



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  
DICEMBRE**





**BANCA CENTRALE EUROPEA**

**EUROSISTEMA**



## **BOLLETTINO MENSILE DICEMBRE 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 dicembre 2013.*

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

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



# INDICE

<b>EDITORIALE</b>	<b>5</b>
<b>ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI</b>	
1 Il contesto esterno all'area dell'euro	<b>9</b>
<b>Riquadro 1</b> Cina: fattori sottostanti l'andamento e le prospettive della crescita	<b>17</b>
2 Gli andamenti monetari e finanziari	<b>24</b>
<b>Riquadro 2</b> Recenti andamenti nel conto finanziario della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro	<b>29</b>
<b>Riquadro 3</b> Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 7 agosto al 12 novembre 2013	<b>38</b>
<b>Riquadro 4</b> Contributi settoriali al riequilibrio nell'area dell'euro	<b>57</b>
3 Prezzi e costi	<b>65</b>
<b>Riquadro 5</b> I sottoindici dello IAPC misurano l'inflazione di fondo?	<b>68</b>
4 La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	<b>78</b>
<b>Riquadro 6</b> L'effetto della crisi sull'occupazione e sui salari nei servizi non di mercato	<b>87</b>
5 Andamento della finanza pubblica	<b>91</b>
<b>Riquadro 7</b> Il risanamento dei conti pubblici nell'area dell'euro: progressi compiuti e programmi per il 2014	<b>93</b>
<b>ARTICOLI</b>	
Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2013	<b>103</b>
<b>STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO</b>	<b>SI</b>
<b>ALLEGATI</b>	
Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	<b>I</b>
Il sistema Target (sistema trans-europeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale)	<b>V</b>
Pubblicazioni prodotte dalla Banca centrale europea	<b>VII</b>
Glossario	<b>XI</b>

## 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 dicembre, 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 confermato la valutazione e le decisioni di politica monetaria del Consiglio direttivo del mese scorso. Ci si attende che nell'area dell'euro le pressioni di fondo sui prezzi restino contenute nel medio termine. Conformemente con questo quadro, la dinamica della moneta e del credito permane moderata. Nel contempo le aspettative di inflazione di medio-lungo periodo per l'area dell'euro continuano a essere saldamente ancorate in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento. Tale situazione suggerisce la possibilità di un prolungato periodo di bassa inflazione nell'area, seguito poi da un graduale andamento al rialzo verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento. L'orientamento di politica monetaria resterà accomodante finché sarà necessario e seguirà quindi a sostenere la graduale ripresa dell'economia nell'area dell'euro. In questo contesto il Consiglio direttivo ha confermato le proprie indicazioni prospettiche (*forward guidance*), ossia l'aspettativa 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 di inflazione nel complesso moderate anche nel medio termine, tenuto conto della debolezza generalizzata dell'economia e della dinamica monetaria contenuta. Per quanto riguarda le condizioni del mercato monetario e il loro potenziale impatto sull'orientamento di politica monetaria, il Consiglio direttivo segue con attenzione gli andamenti ed è pronto a considerare tutti gli strumenti disponibili.

Per quanto riguarda l'analisi economica, dopo l'incremento dello 0,3 per cento osservato nel secondo trimestre del 2013, nel terzo trimestre il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato dello 0,1 per cento sul periodo precedente. L'andamento degli indicatori del clima di fiducia basati sulle indagini congiunturali fino a novembre è coerente con un tasso di crescita positivo anche nel quarto trimestre dell'anno. In prospettiva, nel 2014 e nel 2015 il prodotto dovrebbe registrare un lento recupero, in particolare per effetto di un certo miglioramento della domanda interna sostenuto dall'orientamento accomodante della politica monetaria. Nell'area dell'euro l'attività economica dovrebbe essere altresì favorita da un progressivo rafforzamento della domanda di esportazioni. Inoltre, i miglioramenti complessivi osservati nei mercati finanziari dallo scorso anno si stanno tramettendo all'economia reale, al pari dei progressi realizzati nel risanamento dei conti pubblici. A ciò si aggiunge che i redditi reali hanno recentemente beneficiato della minore inflazione relativa alla componente energetica. Al tempo stesso, la disoccupazione resta elevata nell'area dell'euro e i necessari aggiustamenti di bilancio nei settori pubblico e privato continueranno a pesare sull'economia.

Tale valutazione trova riscontro anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in dicembre dagli esperti dell'Eurosistema, che per il PIL in termini reali indicano su base annua una riduzione dello 0,4 per cento nel 2013 e un aumento rispettivamente dell'1,1 e dell'1,5 per cento nel 2014 e nel 2015. In confronto all'esercizio di settembre, svolto dagli esperti della BCE, il valore per il 2013 è rimasto invariato mentre quello per il 2014 è stato rivisto di 0,1 punti percentuali al rialzo.

Si valuta che le prospettive economiche per l'area dell'euro siano soggette a rischi al ribasso. Le dinamiche delle condizioni dei mercati monetari e finanziari mondiali e le connesse incertezze potrebbero influenzare negativamente la situazione economica. Altri rischi al ribasso riguardano prezzi più elevati delle materie prime, una domanda interna e una crescita delle esportazioni inferiori alle attese e una lenta o insufficiente attuazione delle riforme strutturali nei paesi dell'area dell'euro.

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC sarebbe salita dallo 0,7 allo 0,9 per cento fra ottobre e novembre. Tale incremento, sostanzialmente in linea con le aspettative, è soprattutto riconducibile a un effetto base al rialzo sui prezzi dell'energia e a una maggiore inflazione relativa alla componente dei servizi. Considerando i prezzi correnti dei contratti future per l'energia, ci si attende che nei prossimi mesi l'inflazione si attesti in prossimità dei livelli attuali. Nel medio periodo le pressioni di fondo sui prezzi dovrebbero restare contenute nell'area dell'euro. Allo stesso tempo le aspettative di inflazione a medio-lungo termine per l'area rimangono saldamente ancorate in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento.

Risultano sostanzialmente coerenti con questa valutazione le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in dicembre dagli esperti dell'Eurosistema, secondo le quali l'inflazione al consumo sui dodici mesi si collocherebbe all'1,4 per cento nel 2013, all'1,1 per cento nel 2014 e all'1,3 per cento nel 2015. Rispetto alle proiezioni dello scorso settembre svolte dagli esperti della BCE, i tassi di inflazione sono stati rivisti al ribasso di 0,1 punti percentuali per il 2013 e di 0,2 per il 2014.

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

Per quanto riguarda le proiezioni macroeconomiche, il Consiglio direttivo ha deciso di pubblicare informazioni più dettagliate a partire da dicembre 2013.

Passando all'analisi monetaria, i dati di ottobre confermano la valutazione di una contenuta espansione di fondo dell'aggregato monetario ampio (M3) e del credito. La crescita sui dodici mesi di M3 si è ridotta dal 2,0 all'1,4 per cento fra settembre e ottobre. Tale moderazione è in parte riconducibile a un effetto base. L'espansione di M1, che resta vigorosa al 6,6 per cento, riflette una preferenza per la liquidità, pur mantenendosi al di sotto del massimo dell'8,7 per cento osservato in aprile. Gli afflussi netti di capitale verso l'area dell'euro continuano a essere il principale fattore alla base della crescita di M3, mentre persiste la debolezza dell'andamento sui dodici mesi dei prestiti al settore privato. In ottobre il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) si è attestato allo 0,3 per cento, sostanzialmente invariato dall'inizio dell'anno; quello relativo ai prestiti alle società non finanziarie (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) si è invece collocato al -2,9 per cento, rispetto al -2,8 di settembre e al -2,9 di agosto. Nel complesso la debole dinamica dei prestiti osservata per le società non finanziarie continua a riflettere, con il consueto scarto temporale, la sua relazione con il ciclo economico e a rispecchiare il rischio di credito e gli aggiustamenti 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. 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. La valutazione approfondita svolta dalla BCE prima di assumere il proprio ruolo di vigilanza nel quadro del meccanismo di vigilanza unico favorirà ulteriormente questo processo di rafforzamento della fiducia, migliorando la qualità delle informazioni disponibili sulla situazione delle banche e consentendo di individuare e intraprendere le azioni correttive eventualmente necessarie. L'attuazione di ulteriori interventi decisivi per realizzare l'unione bancaria contribuirà a ripristinare la fiducia nel sistema finanziario.

In sintesi, l'analisi economica indica la possibilità di un prolungato periodo di bassa inflazione nell'area dell'euro, seguito poi da un graduale andamento al rialzo verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento. La verifica incrociata con i segnali dell'analisi monetaria conferma questo scenario.

Per quanto riguarda le politiche di bilancio, il Consiglio direttivo esprime apprezzamento per la valutazione dei progetti di documenti programmatici di bilancio 2014 da parte della Commissione europea, presentati per la prima volta in ottobre ai sensi dei regolamenti del cosiddetto "two-pack". Questo nuovo esercizio di sorveglianza deve essere pienamente efficace. Per portare gli elevati rapporti debito/PIL su un percorso discendente i governi non dovrebbero vanificare gli sforzi compiuti al fine di ridurre i disavanzi pubblici e di sostenere il riequilibrio dei conti nel medio termine. In particolare, le misure di risanamento dovrebbero essere favorevoli alla crescita e dotate di una prospettiva di medio termine, in modo da coniugare il miglioramento dei servizi pubblici e la limitazione al minimo degli effetti distorsivi dell'imposizione fiscale. Al tempo stesso occorre procedere con le riforme dei mercati del lavoro e dei beni e servizi al fine di rafforzare la competitività, aumentare la crescita potenziale, creare opportunità di occupazione e promuovere le capacità di adattamento delle economie nell'area dell'euro.

Questo numero del Bollettino contiene un articolo dal titolo "Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2013".



# ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

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

*La ripresa economica mondiale resta moderata e difforme tra regioni, con un graduale spostamento della dinamica di crescita a favore delle economie avanzate. Gli indicatori delle ultime indagini congiunturali mostrano un'ulteriore espansione dell'attività globale, sostenuta, tra l'altro, dalla stabilizzazione delle condizioni finanziarie internazionali. Nel medio termine, ci si attende un miglioramento delle prospettive per le economie avanzate, mentre quelle per i mercati emergenti rimangono modeste rispetto agli andamenti storici. Una serie di fattori ciclici e strutturali continua a pesare sulla crescita globale e, nel complesso, i rischi per le prospettive dell'attività economica restano orientati verso il basso. Nel contempo, il commercio mondiale si sta progressivamente rafforzando, sebbene i tassi di crescita permangano su livelli molto più bassi di quelli precedenti la crisi finanziaria. L'inflazione al consumo è diminuita nella maggior parte delle economie avanzate ed emergenti a partire da luglio, sulla scia del calo dei prezzi di energia e alimentari. In prospettiva, le spinte inflazionistiche dovrebbero mantenersi contenute alla luce del margine ancora ampio di capacità produttiva inutilizzata a livello internazionale.*

### I.1 ATTIVITÀ ECONOMICA E COMMERCIO MONDIALE

Sebbene stia proseguendo la ripresa mondiale, essa resta moderata e difforme tra regioni. Gli ultimi mesi hanno mostrato segnali di un graduale rafforzamento dell'attività nelle economie avanzate. Negli Stati Uniti la riduzione automatica della spesa entrata in vigore in marzo ha gravato sulla crescita di quest'anno, tuttavia la domanda privata evidenzia una relativa tenuta grazie al progressivo miglioramento dei bilanci delle famiglie che ha sospinto gli investimenti nell'edilizia residenziale e i consumi privati. In Giappone, nonostante il calo della crescita nel terzo trimestre, l'attività sottostante rimane vigorosa, sostenuta da politiche monetarie e di bilancio espansive. Inoltre, l'economia è in netto recupero nel Regno Unito dall'inizio dell'anno. Per contro, l'attività è più debole nella maggior parte delle economie emergenti, anche se in Cina l'impulso espansivo appare in qualche modo in ripresa. In alcune delle principali economie emergenti la minor domanda interna ha inciso sullo slancio della crescita e impedimenti dal lato dell'offerta sembrano contenere l'attività. Gli esportatori di materie prime hanno risentito della relativa debolezza della domanda globale di materie prime. Anche l'inasprimento delle condizioni finanziarie su scala internazionale a metà dell'anno ha contribuito a frenare la crescita in alcune economie emergenti. In seguito ai segnali circa un'imminente riduzione degli acquisti di titoli da parte del Federal Open Market Committee (FOMC) statunitense, le inversioni dei flussi di capitale hanno influito sulle prospettive per alcuni paesi, in particolare quelli con fondamentali deboli. Più di recente, le condizioni finanziarie si sono sostanzialmente stabilizzate a livello globale dopo la decisione del FOMC in settembre di ritardare la riduzione degli acquisti di titoli, sebbene permangano difficili in taluni paesi.

Nel complesso, gli ultimi dati sono coerenti con un moderato recupero dello slancio espansivo mondiale nella seconda metà del 2013. Stime preliminari sul PIL nel terzo trimestre suggeriscono che l'attività economica è cresciuta dell'1,3 per cento sul periodo precedente nell'insieme dei paesi del G20 (esclusa l'area dell'euro), in netto aumento rispetto al secondo trimestre, seppur in presenza di perduranti differenze da paese a paese (cfr. tavola 1). Tra le economie avanzate, la crescita in termini tendenziali si è intensificata negli Stati Uniti e nel Regno Unito nel terzo trimestre del 2013, riflettendo soprattutto il contributo positivo delle scorte in entrambi i paesi. In Giappone l'attività ha subito un rallentamento a causa dell'indebolirsi delle esportazioni ma, nel complesso, è rimasta vivace. Tra i mercati emergenti, l'economia nel terzo trimestre si è in parte ripresa in Cina, in prevalenza per effetto degli ingenti investimenti dovuti a un piccolo pacchetto di stimolo fiscale e alla rapida espansione del credito, mentre lo slancio è diminuito nella maggioranza degli altri principali paesi emergenti, specie Brasile e India.

**Tavola I Crescita del PIL in termini reali in alcune economie**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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

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

1) Dato relativo al 3° trimestre 2013 è una stima sulla base degli ultimi dati disponibili.

2) Per la Russia non è disponibile il dato destagionalizzato del 3° trimestre 2013.

Anche il miglioramento del clima di fiducia denota prospettive di crescita più rosee per l'economia internazionale nel quarto trimestre. Gli indicatori delle indagini sono saliti, sospinti dalla tenuta della dinamica espansiva nelle economie avanzate. In particolare, l'indice mondiale complessivo dei responsabili degli acquisti (PMI) ha registrato un'evoluzione sostenuta in novembre, riconducibile alla forte crescita nel settore dei servizi e in quello manifatturiero (cfr. figura 1). L'indicatore anticipatore composito dell'OCSE, concepito per anticipare i punti di svolta dell'attività economica rispetto al *trend*, segnala un maggiore impulso espansivo in gran parte dei principali paesi dell'area dell'OCSE, rivelando tuttavia un andamento più contenuto ed eterogeneo nel resto del mondo (cfr. figura 2). Anche il World Economic Climate Indicator dell'Ifo mostra maggiore ottimismo tra gli intervistati riguardo alle prospettive per le economie avanzate ed emergenti.

Dopo un periodo prolungato di debolezza della crescita nel commercio mondiale, gli indicatori più recenti forniscono timidi segnali di una modesta ripresa. I dati del CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis collocano l'incremento delle importazioni di beni all'1,3 per

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

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Markit.

cento in termini tendenziali nel terzo trimestre, in aumento rispetto allo 0,2 per cento del trimestre precedente. Inoltre, il PMI mondiale riguardante i nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero è salito nettamente in novembre per il secondo mese consecutivo. Nondimeno, considerando le prospettive moderate per le componenti della domanda a elevata intensità di scambi nelle economie avanzate, si prevede che il commercio globale riprenderà vigore solo con gradualità contestualmente al recupero dell'attività economica su scala internazionale e regionale, registrando tassi di crescita rimasti inferiori a quelli osservati prima della crisi finanziaria.

In prospettiva, le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema in dicembre 2013 (cfr. articolo) indicano un rafforzamento della ripresa mondiale, seppure a un ritmo lento, dal momento che alcuni fattori ciclici e strutturali continuano ad agire da freno nel medio periodo. Nel complesso, il profilo della dinamica mondiale è rimasto sostanzialmente invariato rispetto alle proiezioni elaborate in settembre. Nelle economie avanzate, la debolezza del mercato del lavoro, il processo in atto di riduzione della leva finanziaria nel settore privato e l'azione di risanamento dei conti pubblici dovrebbero frenare la domanda interna, anche se in misura minore rispetto al passato, poiché l'incidenza di tali fattori si va attenuando progressivamente. Nelle economie emergenti, ci si attende che la crescita permanga moderata, in un contesto caratterizzato da impedimenti dal lato dell'offerta, tra cui strozzature di natura infrastrutturale e vincoli di capacità produttiva; ciò nonostante, il recente stabilizzarsi delle condizioni dei mercati finanziari dovrebbe sostenere, nell'insieme, la ripresa economica nel breve termine.

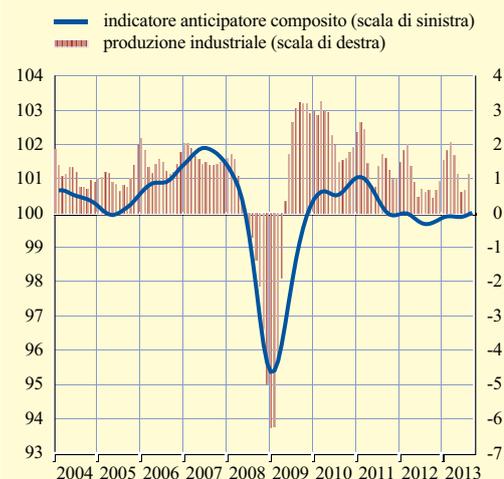
Sulle prospettive mondiali continua a incombere notevole incertezza e i rischi restano complessivamente orientati verso il basso. L'evoluzione delle condizioni nei mercati monetari e finanziari globali e le connesse incertezze potrebbero influenzare negativamente la situazione economica. Altri rischi al ribasso riguardano rincari delle materie prime e una domanda mondiale più debole del previsto.

