

Conti capitale [*capital accounts*]: parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che riporta le variazioni nette della ricchezza, del risparmio, dei trasferimenti in conto capitale e delle acquisizioni nette di attività non finanziarie.

Conto capitale [*capital account*]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutti i trasferimenti di capitale e le acquisizioni/dismissioni di attività non prodotte e non finanziarie fra residenti e non residenti.

Conto corrente [*current account*]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a beni e servizi, redditi e trasferimenti correnti fra residenti e non residenti.

Conto dei redditi [*income account*]: un conto della b.d.p. che ricomprende due tipi di transazioni nei confronti dei non residenti: (a) quelle che riguardano le retribuzioni da lavoro dipendente corrisposte a lavoratori non residenti (ad esempio, i transfrontalieri, gli stagionali e altri lavoratori a breve termine); (b) quelle che riguardano gli introiti e gli esborsi per investimenti su attività o passività finanziarie sull'estero, inclusi gli introiti e gli esborsi su investimenti diretti, di portafoglio e altri investimenti, nonché gli introiti sulle riserve valutarie.

Conto dei trasferimenti correnti [*current transfers account*]: un conto tecnico della b.d.p. sul quale vengono registrati il valore di risorse reali o finanziarie qualora queste vengano trasferite senza ricevere alcuna contropartita. I trasferimenti correnti ricomprendono tutti i trasferimenti diversi da quelli di capitale.

Conti finanziari [*financial accounts*]: parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che presenta le posizioni finanziarie (consistenze o bilanci), le transazioni finanziarie e altre variazioni dei diversi settori istituzionali di un'economia per tipologia di attività finanziaria.

Conto finanziario [*financial account*]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono le transazioni fra residenti e non residenti relative a investimenti diretti e di portafoglio, altri investimenti, prodotti finanziari derivati e attività di riserva.

Costo del lavoro per unità di prodotto [*unit labour costs*]: indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi per occupato e la produttività del lavoro (definita come PIL, in volume, a prezzi costanti per persona occupata).

Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [*MFI credit to euro area residents*]: prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (ivi incluse le amministrazioni pubbliche e il settore privato) e i titoli detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e titoli di debito) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

Curva dei rendimenti [*yield curve*]: rappresentazione grafica della relazione esistente, a una certa data, fra il tasso di interesse o il rendimento e la vita residua di titoli di debito con pari rischio di credito ma con differenti scadenze. L'inclinazione della curva può essere misurata come differenza fra i tassi di interesse o rendimenti per coppie di scadenze.

Debito (conti finanziari) [*debt (financial accounts)*]: i prestiti alle famiglie, nonché i prestiti, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie (risultanti dagli impegni assunti dai datori di lavoro nei confronti dei propri dipendenti finalizzati all'erogazione della pensione), valutati ai prezzi di mercato di fine periodo.

Debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt (general government)*]: il debito lordo (banconote, monete e depositi, prestiti e titoli di debito) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche.

Debito estero lordo [*gross external debt*]: consistenze delle passività correnti effettive (ossia non potenziali) di un'economia che implicano, in una data futura, il pagamento del capitale o degli interessi a non residenti.

Deflazione [*deflation*]: un calo marcato e persistente dei prezzi di un insieme molto ampio di beni e servizi di consumo che viene incorporato nelle aspettative degli operatori.

Depositi presso la banca centrale [*deposit facility*]: operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messe a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti idonee possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso la propria BCN. Tali depositi sono remunerati a un tasso di interesse prestabilito, che di norma rappresenta il limite minimo dei tassi di interesse del mercato *overnight*.

Disavanzo (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit (general government)*]: l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, vale a dire la differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche.

Disinflazione [*disinflation*]: processo di rallentamento dell'inflazione che può condurre a tassi di inflazione temporaneamente negativi.

Eonia [*EONIA (euro overnight index average)*]: misura del tasso di interesse effettivo prevalente nel mercato interbancario *overnight* dell'euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di

interesse sulle operazioni di prestito *overnight* non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

Euribor [EURIBOR (euro interbank offered rate)]: tasso applicato ai prestiti denominati in euro tra banche considerate di primario *standing*; viene calcolato quotidianamente, per scadenze varie, non superiori ai dodici mesi, sulla base dei tassi di un campione di banche selezionate.