## 1.2 ANDAMENTI DEI PREZZI A LIVELLO INTERNAZIONALE

Il rallentamento dell'inflazione mondiale osservato dal 2011 si è protratto negli ultimi mesi, celando andamenti contrastanti nei diversi paesi. Nell'area dell'OCSE l'inflazione al consumo sui dodici mesi è rallentata ulteriormente all'1,3 per cento in ottobre 2013, per effetto di un calo dell'inflazione negli Stati Uniti, in Canada e nel Regno Unito, solo in parte controbilanciato dall'incremento registrato in Giappone. Escludendo alimentari ed energia, in ottobre il tasso in termini tendenziali per l'area dell'OCSE è rimasto stabile all'1,5 per cento rispetto alla media dei primi tre trimestri. Nelle economie emergenti che non appartengono all'area dell'OCSE gli andamenti sono stati più difforni, con l'inflazione complessiva in ottobre in aumento in Cina, India e Russia, ma in calo in Brasile.

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

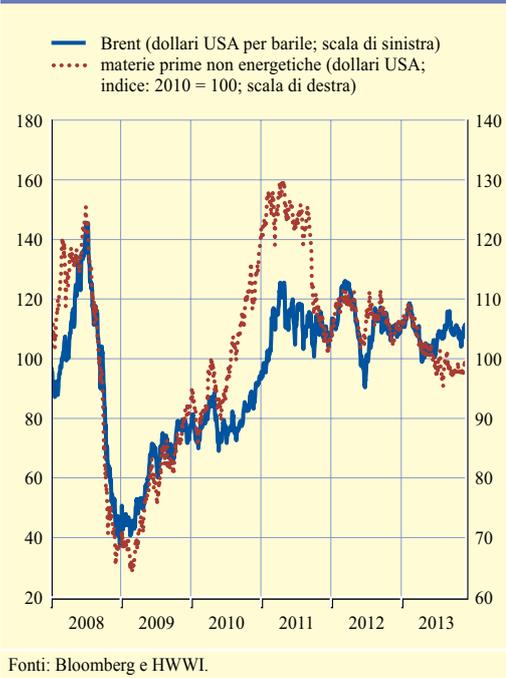
La moderazione dell'inflazione mondiale rispecchia una serie di fattori, tra cui la debolezza della domanda e dell'attività economica, di riflesso al margine tuttora ampio di capacità inutilizzata su scala internazionale. Nel contempo, il deprezzamento della valuta nel secondo trimestre del 2013 ha acuito le spinte inflazionistiche in alcune economie emergenti.

Un'altra determinante di rilievo per l'andamento dell'inflazione globale è la dinamica contenuta dei prezzi delle materie prime, che ha altresì comportato forti effetti base negativi sull'inflazione. Le quotazioni del greggio di qualità Brent si sono mantenute relativamente stabili a circa 110 dollari al barile nel corso degli ultimi due mesi, dopo un rialzo temporaneo a 116 dollari alla fine di agosto. All'inizio di dicembre le quotazioni si sono collocate a circa 112 dollari al barile, un livello simile a quello di un anno fa. Per quanto riguarda i fondamentali, le condizioni della domanda e dell'offerta mondiali suggeriscono che il mercato petrolifero può contare su un'offerta relativamente ampia. L'Agenzia internazionale per l'energia prevede che la domanda globale di greggio resti invariata nel quarto trimestre rispetto al trimestre precedente, mentre l'offerta dei paesi non appartenenti all'OPEC (soprattutto quella di petrolio di scisto statunitense) dovrebbe continuare a crescere. Tuttavia, gran parte dell'offerta statunitense rimane concentrata in Nord America: ciò contribuisce all'aumento delle scorte petrolifere nella regione ed esercita pressioni verso il basso sul *benchmark* delle quotazioni di greggio statunitense (il WTI). Per contro, i corsi del petrolio di qualità Brent sono stati sospinti dal protrarsi delle gravi interruzioni nell'offerta rilevate in diversi paesi dell'OPEC, in particolare Libia e Iraq. Il recente accordo con l'Iran in merito al suo programma nucleare ha alimentato un certo ottimismo riguardo all'aumento delle forniture per il futuro. Tuttavia, le rilevanti sanzioni che al momento frenano le esportazioni petrolifere iraniane non sono state revocate, è probabile dunque che l'impatto dell'accordo sulle condizioni di domanda e offerta mondiali resti limitato nel breve termine. Gli operatori di mercato del settore si aspettano un lieve calo delle quotazioni nel medio periodo, con i contratti *future* sul Brent in scadenza a dicembre 2015 scambiati a 101 dollari al barile.

I prezzi delle materie prime non energetiche sono rimasti nell'insieme sostanzialmente invariati negli ultimi mesi, consolidando la tendenza alla stabilizzazione osservata da luglio 2013, nonostante la volatilità dei mesi estivi. Se i corsi dei cereali hanno continuato a scendere nei mesi recenti per effetto di condizioni accomodanti dal lato dell'offerta, le quotazioni di molte altre materie prime non hanno evidenziato una chiara direzionalità. L'indice aggregato dei prezzi delle materie prime non energetiche (denominato in dollari statunitensi) si colloca attualmente su un valore inferiore di circa il 5 per cento rispetto a quello di un anno fa.

Nel complesso, nella misura in cui il margine di capacità produttiva inutilizzata seguita a rimanere ampio nelle principali economie avanzate, ci si attende che l'inflazione globale e le spinte inflazionistiche si mantengano piuttosto contenute. Allo stesso tempo, le aspettative di inflazione permangono ben ancorate, specie nelle economie avanzate.

Figura 3 Principali andamenti dei prezzi delle materie prime



### 1.3 ANDAMENTI IN ALCUNE ECONOMIE

#### STATI UNITI

Negli Stati Uniti la crescita economica è stata piuttosto vigorosa nel secondo e nel terzo trimestre del 2013, nonostante il drenaggio fiscale da aliquote superiori e le riduzioni della spesa pubblica nell'ambito del "sequester" attuati nei mesi precedenti dell'anno. L'espansione è stata sostenuta dai continui miglioramenti nei mercati delle abitazioni e del lavoro, nonché da condizioni finanziarie favorevoli riconducibili al protrarsi di una politica monetaria accomodante e agli effetti ricchezza positivi legati ai rincari dei titoli azionari e degli immobili residenziali. La seconda stima del Bureau of Economic Analysis colloca l'aumento del PIL in termini reali al 3,6 per cento in ragione d'anno (0,9 sul periodo precedente) nel terzo trimestre, in aumento dal 2,5 per cento del secondo trimestre (0,6 sul periodo precedente). Questo incremento va ricondotto alla crescita della spesa per consumi personali, agli investimenti fissi privati e alle esportazioni, anche se il ritmo di tale crescita è stato più lento rispetto al trimestre precedente. La variazione delle scorte ha contribuito notevolmente per 1,7 punti percentuali in ragione d'anno, rappresentando il maggiore apporto dal periodo precedente. La spesa pubblica è salita appena, dato che la minor spesa a livello federale è stata più che compensata dall'aumento di quella statale e locale. Le esportazioni nette hanno fornito un contributo lievemente positivo alla crescita del PIL, di riflesso al rallentamento più pronunciato della dinamica delle importazioni rispetto a quella delle esportazioni.

La temporanea paralisi dell'amministrazione pubblica e il rischio politico calcolato connesso allo spostamento della soglia del debito in ottobre, insieme al relativo aumento dell'incertezza e al calo della fiducia dei consumatori, potrebbero pesare sullo slancio economico nell'ultimo trimestre del 2013. Le misure della fiducia dei consumatori hanno registrato valori inferiori dall'inizio

del trimestre e il clima di fiducia delle piccole imprese è sceso al livello più basso da marzo. Allo stesso tempo, il solido incremento degli occupati nel settore non agricolo nell'ordine di 204.000 unità in ottobre mostra la tenuta del mercato del lavoro, con ripercussioni limitate dello *shutdown* dell'amministrazione pubblica. Anche i dati sulle vendite al dettaglio e l'attività manifatturiera sono incoraggianti, considerando che all'inizio del quarto trimestre i rispettivi valori hanno superato i livelli medi del periodo precedente. Guardando al futuro, la ripresa economica statunitense dovrebbe rafforzarsi gradualmente con il progressivo attenuarsi dell'effetto frenante dovuto alla politica di bilancio e al processo di aggiustamento dei bilanci delle famiglie. Inoltre, ci si attende che il miglioramento nei mercati delle abitazioni e del lavoro sostenga la domanda interna. Ciò nonostante, l'incertezza politica riguardo alle misure di bilancio continua a rappresentare un rischio per le prospettive di crescita, dato che le recenti scadenze relative al massimale del debito pubblico e al finanziamento pubblico sono state rinviate a inizio 2014.

In ottobre l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è scesa ancora di 0,2 punti percentuali, all'1,0 per cento, per lo più a causa della tendenza al ribasso dell'inflazione sui beni energetici, la cui contrazione si è ulteriormente accentuata fino al -4,8 per cento nello stesso mese. L'inflazione sui prodotti alimentari, all'1,3 per cento in ottobre, ha mantenuto il profilo contenuto dei mesi recenti. Escludendo alimentari ed energia, l'inflazione si è attestata all'1,7 per cento, in linea con la media degli ultimi sei mesi ma 0,4 punti percentuali sotto la media del 2012. In prospettiva, il considerevole sottoutilizzo della capacità produttiva al pari della dinamica moderata dei salari e dei costi di input suggeriscono che l'inflazione rimarrà modesta.

Il 30 ottobre 2013 il Federal Open Market Committee (FOMC) ha deciso di tenere invariato l'obiettivo per il tasso ufficiale sui Federal Fund entro un intervallo compreso fra 0 e 0,25 per cento e ha previsto che resteranno opportuni valori eccezionalmente bassi dello stesso almeno fino a quando a) la disoccupazione si manterrà al di sopra del 6,5 per cento; b) l'inflazione a 1-2 anni non sarà prevista superiore al 2,5 per cento; c) le aspettative di inflazione a più lungo termine resteranno ben ancorate. Il FOMC ha ribadito la posizione assunta nella riunione di settembre e ha stabilito di attendere ulteriori conferme della sostenibilità dei progressi nell'attività economica e nelle condizioni del mercato del lavoro prima di modificare il ritmo dei suoi acquisti di titoli, attualmente nell'ordine di 40 miliardi di dollari al mese per i mutui cartolarizzati delle agenzie e di 45 miliardi di dollari al mese per i titoli del Tesoro a più lungo termine.

## GIAPPONE

In Giappone l'economia ha seguito a espandersi a un ritmo sostenuto sospinta dagli interventi di politica monetaria e di bilancio. Le dichiarazioni del governo dall'inizio di quest'anno, volte a dare impulso all'attività con ampie misure di stimolo monetario e fiscale e con riforme strutturali, hanno aumentato la fiducia mentre le quotazioni azionarie hanno evidenziato un netto incremento, con l'indice Nikkei superiore, in media, di oltre il 60 per cento in novembre rispetto al valore di un anno fa. Lo yen si è deprezzato di circa il 20 per cento in termini effettivi nominali nell'arco dello stesso periodo, fornendo un certo sostegno alle esportazioni. Di conseguenza, si è registrato un forte aumento della crescita nella prima metà dell'anno. Stando alla prima stima preliminare del Cabinet Office, l'economia si è indebolita nel terzo trimestre e il PIL è salito dello 0,5 per cento in termini tendenziali; tale rallentamento è riconducibile in prevalenza al brusco calo delle esportazioni. Anche se in ottobre la fiducia dei consumatori si è ridotta e la produzione industriale è cresciuta di appena lo 0,5 per cento, ci si attende comunque un recupero dell'attività economica durante il quarto trimestre. Guardando al futuro, l'attività economica dovrebbe rafforzarsi nel primo trimestre del 2014, sostenuta da un aumento dei consumi privati in risposta all'aumento delle imposte sugli stessi programmato per aprile 2014.

Il rafforzamento dell'attività economica e l'indebolimento dello yen hanno contribuito a incrementare l'inflazione dall'inizio dell'anno. L'inflazione al consumo sui dodici mesi è rimasta invariata all'1,1 per cento in ottobre, anche se l'inflazione su base tendenziale misurata sull'IPC (al netto dei beni energetici) è salita allo 0,9 per cento dallo 0,7 di settembre. In prospettiva, l'aumento delle imposte sui consumi programmato per aprile fornirà un impulso temporaneo all'inflazione, portandolo maggiormente in linea con il tasso di inflazione obiettivo basato sull'IPC pari al 2 per cento della Banca del Giappone, nell'ambito della sua politica di allentamento monetario quantitativo e qualitativo.

Nella riunione di politica monetaria di novembre, la Banca del Giappone ha mantenuto invariato l'obiettivo per la base monetaria.

### REGNO UNITO

Il Regno Unito ha registrato una crescita vigorosa negli ultimi trimestri. Stando alla seconda stima, nel terzo trimestre del 2013 il PIL reale è salito dello 0,8 per cento sul periodo precedente, soprattutto per effetto dei consumi delle famiglie e del contributo positivo delle scorte. Lo slancio dei principali indicatori delle indagini congiunturali in ottobre e novembre suggerisce il perdurare del vigore espansivo nel quarto trimestre. In un'ottica di medio termine, tuttavia, è probabile che vi sia una certa moderazione del ritmo di crescita. La dinamica relativamente debole del reddito reale delle famiglie e la persistente necessità di un aggiustamento dei bilanci nei settori pubblico e privato continueranno per qualche tempo a frenare la domanda interna, mentre le prospettive per le esportazioni rimangono modeste. La situazione del mercato del lavoro ha seguito a migliorare con gradualità, con un rafforzamento dell'occupazione negli ultimi mesi; il tasso di disoccupazione è sceso di 0,1 punti percentuali, al 7,6 per cento, nei tre mesi fino a settembre. Nel mercato delle abitazioni gli indicatori di attività e prezzi sono aumentati ulteriormente, sospinti dai recenti provvedimenti sul piano delle politiche, mentre la dinamica del credito ha mostrato segni di ripresa.

L'inflazione in termini tendenziali misurata sull'IPC ha subito una flessione in ottobre, dopo aver raggiunto un livello elevato nel terzo trimestre. Nello stesso mese il tasso dell'inflazione complessiva si è ridotto di 0,5 punti percentuali, al 2,2 per cento, rispetto a settembre, soprattutto per via di un calo dei rincari su beni energetici e servizi dell'istruzione. Per il futuro, ci si attende che perduri la recente moderazione delle spinte inflazionistiche, dato che l'esistenza di capacità produttiva inutilizzata per lavoro e capitale continua a smorzare l'inflazione; in ogni caso, se il sottoutilizzo di tale capacità risultasse inferiore alle attuali stime, potrebbe derivarne una certa pressione al rialzo sull'inflazione. Nella riunione del 5 dicembre 2013, il Monetary Policy Committee della Bank of England ha mantenuto il tasso di riferimento allo 0,5 per cento e il suo programma di acquisto di titoli nell'ordine di 375 miliardi di sterline.

### ALTRE ECONOMIE EUROPEE

In Svezia e Danimarca la ripresa dell'attività economica è stata relativamente modesta a partire dalla seconda metà del 2012. Nel terzo trimestre del 2013, il PIL in termini reali sul periodo precedente è salito dello 0,4 per cento in Danimarca e dello 0,1 per cento in Svezia, per effetto soprattutto della domanda interna. La crescita del PIL reale in Svizzera è rimasta vigorosa nel terzo trimestre, allo 0,5 per cento su base tendenziale, principalmente sulla scia di un forte incremento delle esportazioni, dopo un periodo prolungato di relativa stagnazione. In prospettiva, è probabile che la crescita del PIL reale si rafforzi in Danimarca e in Svezia e mantenga il suo impulso in Svizzera. Con riferimento ai prezzi, l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), dopo aver superato il 2 per cento in Danimarca e circa l'1 per cento in Svezia nel 2012, negli ultimi mesi è scesa al di sotto dello 0,5 per cento in entrambi i paesi. Questa evoluzione è ascrivibile al minor rincaro delle materie prime oltre che a pressioni più moderate sui prezzi interni.

In Svizzera invece l'inflazione al consumo su base tendenziale ha registrato una flessione dello 0,3 per cento in ottobre 2013, in prevalenza a causa dei ribassi sui beni energetici e più in generale del persistente calo dei prezzi all'importazione.

Nei principali Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale (PECO), l'attività economica è stata rallentata dalla debolezza della domanda interna nonché da una crescita modesta del mercato delle esportazioni nell'arco degli ultimi anni. Più di recente, la ripresa economica ha subito un graduale aumento evidenziando tuttavia andamenti difformi da paese a paese. Statistiche preliminari mostrano che nel terzo trimestre del 2013 il PIL in termini reali è salito a un ritmo piuttosto sostenuto in Ungheria, Polonia e Romania, diminuendo invece nella Repubblica Ceca. Guardando al futuro, è probabile che l'attività si rafforzi a partire dall'anno prossimo. La dinamica espansiva dovrebbe rimanere eterogenea tra paesi: in alcune economie la crescita è trainata dalle esportazioni mentre in altre un contributo positivo è fornito dalla domanda interna, sorretta ad esempio da un'evoluzione più favorevole del reddito reale e dal miglioramento del clima di fiducia. In seguito al rapido incremento del 2012, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC ha seguito, in media, a contrarsi in modo marcato nei principali PECO in questi ultimi mesi. L'aumento dei prezzi è stato frenato dalla debole inflazione su beni alimentari ed energetici, dall'attenuarsi degli effetti base connessi a precedenti aumenti (o, più di recente, riduzioni) delle imposte indirette e dei prezzi amministrati e anche da pressioni contenute dal lato della domanda interna. Le prospettive moderate per la crescita del PIL e per l'inflazione hanno spinto alcune banche centrali dei PECO a portare i tassi di politica monetaria su livelli bassi.