Eurosistema [Eurosistem]: il sistema di banche centrali costituito dalla BCE e dalle BCN degli Stati membri dell'UE la cui moneta è l'euro.

Fabbisogno (riferito alle amministrazioni pubbliche) [borrowing requirement (general government)]: assunzione netta di debito da parte delle amministrazioni pubbliche.

Fattori autonomi di liquidità [autonomous liquidity factors]: fattori di liquidità quali, ad esempio, le banconote in circolazione, i depositi delle amministrazioni pubbliche presso la banca centrale e le attività nette sull'estero della banca centrale, che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria.

Fondi di investimento (esclusi i fondi comuni monetari) [investment funds (except money market funds)]: istituzioni finanziarie che gestiscono collettivamente portafogli di capitale raccolto tra il pubblico, investendolo in attività finanziarie e non finanziarie. Cfr. anche **IFM**.

Forze di lavoro [labour force]: il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

Garanzie [collateral]: attività costituite in pegno o trasferite in altra forma a garanzia del rimborso di un finanziamento, nonché attività cedute nell'ambito di operazioni pronti contro termine. I titoli conferiti in garanzia nell'ambito delle operazioni temporanee dell'Eurosistema devono soddisfare alcuni requisiti di idoneità.

IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [MFIs (monetary financial institutions)]: istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'area dell'euro. Esse includono: (a) l'Eurosistema; (b) gli enti creditizi residenti (come definiti nella legislazione dell'UE) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o altre forme di raccolta equiparabili ai depositi da enti diversi dalle IFM e, per proprio conto (almeno in termini economici), nel concedere credito e/o investire in titoli, nonché le istituzioni di moneta elettronica che sono che operano principalmente nell'intermediazione finanziaria sotto forma di emissione di moneta elettronica; (d) i fondi comuni monetari, ovvero società di investimento collettivo che investono in strumenti a breve termine e a basso rischio.

Impieghi disponibili [job vacancies]: termine collettivo che comprende i nuovi impieghi, gli impieghi liberi e quelli che si renderanno disponibili a breve scadenza, per i quali il datore di lavoro ha cercato attivamente e di recente di trovare un candidato idoneo.

Indagini della Commissione europea [European Commission surveys]: indagini armonizzate del clima di fiducia delle imprese e/o dei consumatori, condotte per conto della Commissione europea in ciascuno degli Stati membri dell'UE. Le indagini si basano su questionari e sono rivolte ai dirigenti di aziende del settore manifatturiero, delle costruzioni, del commercio al dettaglio e dei servizi nonché ai consumatori. Da ciascuna indagine mensile sono calcolati degli indicatori compositi che riassumono in un unico indicatore le risposte date a diverse domande (indicatori del clima di fiducia).

Indagine sul credito bancario [*Bank lending survey (BLS)*]: indagine trimestrale sulle politiche di erogazione del credito, condotta dall'Eurosistema a partire da gennaio 2003. Nell'ambito di tale indagine vengono poste, a un campione predefinito di banche dell'area dell'euro, alcune domande qualitative riguardanti i criteri per la concessione del credito, i termini e le condizioni praticate e la domanda di prestiti, con riferimento sia alle imprese sia alle famiglie.

Indagini presso i responsabili degli acquisti nell'area dell'euro [*Eurozone purchasing managers' surveys*]: indagini sulle condizioni dei settori manifatturiero e dei servizi condotte in diversi paesi dell'area dell'euro e i cui risultati vengono utilizzati per compilare degli indici. L'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero (*Manufacturing Purchasing Managers' Index – PMI*) dell'area dell'euro è un indicatore ponderato calcolato in base agli indici di produzione, nuovi ordinativi, occupazione, tempi di consegna dei fornitori e scorte di prodotti acquistati. L'indagine presso il settore dei servizi consiste in questionari riguardanti l'attività corrente, le aspettative di attività futura, l'ammontare di attività inevasa, le commesse in entrata, l'occupazione, i prezzi degli *input* e i prezzi applicati alla clientela. L'indice composito per l'area dell'euro viene calcolato combinando i risultati delle indagini sul settore manifatturiero e su quello dei servizi.

Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [*Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*]: indice dei prezzi al consumo calcolato dall'Eurostat e armonizzato per tutti gli Stati membri dell'UE.