In Turchia l'espansione del PIL reale sui dodici mesi si è ridotta al 2,2 per cento nel 2012; nel corso della prima metà del 2013 la dinamica espansiva ha ripreso rapidamente vigore con il ripristino di misure di stimolo monetario e fiscale. Dopo essere aumentato dell'1,5 per cento in termini tendenziali nel primo trimestre del 2013, nel trimestre successivo il PIL reale è salito ulteriormente del 2,1 per cento sul periodo precedente, sospinto dalla solida domanda interna e dall'accumulo delle scorte. Per la seconda metà del 2013, gli indicatori segnalano un rallentamento dell'attività economica rispetto al vivace ritmo di crescita della prima metà dell'anno. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC ha registrato un sostanziale incremento da maggio e permane al di sopra dell'obiettivo della banca centrale, rispecchiando l'orientamento espansivo della politica monetaria e di bilancio nonché l'effetto di trasmissione del deprezzamento della lira.

In Russia la crescita ha continuato a rallentare. In seguito a un aumento del 3,4 per cento del prodotto nel 2012, il PIL si è ridotto in termini tendenziali sia nel primo che nel secondo trimestre del 2013 in presenza di una domanda estera contenuta, di investimenti deboli e dell'inasprimento fiscale. Nel terzo trimestre la crescita sembra essersi mantenuta fiacca ma ci si attende un lieve miglioramento verso la fine del 2013. L'inflazione ha seguito una traiettoria discendente per via del minore aumento dei prezzi amministrati e di quelli dei beni alimentari, attestandosi comunque su un livello superiore all'obiettivo della banca centrale.

#### **PAESI EMERGENTI DELL'ASIA**

In Cina, dopo il rallentamento all'inizio del 2013, la crescita economica sui dodici mesi è salita al 7,8 per cento nel terzo trimestre, soprattutto come conseguenza degli sforzi di stabilizzazione profusi dal governo attraverso un piccolo pacchetto di misure di stimolo. La solida espansione del credito dall'inizio dell'anno ha sostenuto l'attività, mentre il mercato degli immobili residenziali resta vivace con il persistente aumento delle vendite e dei prezzi. Nonostante il recente miglioramento dello slancio espansivo, le spinte inflazionistiche permangono relativamente contenute. L'inflazione al consumo sui dodici mesi è salita al 3,2 per cento in ottobre, per lo più a causa del

rincarare degli alimentari, mentre l'inflazione alla produzione si è mantenuta in territorio negativo. In prospettiva, gli indicatori delle indagini e i dati sull'attività più recenti confermano il perdurare di una robusta dinamica economica nel quarto trimestre. Sebbene l'espansione degli interscambi commerciali sia rimasta debole, la produzione industriale, gli investimenti fissi e le vendite al dettaglio hanno evidenziato un'evoluzione forte in ottobre. Considerando le prospettive a più lungo termine, in novembre il terzo *plenum* del 18° comitato centrale del partito comunista cinese ha annunciato un consistente programma di riforme volto a condurre la crescita su una traiettoria più sostenibile e meno onerosa sul piano delle risorse. Tali riforme mirano a focalizzare il governo su un'azione di regolamentazione efficace e sul mantenimento della stabilità macroeconomica. A meccanismi di mercato e al settore non pubblico sarà consentito di rivestire un ruolo più importante nell'economia, ampliando pertanto il margine per conseguire una maggiore espansione della produttività. Il riquadro 1 prende in esame i fattori di traino dell'attività economica in Cina nell'ultimo decennio e analizza le prospettive di crescita.

Riquadro 1

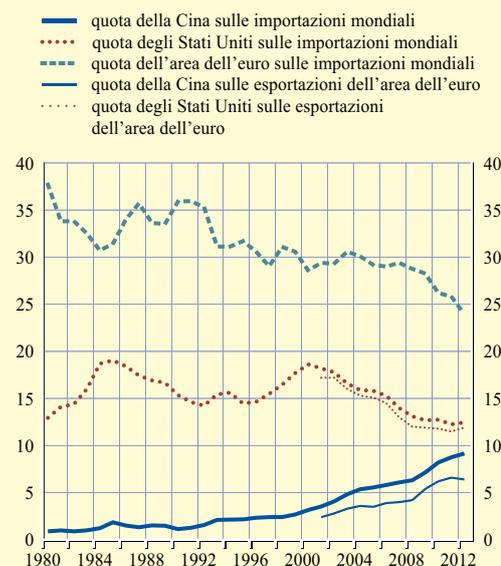
**CINA: FATTORI SOTTOSTANTI L'ANDAMENTO E LE PROSPETTIVE DELLA CRESCITA**

Negli ultimi tre decenni la Cina ha registrato un'espansione economica ragguardevole nel confronto storico. Il tasso di crescita del PIL in termini reali si è collocato, in media, intorno 10 per cento negli ultimi dieci anni, raggiungendo nel 2007 un massimo di oltre il 14 per cento. Sebbene da allora lo slancio sia in certa misura scemato, portando l'incremento del PIL in termini reali su livelli prossimi all'8 per cento nel 2012, l'economia cinese ha continuato a espandersi a un ritmo più che doppio rispetto a quella mondiale. Nel 2012 la quota della Cina sul PIL globale, valutata alle parità dei poteri d'acquisto, era salita al 14,7 per cento. Inoltre, durante la transizione verso un'economia di mercato è aumentata l'incidenza del paese sull'interscambio globale. La quota delle importazioni cinesi su quelle mondiali si situava al 9,2 per cento nel 2012, dai valori inferiori all'1 per cento registrati all'inizio degli anni '80, mentre il peso delle importazioni statunitensi e dell'area dell'euro ha preso a diminuire (figura A). In questo periodo la Cina ha attirato volumi di importazioni più cospicui da quasi tutti i suoi partner commerciali, in particolare dai paesi vicini. La domanda di importazioni cinesi ha assunto crescente importanza anche per l'area dell'euro, che nel 2012 destinava alla Cina il 6,4 per cento delle proprie esportazioni totali, a fronte del 2,4 per cento nel 2001.

Considerando il ruolo di primo piano svolto dalla Cina nell'economia globale, la capacità del paese di sostenere un ritmo di crescita così vigoroso in futuro ha ripercussioni significative

**Figura A Andamenti delle quote della Cina, dell'area dell'euro e degli Stati Uniti sull'interscambio globale**

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Eurostat, FMI ed elaborazioni della BCE.

Nota: le quote sulle importazioni mondiali si basano sul valore delle importazioni di beni e servizi; le quote sulle esportazioni dell'area dell'euro si basano sul valore delle esportazioni di beni dall'area dell'euro verso paesi esterni all'area.

sull'attività economica mondiale. In passato, per trainare la crescita, la Cina ha fatto massiccio ricorso a una rapida accumulazione di capitale e alla riallocazione di lavoro dalle zone rurali a quelle urbane. In prospettiva, è opinione diffusa che il paese passerà gradualmente a un modello di crescita economica più equilibrato<sup>1)</sup>. Alla luce di queste considerazioni, il presente riquadro analizza dal lato della domanda i fattori che hanno determinato la robusta dinamica dell'economia cinese nell'ultimo decennio, spiegando le cause del rallentamento dell'attività osservato dopo il 2007 ed esaminando le prospettive per la crescita.

### Stime della crescita potenziale della Cina

Il prodotto potenziale misura il livello di attività che un'economia potrebbe conseguire in un orizzonte di medio-lungo periodo. Uno degli strumenti utili a comprendere l'evoluzione potenziale di un'economia è l'approccio della funzione di produzione, in cui il prodotto potenziale è calcolato sulla base del livello tendenziale dei fattori produttivi (capitale fisico e lavoro) nonché della produttività totale dei fattori (PTF), che coglie l'efficienza complessiva dell'utilizzo di tali fattori<sup>2)</sup>. Tuttavia, poiché la crescita potenziale è una variabile non osservabile, l'elaborazione di queste stime è soggetta a notevoli incertezze<sup>3)</sup>. La figura B applica uno schema di contabilità della crescita per ottenere una stima dei contributi dei fattori produttivi all'aumento del prodotto potenziale mediante una funzione di produzione Cobb-Douglas. I risultati suggeriscono che, in media, la crescita potenziale si è attestata attorno al 10 per cento negli ultimi dieci anni. Nel periodo 2000-2012 l'accumulazione di capitale ha inciso, in media, per oltre la metà sulla crescita potenziale, riflettendo i tassi di investimento molto elevati osservati nell'economia cinese. Il contributo medio fornito dagli aumenti della PTF è stato pari a quasi un terzo della crescita potenziale, mentre gli andamenti della forza lavoro hanno avuto un peso più limitato, che, peraltro, è lentamente diminuito nel periodo in rassegna, in linea con la moderazione della crescita della popolazione in età lavorativa.

Dall'analisi emerge che la decelerazione della crescita cinese rilevata dopo il 2007 è attribuibile sia a condizioni cicliche sia a un calo della crescita potenziale. I fattori ciclici hanno riflesso una più debole domanda mondiale, nonché la riduzione del sostegno pubblico dopo le consistenti misure di stimolo di bilancio varate nel 2009. Inoltre, la crescita potenziale ha segnato una diminuzione, portandosi al 9 per cento circa nel 2012, per effetto della dinamica più debole della componente tendenziale della PTF nonché di una graduale moderazione nel contributo dell'*input* di lavoro. Negli ultimi due anni ha mostrato una lieve contrazione anche il peso dell'accumulazione di capitale, che pure resta un importante fonte di crescita per l'economia, con il permanere della quota degli investimenti sul PIL su livelli molto elevati.

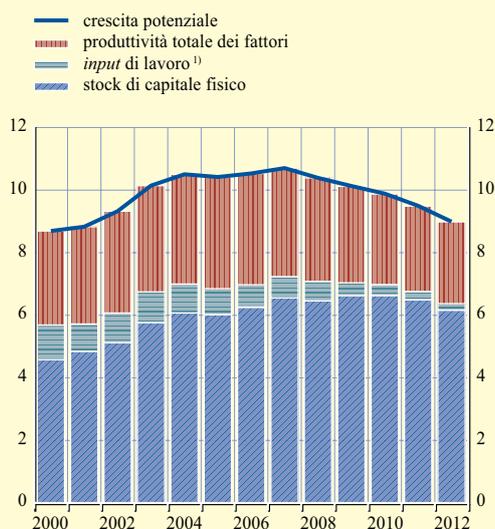
### Prospettive per la crescita potenziale

Esiste un generale consenso tra i previsori sul fatto che la crescita economica della Cina rallenterà nei prossimi anni (cfr. tavola). Secondo le proiezioni dell'OCSE, la crescita potenziale

- 1) Cfr. il riquadro *Cina: prospettive nel breve periodo e orientamenti di politica economica nel medio termine* nel numero di settembre 2013 di questo Bollettino.
- 2) Cfr. l'articolo *Prodotto potenziale, sottoutilizzo della capacità produttiva e nesso con gli andamenti nominali dall'inizio della crisi* nel numero di novembre 2013 di questo Bollettino.
- 3) Applicando tecniche di depurazione dal *trend* al fine di ottenere il livello potenziale dei fattori produttivi, l'approccio della funzione di produzione eredita tutte le note debolezze del metodo di filtraggio utilizzato. Nel caso della Cina, le stime potrebbero essere inficiate anche dalla disponibilità e dalla qualità dei dati.

**Figura B Contabilità della crescita potenziale**

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

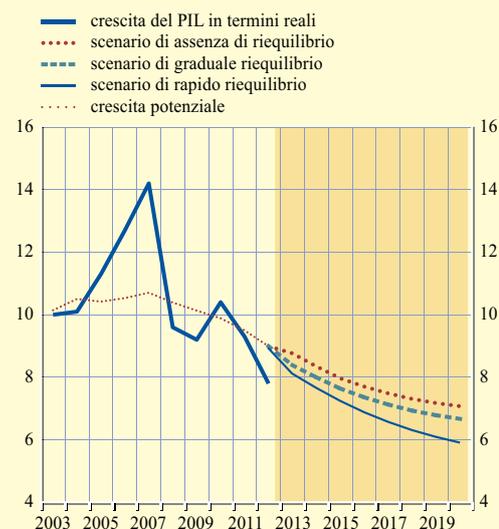


Fonte: stime della BCE.

1) Lavoro corretto per la qualità tenendo conto degli anni medi di istruzione e del calo dei rendimenti dell'istruzione.

**Figura C Prospettive per la crescita potenziale**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Haver Analytics, stime della BCE.

Nota: l'area gialla si riferisce agli scenari per la crescita potenziale illustrati nel testo.

cinese sarebbe scesa dal 10 per cento circa tra il 2000 e il 2012 a una media dell'8,5 per cento tra il 2013 e il 2015 e dovrebbe decelerare ulteriormente, al 7,3 per cento, tra il 2016 e il 2020. In un orizzonte di più lungo periodo, la Banca mondiale ha stimato che l'espansione media del PIL potrebbe registrare una moderazione al 6,4 per cento circa tra il 2013 e il 2030<sup>4)</sup>; nello stesso intervallo l'FMI prevede un rallentamento della crescita del paese ancora più pronunciato, al 6 per cento circa<sup>5)</sup>.

In considerazione del notevole contributo fornito alla crescita economica dal capitale fisico negli ultimi anni, le attese circa l'evoluzione futura degli investimenti rivestono grande importanza per la valutazione delle prospettive di crescita potenziale della Cina. A dimostrazione di ciò, la figura C riporta tre scenari alternativi per la crescita potenziale che comprendono ipotesi diverse riguardo ai flussi di investimento futuri. Lo scenario di "assenza di riequilibrio" presuppone che, in termini reali, il rapporto investimenti/PIL rimanga inalterato al livello del 2012. Coerentemente con l'obiettivo del governo cinese di portare progressivamente l'economia su un percorso di crescita che dipenda meno dalla spesa in conto capitale e più dai consumi privati, vengono contemplati altri due scenari. Lo scenario di "graduale riequilibrio" assume che il rapporto investimenti/PIL si riduca dal 47 per cento del 2012 al 45 per cento nel 2015 e al 43 per cento nel 2020; quello di "rapido riequilibrio" presuppone un calo al 38 per cento entro il 2020. Le ipotesi relative agli altri *input* restano invariate nei tre scenari. Si assume che l'occupazione potenziale diminuisca in linea con le proiezioni delle Nazioni Unite sulla diminuzione della popolazione in età lavorativa e che

4) Cfr. Banca mondiale e Development Research Center of the State Council della Repubblica popolare cinese, *China 2030: Building a modern, harmonious, and creative society*, 2013.

5) Cfr. "People's Republic of China 2013 Article IV Consultation", *IMF Country Report*, n. 13/211, luglio 2013.

l'incremento della PTF si mantenga su valori simili a quelli del 2012. Tale ritmo di crescita della PTF, relativamente contenuto rispetto alla media registrata nel decennio precedente, è in linea con l'opinione che gli incrementi della produttività totale dei fattori diventino progressivamente più contenuti, con il convergere della Cina verso livelli di reddito superiori.

In tutti e tre gli scenari, la Cina dovrebbe evidenziare una graduale decelerazione della crescita potenziale, riconducibile perlopiù ai contributi più modesti del capitale fisico (cfr. tavola). A generare le maggiori prospettive di crescita è lo scenario di "assenza di riequilibrio", secondo cui la crescita potenziale si collocherebbe al di sopra dell'8 per cento tra il 2013 e il 2015, per poi decelerare progressivamente al 7,1 per cento nel 2020. Anche in questo scenario, nonostante il persistere di un rapporto investimenti/prodotto elevato, l'accumulazione di capitale avrebbe un peso inferiore a quello degli ultimi dieci anni, in cui gli investimenti sono aumentati, in media, a ritmi notevolmente più sostenuti rispetto al prodotto. Lo scenario di "graduale riequilibrio" prevede che la crescita potenziale segua un andamento discendente, dall'8 per cento circa nel periodo 2013-2015 al 6,7 per cento nel 2020; infine, quello di "rapido riequilibrio" comporta una contrazione più repentina degli investimenti, oltre a un calo della crescita potenziale al 6 per cento entro il 2020.

#### Proiezioni sulla crescita a lungo termine della Cina e scenari per il riequilibrio della domanda

(variazioni percentuali; medie annue)

	2000-2012	2013-2015	2016-2020	2026-2030
OCSE <sup>1)</sup>	10	8,5	7,3	
Banca mondiale <sup>2)</sup>	-	8,6*	7,0	5,0
		<b>Scenari</b>		
Scenario di assenza di riequilibrio		8,4	7,3	
Scenario di graduale riequilibrio		8,0	7,0	
Scenario di rapido riequilibrio		7,7	6,4	

Fonti: OCSE, Banca mondiale, stime della BCE, Haver Analytics.

Note: 1) tasso di crescita potenziale; 2) proiezione del profilo di crescita che ipotizza interventi di riforma costanti e l'assenza di shock di rilievo.

\* Il dato si riferisce alla media tra il 2011 e il 2015.

#### Conclusioni

La strategia di sviluppo della Cina, basata sulla forte dipendenza dai flussi di investimento e da rapidi incrementi di produttività, ha promosso una crescita robusta negli scorsi decenni, facendo sì che il paese assumesse un ruolo di crescente rilievo nell'economia globale. Negli anni a venire è probabile che la crescita potenziale mostri una dinamica discendente, con il manifestarsi di un calo della popolazione in età lavorativa e con il graduale riequilibrio della domanda cinese a scapito della spesa in conto capitale a favore dei consumi delle famiglie. Nondimeno, è probabile che, pur in presenza di una diminuzione, la crescita della Cina si mantenga ben al di sopra del ritmo medio dell'espansione mondiale e, di conseguenza, che aumenti ulteriormente l'importanza del paese nell'economia globale.