Indice del costo orario del lavoro [*hourly labour cost index*]: indice dei costi del lavoro comprendente gli stipendi e i salari lordi (in denaro e in altra natura, comprese le gratifiche) e altri costi del lavoro (contributi previdenziali a carico del datore di lavoro più le imposte relative all'occupazione corrisposte dal datore, al netto dei sussidi ricevuti) per ora effettivamente lavorata (comprese le prestazioni straordinarie).

Indice delle retribuzioni contrattuali [*index of negotiated wages*]: misura dei risultati diretti della contrattazione collettiva in termini di retribuzione di base (cioè escluse le gratifiche) a livello di area dell'euro. Si riferisce alla variazione media implicita dei salari e degli stipendi mensili.

Inflazione [*inflation*]: aumento del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

Investimenti di portafoglio [*portfolio investment*]: transazioni e/o posizioni nette dei residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai non residenti (“attività”) e transazioni e/o posizioni nette dei non residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai residenti (“passività”). Sono inclusi i titoli azionari e i titoli di debito (obbligazioni e *note*, e strumenti di mercato monetario). Le transazioni sono rilevate al prezzo effettivo pagato o ricevuto, al netto di commissioni e spese. Per poter essere considerata come attività di portafoglio, la quota di partecipazione in una società deve essere equivalente a meno del 10 per cento delle azioni ordinarie o del potere di voto.

Investimenti diretti [*direct investment*]: investimenti internazionali effettuati allo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione pari almeno al 10 per cento delle quote ordinarie o dei diritti di voto). Sono inclusi le azioni, gli utili reinvestiti e il debito collegato ad operazioni intersocietarie. Il conto degli investimenti diretti rileva le transazioni/posizioni nette in attività estere da parte di residenti nell'area dell'euro (“investimenti diretti all'estero”) e le transazioni/posizioni nette in attività dell'area dell'euro da parte di non residenti (“investimenti diretti nell'area dell'euro”).

M1: aggregato monetario ristretto che include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

M2: aggregato monetario intermedio. Comprende M1, i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita non superiore a due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza), detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali.

M3: aggregato monetario ampio che si compone di M2 più gli strumenti negoziabili, in particolare operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito con scadenza non superiore a due anni emessi dalle IFM.

Misure di maggiore sostegno al credito [*enhanced credit support*]: misure non convenzionali adottate dalla BCE/Eurosistema durante la crisi finanziaria, intese a garantire condizioni di finanziamento e flussi creditizi migliori rispetto ai risultati ottenibili con la sola riduzione dei tassi di riferimento della BCE.

Nuovi accordi europei di cambio AEC II [*ERM II (exchange rate mechanism II)*]: accordi che definiscono l'assetto per la cooperazione nel settore delle politiche del cambio tra i paesi dell'area dell'euro e gli Stati membri dell'UE non partecipanti alla Terza fase dell'UEM.

Operazione di assorbimento della liquidità [*liquidity-absorbing operation*]: operazione mediante la quale l'Eurosistema assorbe liquidità per ridurre la liquidità in eccesso o creare un fabbisogno di liquidità. Tali operazioni vengono condotte mediante emissione di certificati di debito o depositi a tempo determinato.

Operazione di mercato aperto [*open market operation*]: operazione effettuata su iniziativa della banca centrale nei mercati finanziari. Può assumere la forma di operazioni temporanee, operazioni definitive, emissioni di depositi a tempo determinato, certificati di debito o operazioni di *swap* in valuta. Le operazioni di mercato aperto sono utilizzate per fornire o assorbire liquidità.

Operazione di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) [*longer-term refinancing operation (LTRO)*]: operazioni di credito con scadenza superiore alla settimana eseguite dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le regolari operazioni mensili hanno scadenza tre mesi. Nella fase di turbolenza dei mercati finanziari iniziata nell'agosto 2007 sono state condotte operazioni aggiuntive con frequenza variabile e durata compresa tra un periodo di mantenimento delle riserve e 36 mesi.

Operazione di rifinanziamento marginale [*marginal lending facility*]: operazione attivabile su iniziativa delle controparti messa a disposizione dall'Eurosistema, avente la forma di operazione temporanea mediante la quale controparti idonee possono ottenere dalla propria BCN, a un tasso di interesse predefinito, credito *overnight*. Il tasso dei prestiti concessi nell'ambito di tali operazioni rappresenta il limite superiore dei tassi di interesse del mercato *overnight*.