Nelle altre principali economie asiatiche gli andamenti sono contrastanti. L'attività economica in India si è ripresa, mentre sembrano essere aumentate le spinte inflazionistiche. La crescita del PIL sui dodici mesi è salita al 5,6 per cento nel terzo trimestre del 2013, dal 2,4 del secondo, sorretta dal vigore delle esportazioni; tuttavia, si colloca ancora su un livello inferiore alla media del ritmo

espansivo del decennio scorso. L'inflazione su base tendenziale sui beni all'ingrosso, utilizzata come misura preferenziale dell'inflazione dalla Reserve Bank of India, è salita al 7 per cento in ottobre. La Reserve Bank of India ha innalzato il suo tasso di riferimento sia in settembre sia in ottobre in considerazione delle crescenti spinte inflazionistiche, riconducibili in prevalenza agli effetti ritardati del netto deprezzamento della rupia tra maggio e agosto. In Corea, dopo un periodo di modesta espansione nel 2012, l'attività ha recuperato progressivamente nel corso del 2013. La crescita del PIL reale in termini tendenziali ha raggiunto il 3,3 per cento nel terzo trimestre, sospinta soprattutto dalla domanda interna, con i consumi privati in fase di rafforzamento e gli investimenti ancora in robusto aumento.

### MEDIO ORIENTE E AFRICA

Le economie dei paesi esportatori di petrolio della regione seguitano a espandersi con vigore, seppure a un ritmo in certa misura più lento. Tale rallentamento si deve in prevalenza al calo dell'offerta petrolifera, imputabile a temporanee interruzioni dell'offerta in Iraq e Libia. Gli andamenti economici nei paesi importatori di greggio della regione sono difformi, con pesanti ripercussioni dell'instabilità politica sui progressi dell'attività economica in alcuni paesi. Nel resto della regione la crescita si è mantenuta su livelli in proporzione elevati, in parte per effetto di stimoli fiscali.

### AMERICA LATINA

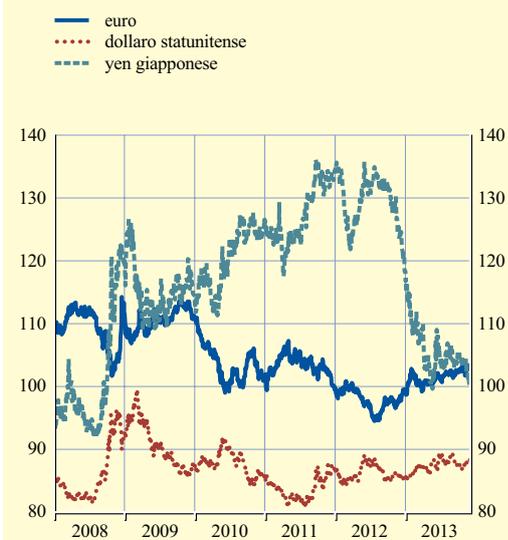
In America latina la ripresa continua pur rimanendo piuttosto contenuta, dal momento che strozzature di natura strutturale limitano la crescita nei principali paesi in presenza di un contesto internazionale più impegnativo, di maggiore volatilità nei mercati finanziari e di prezzi delle materie prime più contenuti. In Brasile, alla luce delle elevate spinte inflazionistiche, la banca centrale ha inasprito la politica monetaria da aprile 2013, aumentando il tasso di riferimento di altri 50 punti base in novembre. Insieme al deterioramento del clima di fiducia per consumatori e imprese, questo ha contribuito a ridurre il PIL reale dello 0,5 per cento su base tendenziale nel terzo trimestre del 2013, dopo un netto incremento dell'1,8 per cento nel secondo. In Messico il PIL reale si è in parte rafforzato nel terzo trimestre, portandosi allo 0,8 per cento sul periodo precedente, sospinto dall'allentamento della politica monetaria e di bilancio ma anche dall'attuazione tuttora in corso di riforme strutturali e dal miglioramento delle condizioni economiche negli Stati Uniti, andando così ad alimentare la domanda estera. Per contro, gli indicatori economici suggeriscono che l'attività in Argentina si è indebolita nel terzo trimestre dopo la forte espansione registrata nel secondo trimestre.

### 1.4 TASSI DI CAMBIO

Dai primi di settembre al 4 dicembre, l'euro si è nel complesso apprezzato sulle valute della maggior parte dei principali partner commerciali dell'area. Durante questo periodo, i movimenti dei cambi sono stati in prevalenza riconducibili all'andamento delle aspettative sui tassi di interesse, alle incertezze sul piano delle politiche nei paesi non appartenenti all'area dell'euro e alla correzione delle attese di mercato circa le prospettive economiche dell'area rispetto alle prospettive delle altre maggiori economie. L'euro è cresciuto a un ritmo costante a partire dai primi di settembre, indebolendosi tra la fine di ottobre e i primi di novembre; in seguito è risalito ulteriormente fino ai primi di dicembre. Il 4 dicembre il tasso di cambio effettivo nominale della moneta unica, misurato sulle divise delle 21 più importanti controparti commerciali dell'area, si collocava su un livello superiore dell'1,6 per cento a quello dei primi di settembre e del 4,9 per cento a quello di un anno prima (cfr. figura 4 e tavola 3).

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

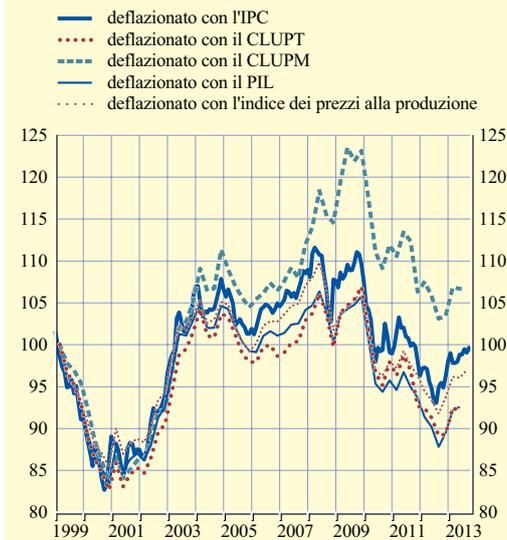
(dati giornalieri; indice 1° trimestre 1999 = 100)



Fonte: BCE.  
Nota: il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro è calcolato nei confronti delle valute di 20 dei principali partner commerciali dell'area dell'euro.

**Figura 5 Tassi di cambio effettivi reali dell'euro**

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



Fonte: BCE.  
Nota: il tasso di cambio effettivo reale dell'euro è calcolato nei confronti delle valute dei 20 principali partner commerciali dell'area dell'euro.

In termini bilaterali, negli ultimi tre mesi l'euro si è rafforzato nei confronti del dollaro statunitense (del 2,9 per cento) e dello yen giapponese (del 6,3), ma si è deprezzato sulla sterlina britannica (del 2,1). Si è inoltre apprezzato contro le divise di paesi esportatori di materie prime, mentre la

**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 dicembre 2013	
		rispetto a:	
		2 settembre 2013	4 dicembre 2012
Tasso di cambio effettivo dell'euro (TCE-21)		1,6	4,9
Renminbi cinese	18,6	2,4	1,6
Dollaro statunitense	16,8	2,9	3,8
Sterlina britannica	14,8	-2,1	2,2
Yen giapponese	7,1	6,3	29,9
Franco svizzero	6,4	-0,4	1,1
Zloty polacco	6,1	-1,3	1,7
Corona ceca	5,0	6,9	8,8
Corona svedese	4,7	1,3	2,5
Won sudcoreano	3,9	-0,5	1,7
Fiorino ungherese	3,2	0,8	7,1
Corona danese	2,6	0,0	0,0
Nuovo Lev romeno	2,0	1,1	-1,4
Kuna croata	0,6	1,1	1,5

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.

dinamica rispetto alle monete delle economie emergenti asiatiche è risultata eterogenea nell'arco del periodo in esame. Per quanto concerne le valute di altri Stati membri dell'UE, il tasso di cambio dell'euro è aumentato sulla corona ceca (del 6,9 per cento), in seguito a interventi sul mercato valutario da parte della Česká národní banka, e in misura minore sulla corona svedese (dell'1,3), sulla kuna croata (dell'1,1), sul leu romeno (dell'1,1) e sul fiorino ungherese (dello 0,8). La moneta unica ha invece perso terreno nei confronti dello zloty polacco (l'1,3 per cento). Le divise 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, in novembre il tasso di cambio effettivo reale dell'euro basato sui prezzi al consumo era superiore del 4,7 per cento al valore di un anno prima (cfr. figura 5). Ciò ha riflesso in larga parte l'apprezzamento della moneta unica in termini nominali registrato da allora, che è stato solo parzialmente controbilanciato dal minor tasso di inflazione al consumo nell'area dell'euro rispetto ai suoi principali partner commerciali.

## 2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

### 2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

*Nel terzo trimestre e in ottobre del 2013 la crescita dell'aggregato monetario ampio è ulteriormente diminuita, di riflesso a un ritmo di creazione monetaria di fatto debole nell'area dell'euro. Nel contempo, l'offerta di credito al settore privato non finanziario ha continuato a registrare una contrazione, il cui ritmo tuttavia si è stabilizzato. La principale contropartita della crescita della moneta restano i perduranti afflussi di capitale nell'area dell'euro, come indica l'ulteriore aumento della posizione netta sull'estero delle IFM. Tali afflussi, che hanno interessato sia i paesi soggetti a tensioni sia le altre economie dell'area, hanno inoltre contribuito a un'ulteriore riduzione della frammentazione finanziaria e hanno permesso alle società non finanziarie di continuare ad accrescere le proprie riserve di liquidità. Nel complesso, l'espansione della moneta e del credito resta moderata.*

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è sceso all'1,4 per cento in ottobre del 2013, dal 2,2 per cento del terzo trimestre e dal 2,8 del secondo (cfr. figura 6 e tavola 4). Il calo va principalmente ricondotto a un effetto base, mentre in ottobre l'afflusso mensile è stato di entità non trascurabile. Il maggiore contributo all'espansione complessiva dell'aggregato monetario ampio è continuato a provenire dalla forte espansione di M1.

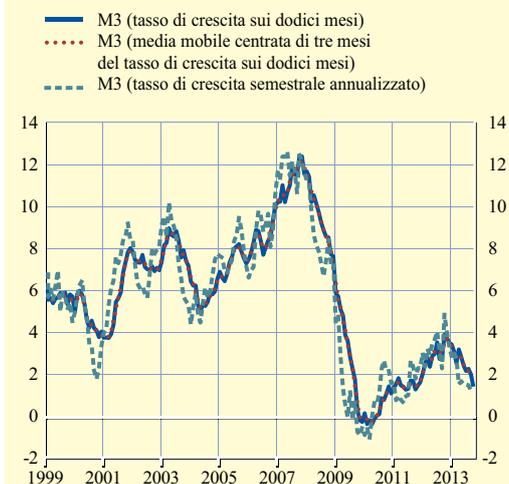
Le dinamiche più recenti di M3 continuano a riflettere l'impatto dei livelli modesti di remunerazione delle attività monetarie. In tale contesto i soggetti detentori di moneta preferiscono gli strumenti molto liquidi (come i depositi *overnight*) alle attività monetarie a più lungo termine, con una contestuale diversificazione in strumenti più redditizi (ancorché più rischiosi e meno liquidi) non compresi in M3 – quali i fondi di investimento – a scapito degli altri depositi a breve termine e degli strumenti negoziabili. Questi fattori si sono riflessi nella robusta crescita sui dodici mesi di M1, ascrivibile alla preferenza per la liquidità e alla perdurante decelerazione delle componenti meno liquide di M3 connessa a considerazioni legate ai profili di rischio/rendimento.

L'offerta di prestiti al settore privato non finanziario ha continuato a diminuire nel terzo trimestre e in ottobre, anche se il ritmo di contrazione si è stabilizzato. Il calo è da ricondurre al rimborso netto di prestiti a società non finanziarie, nonché alla modesta attività di prestito alle famiglie in presenza di una perdurante debolezza della domanda, della necessità di ridurre l'indebitamento dopo gli eccessi del passato e, in taluni paesi dell'area, di vincoli dal lato dell'offerta. Allo stesso tempo, l'indagine sul credito bancario di ottobre ha rilevato una ripresa della domanda di prestiti alle famiglie nel terzo trimestre del 2013.

L'ulteriore aumento della posizione patrimoniale netta sull'estero delle IFM ha rappresentato la principale contropartita della crescita di M3, in particolare dei depositi *overnight* detenuti dalle società non finanziarie. Inoltre, nel terzo trimestre e in ottobre le passività finanziarie a più lungo termine delle IFM hanno continuato a registrare deflussi.

Figura 6 Crescita di M3

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



Fonte: BCE.

Nel complesso, gli andamenti monetari del periodo fino a ottobre del 2013 confermano il ritmo contenuto dell'espansione monetaria di fondo, che deriva in particolare dalla modesta attività di prestito delle IFM al settore privato.

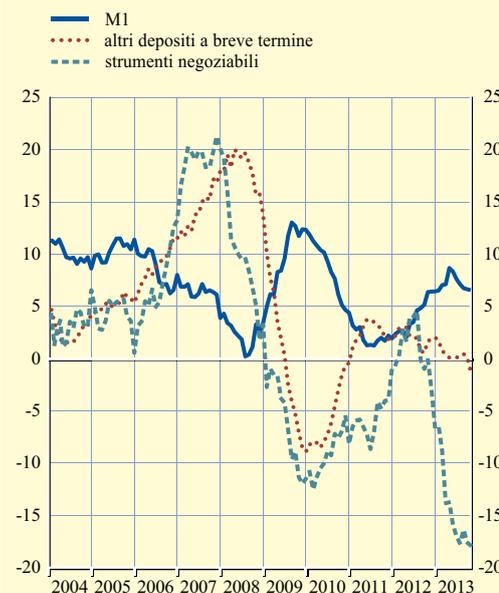
### PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

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

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è sceso lievemente, al 7,0 per cento nel terzo trimestre e al 6,6 per cento in ottobre, dall'8,1 per cento del secondo trimestre (cfr. tavola 4). La decelerazione del terzo trimestre si è verificata nonostante il perdurare di consistenti afflussi verso i depositi *overnight*, risultati più ampi che nel trimestre precedente. Il lieve rallentamento di ottobre è da ricondurre a un effetto *una tantum*. Per contro, il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi *overnight* detenuti dalle società non finanziarie è ulteriormente aumentato,

**Figura 7 Principali componenti di M3**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; 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 <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2012 4° trim.	2013 1° trim.	2013 2° trim.	2013 3° trim.	2013 set.	2013 ott.
<b>M1</b>	<b>54,6</b>	<b>6,2</b>	<b>6,8</b>	<b>8,1</b>	<b>7,0</b>	<b>6,7</b>	<b>6,6</b>
Banconote e monete in circolazione	9,1	3,0	1,7	2,7	2,6	3,1	3,7
Depositi <i>overnight</i>	45,5	6,9	7,9	9,3	7,9	7,4	7,2
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	38,7	1,6	1,2	0,2	0,3	0,1	-1,2
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	17,1	-1,8	-3,8	-5,8	-5,0	-4,9	-6,6
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	21,5	4,8	6,0	5,8	5,0	4,5	3,5
<b>M2</b>	<b>93,3</b>	<b>4,2</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>	<b>4,1</b>	<b>3,8</b>	<b>3,2</b>
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	6,7	-2,3	-8,5	-15,0	-17,1	-17,6	-17,9
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>3,6</b>	<b>3,2</b>	<b>2,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,4</b>
<b>Credito a residenti nell'area dell'euro</b>		<b>0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,0</b>
Credito alle amministrazioni pubbliche		8,3	4,3	3,3	2,0	0,7	0,8
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		1,9	-0,8	-2,6	-6,0	-6,4	-6,5
Credito al settore privato		-1,3	-1,0	-1,0	-1,2	-1,2	-1,4
Prestiti al settore privato		-0,8	-0,8	-1,1	-1,9	-2,0	-2,1
Prestiti al settore privato corretti per le cessioni e la cartolarizzazione <sup>2)</sup>		-0,4	-0,4	-0,6	-1,4	-1,6	-1,7
<b>Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)</b>		<b>-5,1</b>	<b>-5,1</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,2</b>	<b>-4,3</b>	<b>-3,5</b>

Fonte: BCE.

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

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

portandosi all'8,2 per cento in ottobre. Questo forte incremento rispecchia in parte l'avanzo delle partite correnti dell'area dell'euro e l'interesse degli investitori internazionali per le attività dell'area. Gli ampi depositi detenuti dalle società non finanziarie all'interno dell'area dovrebbero contribuire a finanziare gli investimenti nelle prime fasi della ripresa.

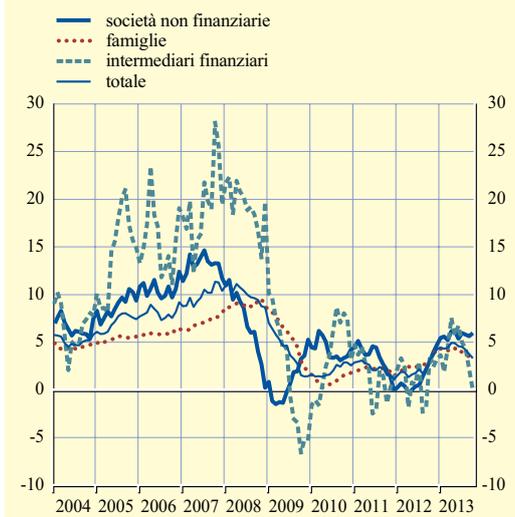
Il tasso di incremento sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* (M2 meno M1) è rimasto sostanzialmente invariato nel terzo trimestre, allo 0,3 per cento, rispetto allo 0,2 del trimestre precedente, per poi assumere valori negativi in ottobre, al -1,2 per cento (cfr. figura 7). Nel terzo trimestre sono stati rilevati ingenti deflussi dai depositi a termine a breve scadenza (depositi con durata prestabilita fino a due anni), mentre i flussi positivi verso i depositi a risparmio a breve termine (depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi) sono rimasti deboli. In ottobre entrambe le classi di depositi hanno registrato deflussi.

Dopo il -15,0 per cento registrato nel secondo trimestre, il tasso di variazione sui dodici mesi degli strumenti negoziabili (M3 meno M2) si è ridotto ulteriormente, portandosi al -17,1 per cento nel terzo trimestre e al -17,9 per cento in ottobre. Nel terzo 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 sui dodici mesi è calato al -36,2 per cento nel terzo trimestre e al -35,9 per cento in ottobre, contro il -33,1 per cento del secondo trimestre. Flessioni significative sono state evidenziate anche dalle quote e partecipazioni in fondi del mercato monetario e, in misura minore, dai contratti pronti contro termine. Il tasso di variazione sul periodo corrispondente delle quote e partecipazioni in fondi del mercato monetario si è collocato al -10,9 e al -12,5 per cento rispettivamente nel terzo trimestre e in ottobre, contro il -9,5 per cento del secondo trimestre, mentre il tasso relativo ai contratti pronti contro termine è sceso al -10,0 per cento nel terzo trimestre e al -9,8 per cento in ottobre, dal -7,1 per cento del secondo trimestre. I perduranti deflussi dai fondi del mercato monetario restano ascrivibili alle considerazioni connesse con i livelli di remunerazione e alle riallocazioni di fondi verso altri tipi di investimento (per maggiori dettagli cfr. la sezione 2.2). Considerato il livello molto basso dei tassi di interesse a breve termine, i fondi del mercato monetario hanno riscontrato crescenti difficoltà nel generare significativi rendimenti positivi per gli investitori. Questi rendimenti estremamente bassi stanno altresì incidendo sulla appetibilità dei titoli di debito a breve termine delle IFM. Al tempo stesso, anche le iniziative regolamentari che incentivano il finanziamento tramite i depositi, anziché il ricorso ai mercati da parte delle banche, stanno contribuendo alla 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.

Il tasso di crescita sui dodici mesi 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 sceso al 4,0 per cento nel terzo trimestre, dal 4,6

**Figura 8 Depositi a breve termine e operazioni pronti contro termine**

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



Fonte: BCE.

Nota: settore delle IFM escluso l'Eurosistema.

per cento del trimestre precedente, per poi collocarsi al 2,9 per cento in ottobre (cfr. figura 8). Come in precedenza, l'aumento continua a essere riconducibile principalmente alle famiglie. È probabile che il notevole incremento sui dodici mesi dei depositi di M3 detenuti da società non finanziarie rispecchi la preferenza di queste ultime a mantenere una consistente percentuale dei propri utili in attività liquide e potrebbe costituire un'importante contropartita dei consistenti capitali in afflusso dall'esterno dell'area.

Per quanto riguarda la ripartizione geografica dei flussi di depositi di M3, il rafforzamento della base di depositi osservato negli ultimi mesi nei paesi sottoposti a tensioni sembra aver perso vigore, evidenziando una stabilizzazione dei tassi di crescita coerente con il rallentamento per l'area nel suo complesso. Inoltre, consistenti afflussi netti di capitali dall'estero hanno interessato tanto i paesi in difficoltà che le altre economie dell'area, contribuendo a un ulteriore allentamento della frammentazione finanziaria nell'area dell'euro. Nel complesso, l'interesse degli investitori esteri per l'area negli ultimi mesi è cresciuto.

### PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto concerne le contropartite di M3, il tasso di crescita sui dodici mesi del credito delle IFM ai residenti dell'area dell'euro è sceso al -0,5 per cento nel terzo trimestre del 2013, dal -0,1 per cento del trimestre precedente, per poi calare ulteriormente in ottobre al -1,0 per cento (cfr. tavola 4). Tale calo ha riflesso, in particolare, l'ulteriore contrazione del credito al settore privato e la diminuzione del tasso di crescita sui dodici mesi di quello alle amministrazioni pubbliche. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti al settore privato non finanziario si è tuttavia stabilizzato su livelli negativi nel terzo trimestre e in ottobre.

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 sui dodici mesi è diminuito allo 0,8 per cento in ottobre, dal 2,0 per cento del terzo trimestre e dal 3,3 del secondo. Il rallentamento osservato nel terzo trimestre va ampiamente ricondotto a una flessione dei prestiti al settore, mentre la variazione sui dodici mesi degli acquisti di titoli di Stato da parte delle IFM è rimasta positiva. Al tempo stesso, in diversi paesi sottoposti a tensioni le banche sono state in grado di vendere titoli di Stato nazionali nonostante la sostenuta attività di emissione dei rispettivi governi, grazie al rinnovato interesse mostrato dagli investitori internazionali.

Il tasso di variazione sui dodici mesi del credito delle IFM al settore privato si è collocato al -1,4 per cento in ottobre, in calo rispetto al -1,2 e al -1,0 per cento registrati rispettivamente nel terzo e nel secondo trimestre. Tale evoluzione cela tendenze divergenti nelle varie voci. Dopo essersi portato in territorio positivo a luglio del 2013, il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli diversi dalle azioni ha continuato ad aumentare, collocandosi all'1,1 per cento in ottobre (sostanzialmente invariato rispetto all'1,0 per cento del terzo trimestre e in aumento rispetto al -3,8 per cento del secondo). Anche se in calo rispetto all'8,1 per cento del secondo trimestre, il tasso di incremento delle azioni e altre partecipazioni è rimasto robusto, situandosi al 5,8 per cento nel terzo trimestre e al 4,3 per cento in ottobre. Tale rallentamento rispecchia il rinnovato interesse degli investitori internazionali per queste attività. Per contro, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato si è ulteriormente ridotto – dal -1,1 per cento del secondo trimestre al -1,9 per cento del terzo e al -2,1 per cento in ottobre – di riflesso, in particolare, ai rimborsi netti dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie (anche se tali rimborsi sono risultati notevolmente inferiori a quelli registrati nella prima metà dell'anno).

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti al settore privato (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è sceso al -1,7 per cento in ottobre, contro il -0,6 e il -1,4 per cento del secondo e terzo

trimestre rispettivamente (cfr. tavola 4). A livello settoriale, l'espansione contenuta dei prestiti alle famiglie nel terzo trimestre è stata controbilanciata dalla crescita negativa dei prestiti alle società non finanziarie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) e di quelli agli intermediari finanziari non monetari. Queste tendenze settoriali sono proseguite in ottobre. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle famiglie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) si è mantenuto sostanzialmente stabile intorno ai livelli osservati all'inizio dell'anno. In ottobre si è collocato allo 0,3 per cento, largamente invariato rispetto ai livelli registrati nel secondo e terzo trimestre (per maggiori dettagli cfr. la sezione 2.7).

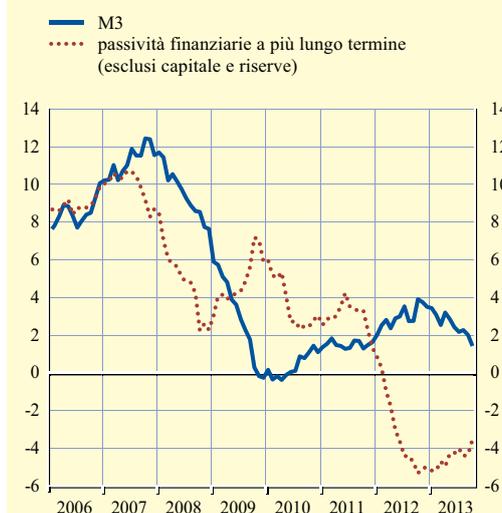
Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) negli ultimi mesi si è stabilizzato su valori negativi, collocandosi al -2,9 per cento in ottobre, un livello pressoché invariato rispetto al -2,8 per cento del terzo trimestre, ma inferiore al -1,8 per cento del secondo trimestre.

Nel complesso, il credito al settore privato non finanziario negli ultimi mesi si è ulteriormente contratto. La debolezza dei prestiti bancari sembra rispecchiare principalmente l'attuale fase del ciclo e fattori strutturali connessi con la domanda. I vincoli dal lato dell'offerta nel terzo trimestre paiono essersi allentati, pur permanendo in diversi paesi. Generalmente questi prestiti seguono gli andamenti del ciclo con un certo ritardo. A gravare sulla domanda di prestiti vi sono inoltre i livelli di incertezza elevati (ancorché in calo) e la frammentazione dei mercati finanziari. È inoltre probabile che a frenare la domanda di credito bancario ci sia altresì la necessità di ridurre l'indebitamento delle famiglie e delle imprese in diversi paesi. Infine, le aziende hanno fatto sempre più ricorso a fonti di finanziamento alternative, quali le risorse generate internamente (connesse in parte agli afflussi di capitale) e, in alcuni casi, l'accesso diretto ai mercati dei capitali. I fattori di offerta continuano a ripercuotersi sulla crescita dei prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie, soprattutto nei paesi sottoposti a tensioni, ma paiono aver evidenziato di recente un lieve allentamento. I risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di ottobre indicano che l'accesso delle banche al finanziamento, sia all'ingrosso sia al dettaglio, nel terzo trimestre del 2013 in termini netti è migliorato. La percentuale netta di istituti che ha riportato un inasprimento dei criteri di erogazione è stata del 5 per cento, in lieve calo rispetto al trimestre precedente. Per il quarto trimestre del 2013, le banche si attendono una ripresa della domanda di prestiti da parte delle famiglie.

Quanto alle altre contropartite di M3, il tasso di variazione sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) si è portato al -3,5 per cento in ottobre, dal -4,2 per cento del terzo trimestre (cfr. figura 9). Ulteriori deflussi di notevole entità sono stati registrati sia nel terzo trimestre, sia in ottobre, dato che sono proseguiti i rimborsi netti di titoli di debito a più lungo termine emessi dalle IFM dell'area. Nel periodo considerato gli afflussi registrati dai depositi a più lungo termine sono stati di entità trascurabile. Il perdurante

**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)



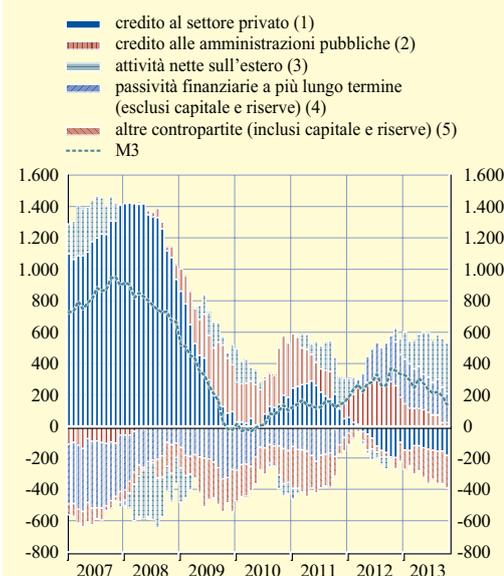
Fonte: BCE.

calo delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM rispecchia il minore fabbisogno di finanziamento di queste ultime, con il progressivo ridimensionarsi dei loro bilanci e l'incattivazione del finanziamento tramite i depositi nell'attuale contesto regolamentare. Ciò nonostante, in taluni paesi sottoposti a tensioni le famiglie hanno continuato a trasferire fondi verso i depositi a più lungo termine, probabilmente per via degli effetti che gli incentivi regolamentari hanno avuto sulla remunerazione dei depositi.

La maggiore fiducia nell'area dell'euro ha continuato a essere dimostrata dal lato delle contropartite dagli afflussi di capitale, come segnala l'aumento della posizione netta sull'estero delle IFM. Quest'ultima, 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 flusso positivo sia in ottobre, sia nel terzo trimestre (cfr. figura 10). È così proseguita la serie di cospicui afflussi osservati da ottobre del 2012, per un totale di 322 miliardi di euro nel periodo considerato, superiore persino al massimo registrato agli inizi del 2007 (cfr. anche il riquadro 2).

**Figura 10 Contropartite di M3**

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



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

**Riquadro 2**

**RECENTI ANDAMENTI 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 terzo trimestre del 2013. Nei dodici mesi terminanti a settembre 2013 gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area hanno registrato nel complesso afflussi netti per 17,4 miliardi di euro, contro deflussi netti per 29,5 miliardi nei dodici mesi precedenti (cfr. la tavola). Dopo l'annuncio delle *Outright Monetary Transactions* (OMTs) 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 emessi nell'area. Tali flussi netti in entrata sono stati più che controbilanciati da quelli in uscita per "altri investimenti" pari a 299,4 miliardi di euro, che hanno contribuito all'aumento delle attività nette sull'estero delle IFM dell'area, nel contesto di un avanzo nel conto corrente dell'area dell'euro.

Il passaggio da deflussi ad afflussi netti per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro nei dodici mesi terminanti a settembre 2013 è ascrivibile ad analoghi andamenti nel comparto dei titoli di portafoglio. Per contro, nello stesso periodo gli investimenti diretti sono passati da afflussi a deflussi netti. Dopo l'annuncio delle OMTs, gli investitori esteri hanno incrementato sensibilmente gli acquisti di azioni e titoli di debito emessi da imprese dell'area

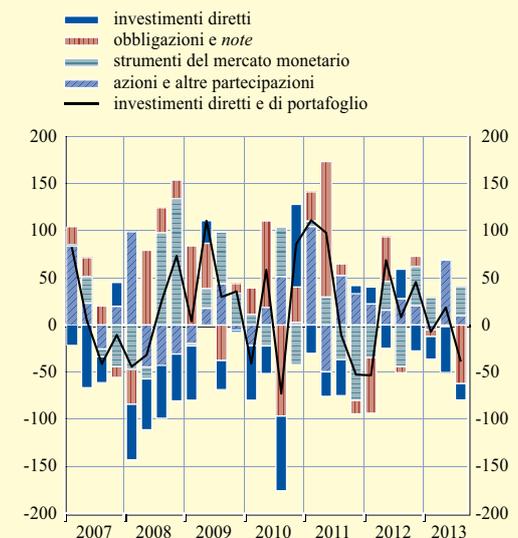
diverse dalle IFM. Nel contempo, i residenti nell'area hanno aumentato gli investimenti in titoli esteri, seppure in misura inferiore. Tale aumento è riconducibile all'acquisto di azioni estere da parte sia delle imprese diverse dalle IFM sia delle IFM dell'area. Gli acquisti di titoli di debito esteri sono rimasti pressoché invariati rispetto al precedente periodo di dodici mesi, in quanto le imprese dell'area diverse dalle IFM hanno ridotto leggermente i propri acquisti di strumenti di debito esteri mentre le IFM dell'area hanno diminuito le vendite nette di tali strumenti. I deflussi netti per "altri investimenti" hanno riflesso principalmente consistenti disinvestimenti dei non residenti da depositi e prestiti emessi dalle IFM dell'area e, in misura minore, una riduzione delle consistenze di depositi e prestiti esteri da parte delle IFM dell'area. Nei dodici mesi fino a settembre 2013 l'aumento della posizione netta sull'estero delle IFM dell'area dell'euro ha avuto un impatto positivo sulla liquidità dell'area e si è in parte riflesso nell'evoluzione dell'aggregato monetario M3. Come si evince dalla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti, l'incremento della posizione netta sull'estero delle IFM in questo periodo è principalmente ascrivibile alle transazioni delle imprese diverse dalle IFM connesse all'avanzo di conto corrente dell'area dell'euro, nonché agli afflussi netti per investimenti di portafoglio.

Nel terzo trimestre del 2013 gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato complessivamente deflussi netti per 38,9 miliardi di euro, contro afflussi netti per 18,4 miliardi nel secondo (cfr. la figura). Il passaggio da afflussi netti per investimenti di portafoglio nel secondo trimestre a deflussi netti nel terzo è stato in parte compensato dai minori deflussi netti per investimenti diretti. Quanto ai titoli di portafoglio, gli investitori residenti hanno ampliato i propri acquisti di azioni e titoli di debito esteri nel terzo trimestre, mentre gli investitori esteri hanno diminuito gli acquisti di titoli azionari dell'area rispetto al secondo trimestre e hanno ridotto leggermente le consistenze di titoli di debito dell'area.

Le IFM dell'area dell'euro hanno continuato a ridimensionare le proprie consistenze di titoli di debito esteri – seppure solo marginalmente – nel terzo trimestre del 2013, ma sono rimaste acquirenti nette di titoli azionari esteri. Per la prima volta dal secondo trimestre del 2012 i non residenti nell'area sono risultati acquirenti netti di titoli azionari emessi dalle IFM dell'area. Nel contempo, gli investitori esteri hanno anche aumentato le consistenze di titoli di debito emessi dalle IFM dell'area, che hanno ridotto le attività in "altri investimenti" esteri dopo due trimestri di acquisti netti. Le imprese dell'area diverse dalle IFM hanno accresciuto i propri acquisti netti di titoli azionari esteri, nonché quelli di obbligazioni e notes, diventando invece venditrici nette di strumenti esteri del mercato monetario. Rispetto al trimestre precedente, gli acquisti netti da parte di investitori esteri di titoli emessi da imprese dell'area diverse dalle IFM sono diminuiti a causa dei minori investimenti netti in titoli azionari e dei deflussi netti

## Principali voci del conto finanziario

(miliardi di euro; flussi netti trimestrali)



Fonte: BCE.