Operazione di rifinanziamento principale (ORP) [*main refinancing operation (MRO)*]: regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento principali sono effettuate tramite un'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

Operazione temporanea [*reverse transaction*]: operazione mediante la quale una BCN acquista o vende attività a pronti con patto di vendita/riacquisto a termine, ovvero eroga credito a fronte di una garanzia.

Parità centrale (o tasso centrale) [central parity (or central rate)]: tassi di cambio di ciascuna valuta partecipante agli AEC II nei confronti dell'euro, rispetto ai quali sono definiti i margini di oscillazione previsti dagli AEC II.

Parità di potere d'acquisto (p.p.a.) [purchasing power parity (P.P.P.)]: tasso di conversione di una valuta in un'altra tale da rendere identico il potere d'acquisto delle due divise, eliminando le differenze dovute al livello dei prezzi prevalente in ciascun paese. Nella sua forma più semplice, la p.p.a. rappresenta il rapporto di prezzo in valuta nazionale dello stesso bene o servizio in diversi paesi.

Passività finanziarie a lungo termine delle IFM [MFI longer-term financial liabilities]: depositi con durata prestabilita superiore a due anni, depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi, titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza originaria superiore a due anni nonché capitale e riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

Posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) [international investment position (i.i.p.)]: valore e composizione delle consistenze di attività (o passività) finanziarie nette detenute da un'economia nei confronti del resto del mondo.

Prezzi alla produzione nell'industria [industrial producer prices]: i prezzi di fabbrica (i costi di trasporto non sono inclusi) di tutti i prodotti venduti dall'industria, escluse le costruzioni, sul mercato interno dei paesi dell'area dell'euro, al netto delle importazioni.

Prodotto interno lordo (PIL) [gross domestic product (GDP)]: il valore della produzione totale di beni e servizi di un'economia al netto dei consumi intermedi, più le imposte nette sui prodotti e sulle importazioni. Il PIL può essere scomposto per componenti di prodotto, di spesa e di reddito. I principali aggregati di spesa che compongono il PIL sono i consumi finali delle famiglie, i consumi finali collettivi, gli investimenti fissi lordi, la variazione delle scorte e le importazioni ed esportazioni di beni e servizi (compreso il commercio fra i paesi dell'area dell'euro).

Produttività del lavoro [labour productivity]: la produzione che può essere ottenuta con un dato *input* di lavoro. Essa si può misurare in diversi modi, ma di solito la misurazione viene effettuata dividendo il PIL (in volume) a prezzi costanti o per l'occupazione totale oppure per il totale delle ore lavorate.

Produzione industriale [industrial production]: il valore aggiunto lordo creato dall'industria a prezzi costanti.

Raccordo disavanzo-debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [deficit-debt adjustment (general government)]: la differenza tra il disavanzo e la variazione del debito delle amministrazioni pubbliche.

Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [debt-to-GDP ratio (general government)]: il rapporto tra il debito pubblico e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 126, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo.

Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [deficit ratio (general government)]: il rapporto tra il disavanzo delle amministrazioni pubbliche e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 126, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea al fine di definire l'esistenza di un

disavanzo eccessivo. Viene anche definito rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

Redditi per occupato o per ora lavorata [*compensation per employee or per hour worked*]: la remunerazione totale, in denaro o in altra natura, che è pagabile dai datori di lavoro agli occupati, vale a dire i salari e gli stipendi lordi nonché le gratifiche, il pagamento degli straordinari e i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro, divisa per il numero totale degli occupati o per il numero totale di ore lavorate.

Riserva obbligatoria [*reserve requirement*]: obbligo che impone agli enti creditizi di detenere un ammontare minimo a titolo di riserva presso la banca centrale in un periodo di mantenimento predefinito. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri nel periodo di mantenimento.

Riserve ufficiali [*international reserves*]: attività sull'estero con disponibilità immediata e sotto il controllo delle autorità monetarie allo scopo di finanziare e regolare direttamente squilibri nei pagamenti attraverso interventi sui mercati dei cambi. Le riserve ufficiali dell'area dell'euro comprendono i crediti verso non residenti denominati in valuta diversa dall'euro, le riserve auree nonché i diritti speciali di prelievo e le posizioni di riserva presso il Fondo monetario internazionale detenuti dall'Eurosistema.