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

(miliardi di euro; dati non destagionalizzati)

	Saldi cumulati su tre mesi 2013						Saldi cumulati su dodici mesi 2012 2013					
	giugno			settembre			settembre			settembre		
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo
<b>Conto finanziario<sup>1)</sup></b>			-56,3			-61,7			-76,0			-243,3
Investimenti diretti e di portafoglio	-84,1	102,5	18,4	-106,1	67,2	-38,9	-445,1	415,7	-29,5	-545,7	563,2	17,4
Investimenti diretti	-63,1	14,4	-48,7	-48,8	31,5	-17,3	-389,8	422,3	32,5	-281,4	163,8	-117,6
Investimenti di portafoglio	-21,0	88,1	67,1	-57,3	35,8	-21,6	-55,4	-6,6	-62,0	-264,3	399,3	135,0
Azioni e altre partecipazioni	-12,7	81,5	68,8	-31,8	41,8	9,9	38,6	60,8	99,4	-167,7	261,4	93,7
Strumenti di debito	-8,3	6,6	-1,7	-25,5	-6,0	-31,5	-93,9	-67,4	-161,4	-96,6	137,9	41,3
Obbligazioni e note	-9,2	7,4	-1,8	-19,6	-42,8	-62,3	-57,3	24,3	-33,0	-102,9	42,8	-60,1
Strumenti del mercato monetario	0,9	-0,7	0,1	-5,9	36,7	30,8	-36,7	-91,7	-128,4	6,4	95,1	101,5
Altri investimenti	55,2	-131,1	-75,9	78,3	-107,7	-29,4	33,4	-29,0	4,4	208,8	-508,2	-299,4
<b>di cui: IFM</b>												
Investimenti diretti	-1,9	1,2	-0,6	-1,9	1,2	-0,7	1,6	10,8	12,4	-3,8	7,1	3,3
Investimenti di portafoglio	8,7	-29,0	-20,3	-9,7	9,0	-0,7	67,8	-64,3	3,4	1,3	-17,8	-16,4
Azioni e altre partecipazioni	-3,8	-17,0	-20,8	-10,1	7,1	-3,0	14,7	20,8	35,5	-37,6	-28,7	-66,4
Strumenti di debito	12,5	-12,0	0,5	0,4	1,9	2,3	53,1	-85,1	-32,1	39,0	11,0	49,9
Altri investimenti	-1,4	-115,0	-116,4	70,1	-112,0	-41,9	170,2	-134,0	36,2	172,9	-475,2	-302,3

Fonte: BCE.

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

1) Un segno positivo (negativo) sta a indicare un afflusso (deflusso).

per obbligazioni e notes, nonostante l'aumento degli acquisti netti di strumenti del mercato monetario. Sebbene si siano registrati deflussi netti di investimenti di portafoglio nel settore delle imprese dell'area diverse dalle IFM, le attività nette sull'estero delle IFM dell'area hanno continuato ad aumentare nel terzo trimestre, riflettendo transazioni associate all'avanzo del conto corrente dell'area dell'euro.

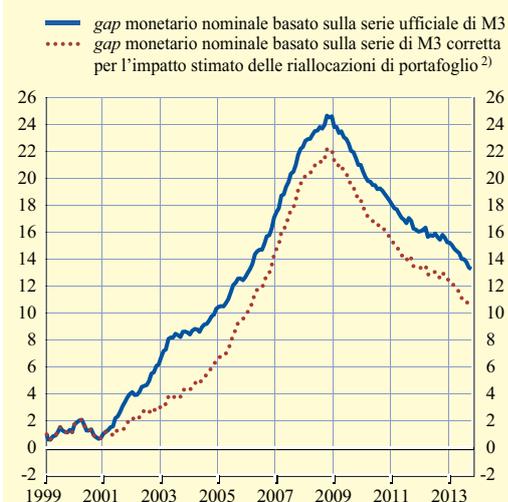
**VALUTAZIONE COMPLESSIVA DELLE CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ NELL'AREA DELL'EURO**

Gli andamenti osservati per M3 tra la fine di dicembre 2012 e la fine di ottobre 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 ed è possibile che questi indicatori si stiano ora avvicinando 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 di espansione di fondo della moneta e del credito nel terzo trimestre e in ottobre è rimasto modesto. La crescita di M3 si è ulteriormente ridotta a causa dell'effettiva debolezza della creazione monetaria. L'espansione contenuta del credito al settore privato ha continuato a rispecchiare l'attuale fase del ciclo e i fattori strutturali connessi con la domanda nonché, in misura minore, alcuni 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. La principale

**Figura 11 Stime del gap monetario nominale <sup>1)</sup>**

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

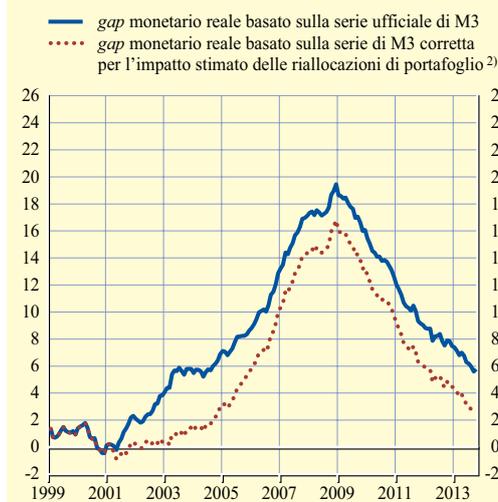


Fonte: BCE.

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 <sup>1)</sup>**

(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.

contropartita della crescita monetaria restano i perduranti afflussi di capitale nell'area dell'euro. Questi flussi, che hanno interessato sia i paesi sottoposti a tensioni sia le altre economie, hanno altresì contribuito a un'ulteriore riduzione della frammentazione finanziaria e hanno permesso alle società non finanziarie di continuare a rafforzare le proprie riserve di liquidità. Allo stesso tempo, l'attuale modesta dinamica di M3 dipende dai bassi livelli di remunerazione delle attività monetarie, che stanno sospingendo i detentori di moneta a diversificare i loro portafogli a favore di strumenti a maggiore rendimento non compresi in M3.

## 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 sceso all'1,9 per cento nel secondo trimestre del 2013, per effetto della perdurante debolezza del contesto economico e delle minori opportunità di reddito. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari delle società di assicurazione e dei fondi pensione è stato del 3,0 per cento nel trimestre. Nel contempo, i fondi di investimento hanno evidenziato un ulteriore afflusso nel terzo trimestre, come in quello precedente; i flussi più consistenti hanno interessato i fondi azionari e quelli misti in un contesto caratterizzato da una ricerca del rendimento e da una diminuzione dell'avversione al rischio.*

**SETTORI NON FINANZIARI**

Nel secondo 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 è sceso all'1,9 per cento, dal 2,3 del primo trimestre (cfr. tavola 5). Il lieve incremento segnato dall'accumulo di circolante e depositi è stato più che compensato dalla minore crescita sul periodo corrispondente di tutti gli altri strumenti finanziari (ad eccezione degli investimenti in riserve tecniche di assicurazione, il cui tasso di variazione sul periodo corrispondente è rimasto invariato rispetto al trimestre precedente).

In un'ottica settoriale si evidenzia che l'accumulo di attività finanziarie da parte delle famiglie è sceso ulteriormente nel secondo trimestre, proseguendo la tendenza osservata dalla fine del 2010. Anche il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari delle amministrazioni pubbliche è sceso per il secondo trimestre consecutivo. Dalla metà del 2010 l'evoluzione di tali investimenti risente in misura significativa dei trasferimenti di attività alle *bad bank* e della ricapitalizzazione di diversi sistemi bancari nazionali (cfr. figura 13). Il fatto che la crescita dello stock di attività finanziarie detenute dalle famiglie sia rimasto modesto nel secondo trimestre ha rispecchiato la debole dinamica dei redditi e i tentativi posti in essere in alcuni paesi per ridurre l'indebitamento. Nel contempo, le famiglie hanno continuato a ridurre le proprie consistenze di titoli di debito. L'ulteriore incremento degli investimenti delle famiglie in quote di fondi comuni e il minore accumulo di depositi di M3 nel secondo trimestre indicano che il settore ha continuato a ricercare rendimento alla luce del basso livello di remunerazione delle attività monetarie.

Anche le società non finanziarie hanno ridotto l'accumulo di attività finanziarie nel secondo trimestre del 2013. L'andamento è ascrivibile soprattutto ai minori investimenti in azioni non quotate e in altri titoli di capitale, in un contesto di rallentamento degli utili non distribuiti e di ulteriore debolezza della crescita del finanziamento esterno. Per contro, è continuato ad aumen-

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

	Consistenze in essere in percentuale del totale <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente									
		2011		2011		2012		2012		2013	
		1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
<b>Investimenti finanziari</b>	<b>100</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>3,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>
Circolante e depositi	24	3,7	3,9	3,5	3,1	4,1	3,5	3,7	3,6	2,7	3,0
Titoli di debito, esclusi											
i prodotti finanziari derivati	5	6,8	7,2	8,1	3,2	2,1	1,6	0,4	-4,9	-7,5	-8,4
<i>di cui:</i> a breve termine	0	0,5	7,6	1,9	21,4	18,5	21,4	21,5	-4,4	-19,5	-27,7
a lungo termine	5	7,3	7,2	8,6	1,8	0,8	0,1	-1,2	-5,0	-6,4	-6,7
Azioni e altri titoli di capitale, escluse le quote di fondi comuni	29	2,7	2,9	2,6	2,7	2,9	2,6	2,3	1,9	2,1	1,4
<i>di cui:</i> azioni quotate	5	1,0	0,7	2,5	1,9	2,5	3,0	0,6	0,7	0,7	1,5
azioni non quotate e altri titoli di capitale	24	3,2	3,4	2,6	2,9	3,0	2,5	2,6	2,2	2,4	1,4
Quote di fondi comuni	5	-4,6	-3,2	-4,9	-5,3	-4,2	-3,4	-1,7	0,5	2,6	2,2
Riserve tecniche di assicurazione	16	3,7	3,1	2,6	2,0	1,8	1,8	1,9	2,3	2,6	2,6
Altre attività finanziarie <sup>2)</sup>	21	5,9	5,3	5,2	4,1	3,1	2,5	2,3	4,0	4,3	3,4
<b>M3 <sup>3)</sup></b>		<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>3,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>

Fonte: BCE.

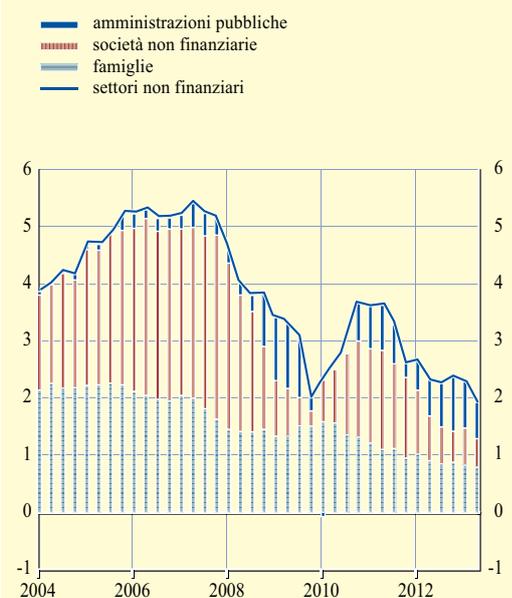
1) Dati relativi alla fine dell'ultimo trimestre per cui i dati sono disponibili. Eventuali mancate quadrature nei totali sono dovute ad arrotondamenti.

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.

**Figura 13 Investimenti finanziari dei settori non finanziari**

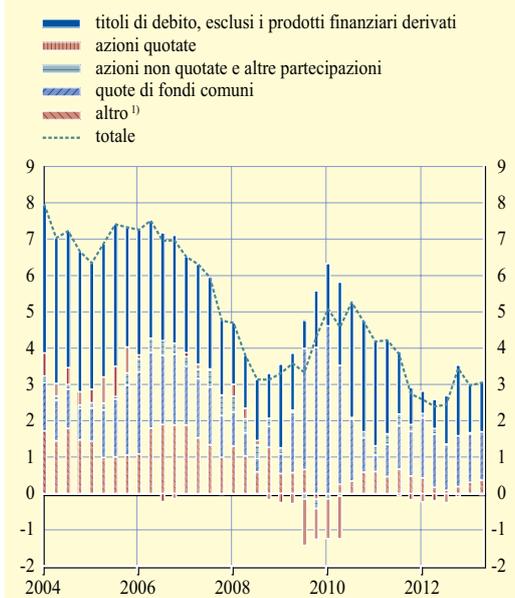
(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali)



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.

tare l'accumulo di circolante e depositi delle società non finanziarie. 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 secondo trimestre del 2013* nell'edizione di novembre 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 stato del 3,0 per cento nel secondo trimestre del 2013 (il periodo più recente per il quale sono disponibili i dati sui conti dell'area dell'euro), sostanzialmente invariato rispetto al trimestre precedente (cfr. figura 14). Con riferimento alle maggiori componenti degli investimenti finanziari complessivi delle società di assicurazione e dei fondi pensione, la crescita sul periodo corrispondente degli investimenti in titoli di debito è lievemente aumentata, mentre l'accumulo di quote di fondi comuni è rimasto invariato rispetto al trimestre precedente.

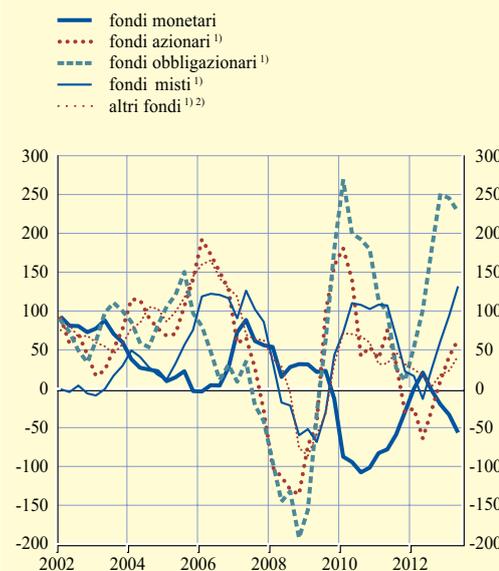
Per i fondi di investimento, sono già disponibili i dati relativi al terzo trimestre del 2013. Le emissioni di quote e partecipazioni da parte di fondi di investimento dell'area dell'euro diversi dai fondi del mercato monetario hanno determinato un afflusso di 97 miliardi di euro nel trimestre in esame, invariato rispetto a 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. In un'ottica di più lungo termine, gli investimenti di questo tipo hanno continuato a mostrare cospicui afflussi netti sul periodo corrispondente, che nel terzo trimestre del 2013 sono risultati pari a 480 miliardi di euro (equivalenti a un tasso di crescita del 7,4 per cento). Con riferi-

mento 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 181 miliardi di euro, mentre le emissioni dei fondi misti e di quelli azionari hanno mostrato rispettivamente afflussi netti per 143 e 99 miliardi di euro (cfr. figura 15). Le operazioni condotte nel terzo trimestre rivelano una preferenza lievemente più pronunciata per i fondi che investono interamente o in parte in azioni; nel trimestre in esame i fondi azionari e quelli misti hanno infatti registrato afflussi significativi di entità comparabile (pari rispettivamente a 36 e a 38 miliardi di euro), a fronte dei flussi molto più modesti segnati dai fondi obbligazionari (8 miliardi di euro, contro i 41 miliardi del secondo trimestre).

A fronte di consistenti afflussi evidenziati da quote e partecipazioni dei fondi di investimento nel terzo trimestre, le quote e partecipazioni di fondi del mercato monetario hanno continuato a registrare vendite nette per un importo complessivo di 57 miliardi di euro, alla luce dei bassi tassi di interesse e dei rendimenti insoddisfacenti di 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 armonizzati, 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

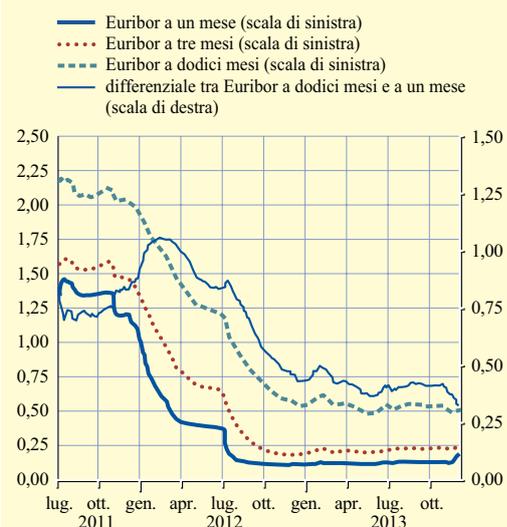
*I tassi di interesse del mercato monetario sono rimasti sostanzialmente stabili fra settembre e metà novembre. Tuttavia, dalla metà di novembre l'Eonia è aumentato, nel quadro di un'accresciuta domanda di riserve di liquidità a fini precauzionali in vista della fine dell'anno e i livelli della liquidità in eccesso sono diminuiti. La decisione del 7 novembre 2013 di ridurre il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali della BCE ha esercitato alcune pressioni al ribasso sul livello e sulla volatilità dei tassi di interesse del mercato monetario (ad es. tassi Euribor impliciti nei contratti future).*

Fra il 4 settembre e il 4 dicembre 2013 i tassi di interesse del mercato monetario sono rimasti sostanzialmente stabili sulle scadenze più brevi. Tuttavia, dalla metà di novembre, la necessità di costituire riserve di liquidità a fini precauzionali in vista della fine dell'anno, ha innescato alcune pressioni al rialzo e i livelli della liquidità in eccesso sono diminuiti. Sulle scadenze più lunghe, i tassi di interesse del mercato monetario sono diminuiti a seguito della decisione del Consiglio direttivo di novembre di 1) ridurre il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali allo 0,25 per cento, 2) confermare le indicazioni prospettiche sulla politica monetaria fornite in luglio e 3) continuare a condurre le sue operazioni di rifinanziamento principali mediante procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi almeno fino al 7 luglio 2015.

Il 4 dicembre i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente allo 0,18, 0,24, 0,33 e 0,50 per cento, con un incremento di 5 e 1 punti base per i tassi a uno e tre mesi e un ribasso di 1 e 5 punti base per i tassi a sei e dodici mesi, rispetto ai livelli del 4 settembre. Di conseguenza, il differenziale tra l'Eu-

**Figura 16 Tassi di interesse del mercato monetario**

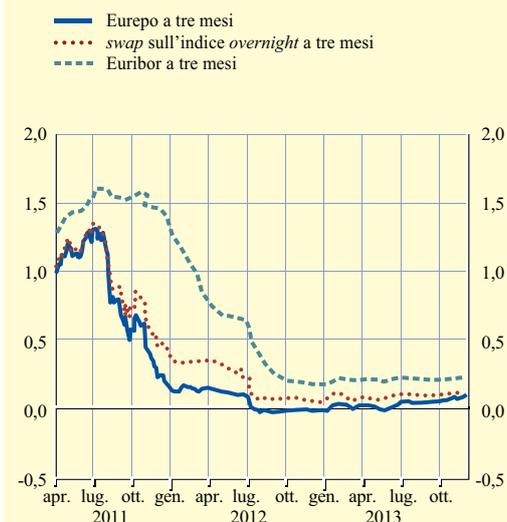
(valori percentuali in ragione d'anno; differenziale in punti percentuali; dati giornalieri)



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.

ribor a dodici mesi e quello a un mese, indicatore dell'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario, si è ridotto di 10 punti base nel periodo, portandosi a 32 punti base il 4 dicembre (cfr. figura 16).

Il 4 dicembre il tasso di interesse sugli swap sull'indice overnight a tre mesi si collocava allo 0,13 per cento, ossia 3 punti base al di sopra di quello registrato il 4 settembre. Poiché il corrispondente tasso Euribor è cresciuto di 1 punto base, il differenziale fra i due tassi si è ridotto di 2 punti base. Alla stessa data, il tasso Eurepo a tre mesi su prestiti garantiti si collocava allo 0,10 per cento, in rialzo di 5 punti base rispetto al 4 settembre (cfr. figura 17).

Il 4 dicembre, i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti future sull'Euribor a tre mesi con scadenza a dicembre 2013 e a marzo, giugno e settembre 2014 si sono collocati, nell'ordine, allo 0,24, 0,25, 0,27 e 0,29 per cento. Rispetto ai livelli del 4 settembre, si è avuta una diminuzione di 5, 13, 20 e 27 punti base, rispettivamente (cfr. figura 18). Le volatilità implicite con scadenze costanti di tre, sei, nove e dodici mesi ricavate dalle opzioni sui contratti future sull'Euribor a tre mesi sono altresì diminuite rispetto ai livelli registrati il 4 settembre (cfr. figura 19).

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

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

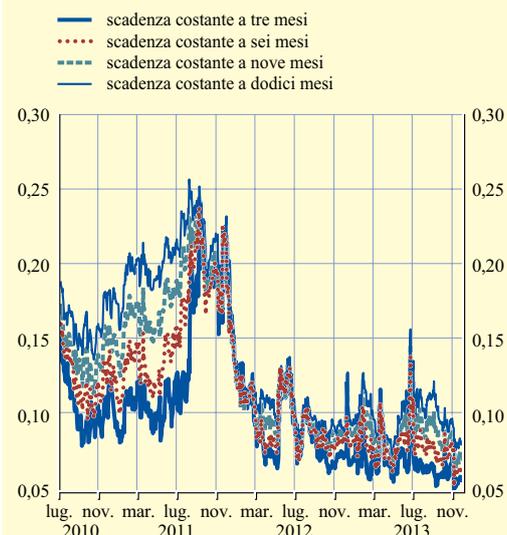


Fonte: Thomson Reuters.

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

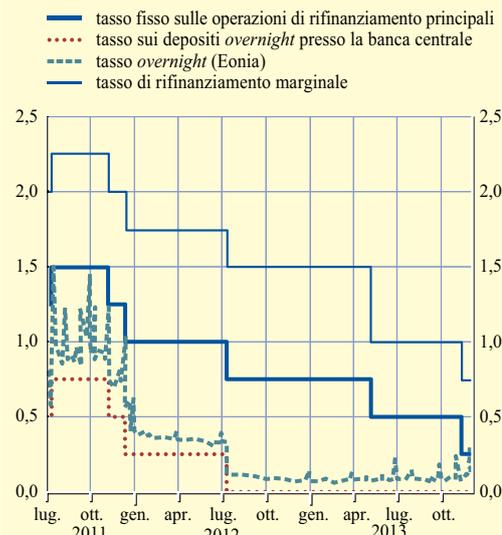
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



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.

Per quanto riguarda la scadenza *overnight*, l'Eonia è rimasto sostanzialmente stabile tra il 4 settembre e metà novembre, collocandosi tra lo 0,07 e lo 0,10 per cento. Dalla metà di novembre l'accresciuta domanda di riserve di liquidità, detenute a fini precauzionali in vista della fine dell'anno, ha innescato alcune pressioni al rialzo e i livelli della liquidità in eccesso sono diminuiti. Di conseguenza, il differenziale negativo fra l'Eonia e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali si è ridotto di 25 punti base a seguito della decisione del Consiglio direttivo del 7 novembre di ridurre quest'ultimo allo 0,25 per cento e di lasciare il tasso sui depositi presso la banca centrale invariato allo 0 per cento. Il 4 dicembre l'Eonia si è portato allo 0,13 per cento (cfr. figura 20), a indicazione di un'ulteriore riduzione del differenziale negativo tra l'Eonia e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali.

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. anche il riquadro 3).

La BCE ha inoltre effettuato settimanalmente operazioni di assorbimento della liquidità a una settimana con procedura d'asta a tasso variabile e tassi massimi di offerta pari allo 0,50 per cento nel nono e decimo periodo di mantenimento delle riserve del 2013 e allo 0,25 per cento nell'undicesimo. In occasione di tutte queste operazioni, eccetto una, 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 184 miliardi di euro al 4 dicembre). In considerazione della domanda di liquidità a fini precauzionali, l'Eurosistema ha assorbito 157,8 miliardi di euro nell'operazione regolata il 27 novembre 2013.

Il periodo in rassegna è stato caratterizzato da un'ulteriore diminuzione della liquidità in eccesso. Le flessioni dei livelli medi di liquidità in eccesso osservate durante il nono, decimo e undicesimo periodo di mantenimento sono principalmente ascrivibili 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 altre operazioni di rifinanziamento. Tuttavia, le fluttuazioni giornaliere della liquidità in eccesso nei periodi di mantenimento sono state nuovamente sospinte soprattutto da fattori autonomi, in particolare dalle oscillazioni dei depositi delle amministrazioni pubbliche. Di conseguenza, la liquidità in eccesso si è collocata mediamente a 196,6 miliardi di euro nel nono, decimo e undicesimo periodo di mantenimento dell'anno, in calo rispetto ai 255,4 miliardi di euro registrati nei tre periodi di mantenimento precedenti. Il 4 dicembre la liquidità in eccesso si è collocata a 155 miliardi di euro. Il ricorso giornaliero alle operazioni di deposito presso la banca centrale è stato mediamente pari a 53,1 miliardi di euro, mentre le disponibilità detenute sui conti correnti, in eccesso rispetto agli obblighi di riserva, hanno registrato in media 143,5 miliardi di euro. Le controparti hanno finora rimborsato volontariamente 395,9 dei 1.018,7 miliardi di euro ottenuti nelle due ORLT a tre anni.

### Riquadro 3

#### CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ E OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA NEL PERIODO DAL 7 AGOSTO AL 12 NOVEMBRE 2013

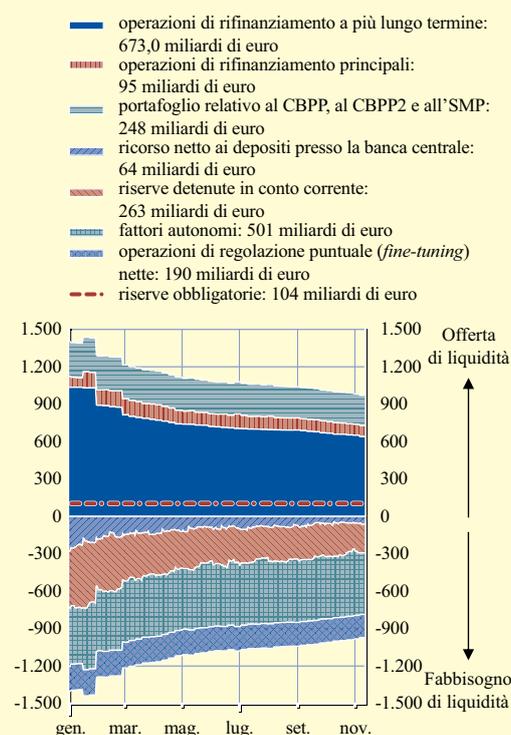
Questo riquadro descrive le operazioni di politica monetaria della BCE durante i periodi di mantenimento delle riserve terminati il 10 settembre, l'8 ottobre e il 12 novembre 2013 (l'ottavo, il nono e il decimo dell'anno).

Nel periodo di riferimento le operazioni di rifinanziamento principali (ORP) hanno continuato a essere condotte 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 operazioni è stato applicato un tasso pari alla media dei tassi sulle ORP eseguite nell'arco della durata della rispettiva ORLT. I tassi di interesse di riferimento della BCE sono rimasti invariati durante il periodo

**Figura A Fabbisogno di liquidità del sistema bancario e offerta di liquidità nel 2013**

(miliardi di euro; dati giornalieri)



Fonte: BCE.

in considerazione, in quanto la riduzione del tasso sulle ORP deciso dal Consiglio direttivo della BCE il 7 novembre è entrato in vigore solo all'inizio dell'undicesimo periodo di mantenimento dell'anno.

### Fabbisogno di liquidità

Nel periodo in esame il fabbisogno giornaliero di liquidità aggregato del sistema bancario, definito come la somma di fattori autonomi e riserva obbligatoria, è stato pari in media a 604,7 miliardi di euro, un livello inferiore di 5,1 miliardi di euro rispetto alla media giornaliera nei tre periodi di mantenimento precedenti (dall'8 maggio al 6 agosto 2013). L'ammontare delle riserve obbligatorie è diminuito da una media di 105,0 miliardi di euro nei tre periodi precedenti a una media di 104,2 miliardi di euro nei tre periodi in considerazione. I fattori autonomi hanno contribuito maggiormente alla riduzione del fabbisogno di liquidità, calando da una media di 504,9 miliardi a 500,5 miliardi di euro.

Per quanto riguarda i singoli contributi alla diminuzione media dei fattori autonomi, la gran parte dell'andamento è riconducibile a due componenti. I depositi delle amministrazioni pubbliche sono stati la principale determinante della riduzione del fabbisogno di liquidità del sistema bancario, in quanto sono calati di 16,1 miliardi rispetto ai tre periodi di mantenimento precedenti, portandosi in media a 74,1 miliardi di euro. Le variazioni di questa componente hanno un impatto significativo sulla volatilità dei fattori autonomi, ma esercitano di norma un effetto minore sul loro livello medio. Nel periodo di riferimento, questa componente ha oscillato di 53,2 miliardi di euro. Alcune BCN hanno continuato a registrare profili di fluttuazione regolari, mentre le variazioni più significative sono state registrate dalla Banca d'Italia. Tali oscillazioni riflettono solitamente 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)<sup>1)</sup>.

L'effetto di queste variazioni è stato in parte controbilanciato da un incremento delle banconote in circolazione, passate da 909,8 miliardi di euro in media nei tre periodi di mantenimento precedenti a 919,8 miliardi di euro in media nei tre periodi in esame, sebbene il ritmo di tale incremento (+10 miliardi di euro) sia stato inferiore a quelli registrati nei due precedenti periodi di riferimento (+16 miliardi di euro). Questa attenuazione del ritmo è in parte ascrivibile alla domanda stagionale di banconote durante il periodo estivo legata alle attività turistiche.

I depositi giornalieri in conto corrente detenuti in eccesso rispetto all'obbligo di riserva sono stati in media pari a 158,0 miliardi di euro nel periodo in esame, in calo da 181,6 miliardi di euro dei tre precedenti periodi di mantenimento. In particolare, la diminuzione è in linea con la costante tendenza al ribasso delle riserve in eccesso registrata sin dall'inizio del 2013: il valore medio delle riserve in eccesso è sceso da 169,6 miliardi di euro nell'ottavo periodo di mantenimento a 164,7 miliardi e 141,1 miliardi rispettivamente nel nono e decimo periodo dell'anno. Sia tale diminuzione che la riduzione del ricorso netto medio ai depositi presso la banca centrale (cfr. figura B) 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.

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.

## Offerta di liquidità

L'ammontare medio della liquidità offerta tramite operazioni di mercato aperto ha continuato a diminuire, passando da 879,4 miliardi di euro a 826,2 miliardi. Le operazioni d'asta<sup>2)</sup> hanno fornito in media 578,2 miliardi di euro, con un calo di 43,8 miliardi di euro. Gli importi forniti nelle ORP settimanali sono stati in media di 94,7 miliardi di euro, pari a una riduzione di 10,3 miliardi di euro rispetto ai tre periodi di mantenimento precedenti, ascrivibile a una costante diminuzione degli importi aggiudicati ogni settimana.

Nel periodo di riferimento le ORLT con scadenza a tre mesi e con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento hanno contribuito con una media giornaliera di 21,8 miliardi di euro all'offerta di liquidità. Ciò ha rappresentato un calo, proseguendo la tendenza in atto sin da inizio anno, quando queste operazioni di rifinanziamento contribuivano nel complesso con una media di 43,8 miliardi di euro al giorno. Nel periodo in esame le ORLT a tre anni hanno fornito una media di 651,5 miliardi di euro al giorno. Le controparti hanno rimborsato 54,7 miliardi di euro nel corso del periodo; i rimborsi settimanali complessivi sono stati pari a 8,5 miliardi di euro nell'ottavo periodo di mantenimento dell'anno e sono aumentati notevolmente nel nono e decimo periodo, collocandosi rispettivamente a 20,1 miliardi e 26,1 miliardi di euro.

La consistenza degli importi del portafoglio dei titoli detenuti a fini di politica monetaria, ossia 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 248 miliardi di euro, con una diminuzione di 9,3 miliardi di euro.

L'ammontare in essere dei titoli acquistati nell'ambito del CBPP (completato nel giugno 2010) si è collocato a 42,0 miliardi di euro alla fine del periodo di riferimento, con una diminuzione di 2,1 miliardi di euro rispetto ai tre precedenti periodi di mantenimento, dovuta ai titoli in scadenza. Gli importi in essere nel quadro del CBPP2 (conclusosi il 31 ottobre 2012) hanno totalizzato 15,5 miliardi di euro, mentre sono giunti a scadenza 0,3 miliardi di titoli. Il valore degli acquisti regolati nell'ambito dell'SMP è diminuito di 8,5 miliardi di euro nel periodo in esame, di riflesso ai titoli in scadenza in portafoglio, portando il valore in essere alla fine del periodo a 184,1 miliardi di euro. Le operazioni settimanali di regolazione puntuale hanno efficacemente sterilizzato tutta la liquidità immessa mediante l'SMP.

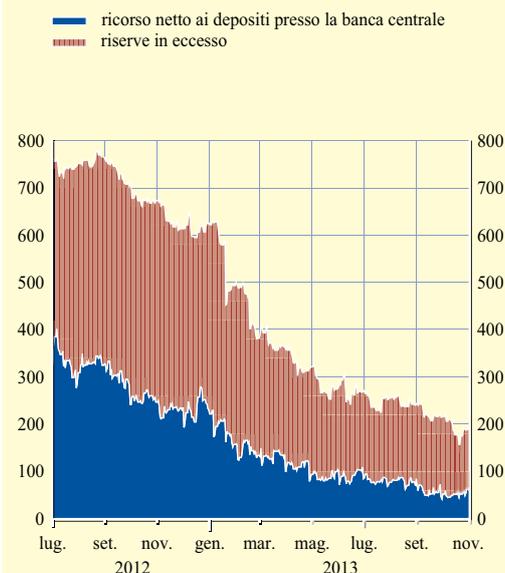
## Eccesso di liquidità

L'eccesso di liquidità ha continuato a diminuire, collocandosi in media a 221,5 miliardi di euro nel periodo in esame, contro 269,5 miliardi di euro nei tre periodi di mantenimento precedenti. Nel contempo, è rimasto volatile durante il periodo di riferimento, oscillando tra 263,4 miliardi di euro (20 agosto) e 157,2 miliardi di euro (30 e 31 ottobre). Come descritto sopra, le principali determinanti sono state le variazioni dei depositi delle amministrazioni pubbliche, l'aumento delle banconote in circolazione e un calo della liquidità in essere fornita tramite le operazioni di mercato aperto. Poiché il tasso sui depositi presso la banca centrale è pari allo 0 per cento ed è, pertanto, equivalente alla remunerazione delle riserve in eccesso, le controparti potrebbero essere neutrali

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 B Evoluzione della liquidità in eccesso e distribuzione tra riserve in eccesso e operazioni su iniziativa delle controparti dall'11 luglio 2012**

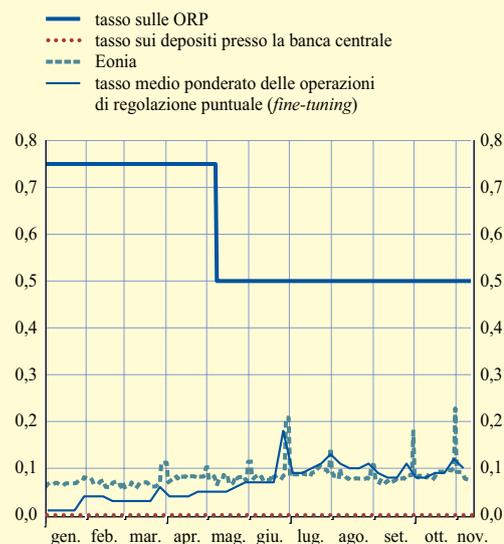
(miliardi di euro; dati giornalieri)



Fonte: BCE.

**Figura C Alcuni tassi di interesse della BCE, Eonia e tasso medio ponderato delle operazioni di regolazione puntuale (*fine-tuning*) nel 2013**

(percentuali; dati giornalieri)



Fonte: BCE.

circa la distribuzione della propria liquidità in eccesso. Nei tre periodi di mantenimento in esame, il profilo è stato alquanto stabile, con circa il 29 per cento della liquidità in eccesso detenuto nei depositi presso la banca centrale e il 71 per cento detenuto come riserve in eccesso (cfr. figura B).