Società di assicurazione e fondi pensione [*insurance corporations and pension funds*]: le società e le quasi-società finanziarie la cui funzione principale consiste nel fornire servizi di intermediazione finanziaria derivanti dalla trasformazione di rischi individuali in rischi collettivi.

Società veicolo finanziaria (SVF) [*financial vehicle corporation (FVC)*]: entità la cui attività principale è l'effettuazione di cartolarizzazioni. Le SVF emettono, tipicamente, titoli negoziabili che sono offerti al pubblico o collocati presso privati. Tali titoli sono garantiti da un portafoglio di attività (generalmente prestiti) che sono detenute dalla SVF. In alcuni casi, un'operazione di cartolarizzazione può coinvolgere più SVF, dove una di esse a detiene le attività cartolarizzate mentre un'altra provvede a emettere i titoli garantiti da tali attività.

Stabilità dei prezzi [*price stability*]: è definita dal Consiglio direttivo come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Il Consiglio ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge lo scopo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento su un orizzonte di medio periodo.

Survey of Professional Forecasters (SPF): indagine trimestrale condotta dalla BCE sin dal 1999 presso un gruppo selezionato di esperti appartenenti a organismi del settore finanziario e non finanziario aventi sede nell'UE, finalizzata alla raccolta di previsioni macroeconomiche sull'inflazione, sulla crescita del PIL in termini reali e sulla disoccupazione nell'area dell'euro.

Svalutazione [*write-down*]: correzione al ribasso del valore di un prestito registrato nel bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto parzialmente irrecuperabile.

Tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro (nominali/reali) [*effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)*]: medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei principali partner commerciali dell'area. Gli indici del TCE dell'euro sono calcolati rispetto a diversi gruppi di paesi partner: il TCE-20 (comprendente i dieci Stati membri dell'UE non

appartenenti all'area dell'euro e dieci partner commerciali al di fuori dell'UE) e il TCE-40 (composto dal TCE-20 più altri 20 paesi). I coefficienti di ponderazione riflettono la quota di ciascun partner nel commercio di prodotti manifatturieri dell'area e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. I TCE reali si ottengono dai TCE nominali corretti per la differenza tra l'andamento di un indice ponderato di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; essi misurano pertanto la competitività di prezzo o di costo.

Tassi di interesse delle IFM [*MFI interest rates*]: i tassi di interesse praticati dagli enti creditizi residenti e da altre IFM, escluse le banche centrali e i fondi comuni monetari, sui depositi denominati in euro e sui prestiti nei confronti delle famiglie e delle società non finanziarie residenti nell'area dell'euro.

Tassi di interesse di riferimento della BCE [*key ECB interest rates*]: tassi di interesse fissati dal Consiglio direttivo, che riflettono l'orientamento di politica monetaria della BCE. Attualmente comprendono il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi presso la banca centrale.

Tasso di inflazione di pareggio [*break-even inflation rate*]: il differenziale tra il rendimento di una obbligazione nominale e quello di una obbligazione indicizzata all'inflazione, le cui scadenze siano uguali o quanto più possibile simili.

Tasso minimo di offerta [*minimum bid rate*]: limite inferiore fissato per i tassi di interesse a cui le controparti possono presentare le proprie offerte nelle aste a tasso variabile.

Titoli di stato indicizzati all'inflazione [*inflation-indexed government bonds*]: titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche; i pagamenti delle cedole e del capitale sono collegati a uno specifico indice dei prezzi al consumo.

Titolo di debito [*debt security*]: promessa da parte dell'emittente (prestitore) a effettuare uno o più pagamenti al detentore (prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Questi titoli recano solitamente uno specifico tasso di interesse (cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza. I titoli di debito con scadenza originaria superiore a un anno sono classificati come titoli a lungo termine.

Valore di riferimento per la crescita di M3 [*reference value for M3 growth*]: tasso di crescita sui dodici mesi di M3, considerato coerente con la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Volatilità [*volatility*]: grado di oscillazione di una variabile.

Volatilità implicita [*implied volatility*]: la volatilità attesa (cioè la deviazione standard) dei tassi di variazione dei prezzi di un'attività (ad es., un'azione o un'obbligazione). Può essere desunta dal prezzo dell'attività, dalla data di scadenza e dal prezzo di esercizio delle relative opzioni, nonché da un rendimento privo di rischio, utilizzando un modello per il calcolo dei prezzi delle opzioni, quale il modello Black-Scholes.