### Andamenti dei tassi di interesse

I tassi di interesse di riferimento stabiliti dalla BCE sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sono rimasti invariati nel periodo in rassegna, rispettivamente all'1,00, allo 0,50 e allo 0,00 per cento. A fronte delle condizioni di liquidità ancora ampie, seppur in calo, prevalenti durante il periodo di riferimento, l'Eonia è rimasto prossimo al tasso sui depositi presso la banca centrale, con un valore medio di 0,085 per cento, pari a una lieve diminuzione dal valore medio di 0,086 per cento registrato nei tre periodi di mantenimento precedenti. Nel periodo di mantenimento terminato il 12 novembre 2013, l'Eonia è stato in media pari a 0,092 per cento, poiché 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 di liquidità hanno altresì raggiunto livelli più elevati, con un tasso di aggiudicazione medio ponderato compreso tra 0,08 e 0,12 per cento nel periodo in esame (cfr. figura C).

## 2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

*Tra la fine di agosto e il 4 dicembre i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con rating AAA sono diminuiti di circa 10 punti base, portandosi al 2 per cento, mentre quelli*

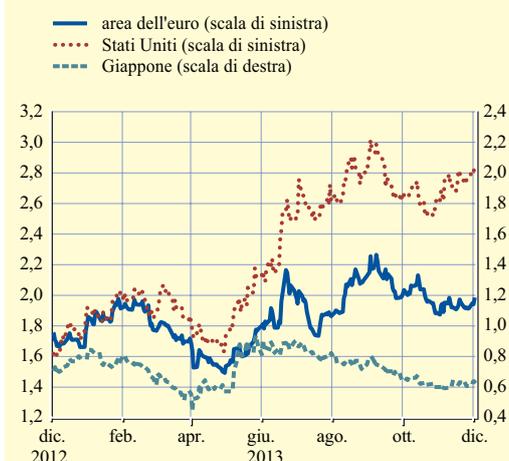
dei corrispondenti titoli statunitensi sono rimasti sostanzialmente invariati. In tale periodo, gli andamenti dei mercati obbligazionari su entrambe le sponde dell'Atlantico sono stati influenzati principalmente dalle notizie provenienti dagli Stati Uniti, in particolare dall'incertezza, prima della riunione del Federal Open Market Committee (FOMC) del 18 settembre, in merito alla possibilità di una riduzione da parte del Federal Reserve System dei suoi acquisti mensili di titoli e, in ottobre, dall'insicurezza legata alle discussioni sul tetto del debito. Sebbene i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine di entrambe le regioni in settembre e ottobre abbiano mostrato andamenti in qualche misura simili, in novembre hanno mostrato una tendenza a divergere, con una lieve crescita di quelli statunitensi e una stabilizzazione di quelli dell'area dell'euro. L'incertezza sulla futura evoluzione dei mercati obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita, è ulteriormente diminuita sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti. I differenziali di rendimento fra titoli sovrani all'interno dell'area dell'euro hanno continuato a restringersi per la maggior parte dei paesi. Gli indicatori finanziari delle aspettative di inflazione a lungo termine nell'area sono rimaste sostanzialmente invariate su livelli coerenti con la stabilità dei prezzi.

Tra la fine di agosto e il 4 dicembre i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine con rating AAA dell'area dell'euro sono diminuiti dal 2,1 al 2 per cento, dopo aver toccato un massimo del 2,2 per cento agli inizi di settembre (cfr. figura 21). Negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli a lungo termine hanno seguito un analogo andamento al ribasso sino alla fine di ottobre, per poi aumentare in novembre e collocarsi al 2,8 per cento il 4 dicembre. Di conseguenza, il differenziale fra i rendimenti sui titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro e quelli degli Stati Uniti è aumentato di circa 15 punti base nel periodo. In Giappone, il rendimento dei titoli di Stato decennali è sceso di 10 punti base nello stesso periodo, collocandosi allo 0,6 per cento il 4 dicembre.

Nel periodo in esame i rendimenti di titoli di Stato a lungo termine con rating AAA dell'area dell'euro sono stati influenzati dagli eventi negli Stati Uniti e da dati macroeconomici in parte contrastanti nell'area dell'euro. In settembre i rendimenti sono diminuiti significativamente a fronte di accresciute aspettative di mercato di un posticipo del graduale rientro delle politiche di allentamento quantitativo statunitensi, come poi confermato dalla decisione della Federal Reserve il 18 settembre. Per contro, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine con rating AAA dell'area dell'euro sono aumentati leggermente nella prima metà di ottobre, di riflesso all'incertezza derivante dai negoziati sul tetto del debito federale statunitense (cfr. oltre). I dati macroeconomici pubblicati nell'area dell'euro sono stati in generale positivi all'inizio del periodo in esame, ma si sono poi mostrati contrastanti in alcuni paesi verso la fine del periodo, in particolare quelli sul PIL del terzo trimestre del 2013. Dopo la decisione del Consiglio direttivo della BCE del 7 novembre di ridurre il suo tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

**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.

dell'area con rating AAA sono scesi di circa 5 punti base, oscillando intorno all'1,9 per cento per il resto del periodo in rassegna.

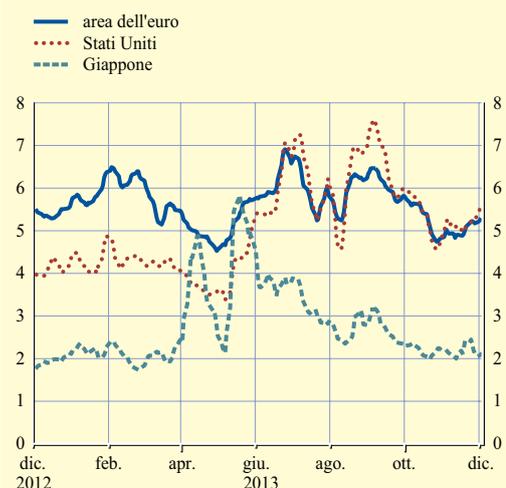
Gli stessi fattori statunitensi che hanno influenzato i rendimenti dell'area dell'euro hanno inciso anche sui rendimenti a lungo termine degli Stati Uniti e non sorprende che abbiano determinato movimenti dei mercati obbligazionari più ampi. In settembre i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi sono diminuiti, in particolare a seguito della diffusione di dati sul mercato del lavoro inferiori alle attese e alla decisione del Federal Reserve System di mantenere inalterato il ritmo degli acquisti mensili di titoli. Nella prima metà di ottobre l'attenzione del mercato si è spostata sull'incertezza presente intorno al bilancio federale, che ha esercitato pressioni al rialzo sui rendimenti obbligazionari statunitensi a lungo termine. Successivamente i rendimenti sono calati quando il Congresso americano ha concordato di innalzare il tetto del debito, ma sono poi nuovamente aumentati in novembre. In tale mese i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine statunitensi hanno mostrato una volatilità leggermente più elevata, riflettendo gli effetti contrastanti esercitati dai dati sull'occupazione migliori del previsto negli Stati Uniti, che hanno riaperto le aspettative di un avvio anticipato, anziché posticipato, del graduale rientro delle politiche di allentamento quantitativo della Federal Reserve, sia delle dichiarazioni di alcuni esponenti del FOMC, sul fatto che non vi era alcuna tempistica prefissata per l'avvio della riduzione degli acquisti di titoli da parte della Federal Reserve.

L'incertezza degli investitori sugli andamenti di breve periodo dei mercati obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita desunta dalle opzioni sulle quotazioni obbligazionarie, si è ridotta sostanzialmente nel periodo in rassegna. La diminuzione, tuttavia, non è stata uniforme sul periodo, con fluttuazioni che hanno riflesso soprattutto le variazioni delle aspettative di mercato sui tempi della riduzione degli acquisti di titoli della Federal Reserve e sulle discussioni sul tetto del debito. Alla fine del periodo in esame i livelli della volatilità implicita erano prossimi a quelli osservati prima che iniziasse il dibattito sul rientro delle politiche di allentamento quantitativo statunitensi nel maggio 2013, seppur ancora al di sopra dei livelli prevalenti prima della crisi. Il 4 dicembre, la volatilità implicita si è collocata su livelli simili sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti (cfr. figura 22).

Nel periodo in esame sia i rendimenti delle obbligazioni a lungo termine dei singoli paesi dell'area dell'euro sia i relativi differenziali rispetto ai tassi OIS sono diminuiti nella maggior parte dei paesi dell'area. La compressione dei differenziali è stata maggiore per i paesi più fortemente colpiti dalla crisi del debito sovrano, che hanno continuato a trarre i maggiori benefici dal miglioramento del quadro economico e dalle revisioni positive delle prospettive di *rating* sul credito.

Figura 22 Volatilità implicita del mercato dei titoli di Stato

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

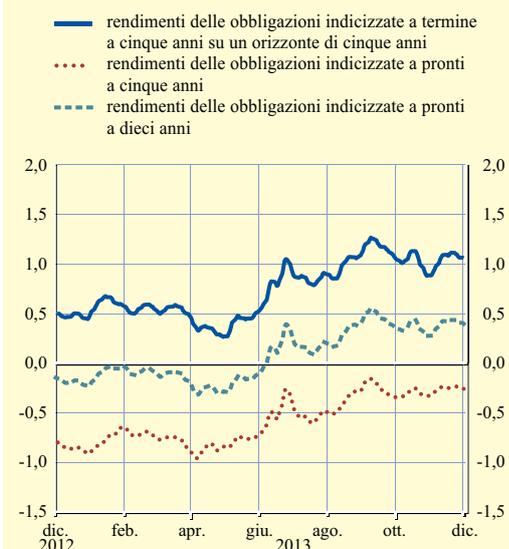


Fonti: Bloomberg.

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**

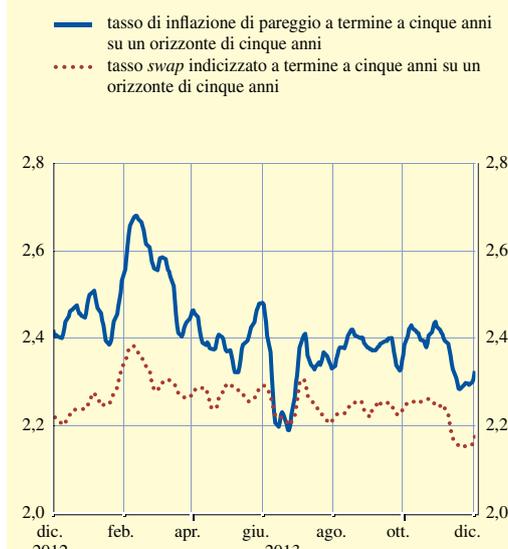
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



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.

**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 pareggio stimati separatamente per Francia e Germania.

I rendimenti nominali dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro possono essere scomposti in rendimenti reali e aspettative di inflazione dei mercati finanziari. I rendimenti reali<sup>1)</sup> dei titoli di Stato indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro con scadenza a cinque e dieci anni sono rimasti sostanzialmente invariati nel periodo in rassegna (cfr. figura 23). Mentre i rendimenti reali su entrambe le scadenze sono diminuiti in settembre e ottobre, in novembre sono aumentati, sulla scorta di pubblicazioni di dati economici generalmente positivi, in particolare in Germania, riportandosi sui livelli osservati all'inizio del periodo in esame. Di conseguenza, i tassi reali a termine impliciti sulle scadenze più lunghe nell'area dell'euro (a cinque anni su un orizzonte quinquennale) sono rimasti sostanzialmente invariati attorno all'1,1 per cento il 4 dicembre.

Per effetto di tali andamenti dei rendimenti nominali e reali, gli indicatori delle aspettative di inflazione a lungo termine nell'area dell'euro ricavati dai mercati finanziari sono diminuiti leggermente nel periodo in rassegna, mentre sulle scadenze a breve termine sono calati significativamente a seguito della pubblicazione della stima rapida dello IAPC a fine ottobre. Il tasso di inflazione di pareggio a cinque anni implicito nelle obbligazioni indicizzate all'inflazione è diminuito di 20 punti base, a circa l'1,1%, mentre quello a dieci anni è sceso di 10 punti base all'1,7%. Di conseguenza, il tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale è rimasto sostanzialmente invariato a circa il 2,4 per cento alla fine del periodo considerato (cfr. figura 24). Il tasso a

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

lungo termine desunto dagli swap sull'inflazione è rimasto pressoché invariato al 2,2 per cento nel periodo in rassegna. Nel complesso, tenuto conto sia del rischio di inflazione che dei premi per la liquidità incorporati nei tassi di inflazione di pareggio, gli indicatori basati sul mercato segnalano che le aspettative di inflazione rimangono pienamente in linea con la stabilità dei prezzi <sup>2)</sup>.

La struttura per scadenze dei tassi overnight a termine impliciti dell'area dell'euro ha subito uno spostamento verso il basso su tutte le scadenze durante il periodo in rassegna, scendendo di circa 10-30 punti base per le scadenze fino al 2020. Ciò indica che le aspettative sul futuro andamento dei tassi di interesse a breve termine e i relativi premi per il rischio sono diminuiti nel periodo in esame.

Nel periodo in rassegna i differenziali di rendimento delle obbligazioni di qualità più elevata (investment grade) dell'area dell'euro emesse da società non finanziarie sono rimasti sostanzialmente invariati, mentre quelli delle obbligazioni emesse da società finanziarie sono diminuiti (rispetto all'indice di obbligazioni sovrane con rating AAA dell'UEM elaborato da Merrill Lynch). In termini relativi, i differenziali delle obbligazioni con rating BBB emesse da società finanziarie hanno registrato il maggior calo.

2) Per un'analisi più completa sull'ancoraggio delle aspettative di inflazione a lungo termine, cfr. l'articolo intitolato *Valutazione dell'ancoraggio delle aspettative di inflazione a più lungo termine* nel numero di luglio 2012 di questo Bollettino.

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.

## 2.5 MERCATI AZIONARI

*Tra la fine di agosto e il 4 dicembre i corsi azionari sono aumentati del 9 per cento circa nell'area dell'euro e del 10 per cento negli Stati Uniti. In settembre i mercati azionari su entrambe le sponde dell'Atlantico sono stati supportati da pubblicazioni di dati economici positivi e da aspettative di mercato di un probabile posticipo dell'avvio del graduale rientro delle politiche di allentamento quantitativo del Federal Reserve System. Gli aumenti delle quotazioni azionarie sono stati, tuttavia, in parte invertiti in ottobre a causa dello stallo sul tetto del debito negli Stati Uniti nel contesto della parziale serrata dell'amministrazione pubblica, ma sono poi ripresi dopo che è stato raggiunto un accordo sul tetto del debito. I mercati azionari dell'area dell'euro sono stati favoriti in una certa misura da annunci macroeconomici migliori del previsto all'inizio del periodo in esame, mentre i dati pubblicati in novembre sono stati contrastanti. L'incertezza circa l'andamento dei mercati azionari nell'area dell'euro, misurata dalla volatilità implicita, è diminuita nel periodo in rassegna.*

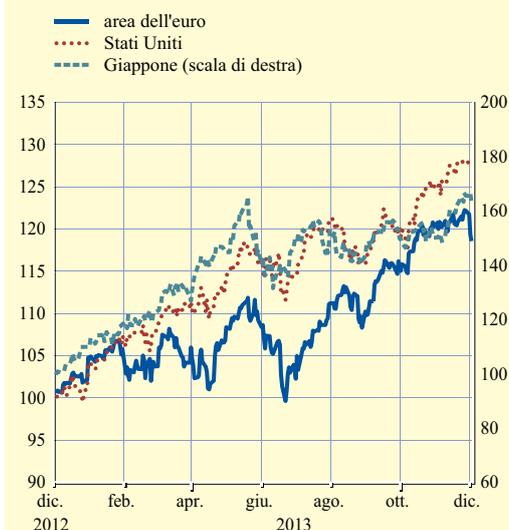
Tra la fine di agosto e il 4 dicembre l'indice generale di borsa è aumentato del 9 per cento circa nell'area dell'euro, mentre il comparabile indice statunitense ha evidenziato un rialzo del 10 per cento (cfr. figura 26). Nell'area dell'euro i corsi azionari hanno registrato un incremento del 14 per cento nel settore finanziario e dell'8 per cento in quello non finanziario. Nel contempo, negli Stati Uniti le quotazioni azionarie dei settori sia finanziario che non finanziario hanno registrato un rialzo del 10 per cento. L'indice azionario giapponese è cresciuto del 15 per cento circa nei tre mesi terminanti all'inizio di dicembre.

Nell'area dell'euro le quotazioni azionarie sono aumentate nettamente nelle prime tre settimane di settembre in un contesto di aspettative di mercato circa il ritmo degli acquisti di titoli del Federal Reserve System che sarebbe stato mantenuto invariato, come poi confermato dal Federal Open Market Committee (FOMC) nella sua riunione del 18 settembre. In tale periodo i listini azionari sono stati sorretti anche dalle prospettive di una soluzione diplomatica al conflitto in Siria. Dalla fine di settembre a metà ottobre, tuttavia, i corsi azionari dell'area dell'euro hanno cominciato a oscillare a fronte dell'accresciuta incertezza derivante dai negoziati sul bilancio negli Stati Uniti e dalla temporanea serrata dell'amministrazione pubblica. Dopo che è stato raggiunto un accordo sul tetto del debito statunitense a metà ottobre, l'indice azionario composito dell'area dell'euro ha ripreso la sua ascesa sino a fine ottobre. In novembre gli aumenti delle quotazioni sono stati più limitati, a causa di pubblicazioni di dati inferiori alle attese in alcuni paesi dell'area.

Negli Stati Uniti i corsi azionari hanno registrato un andamento sostanzialmente analogo, ma con una maggiore volatilità. Alla fine del periodo in rassegna l'indice composito ha raggiunto

**Figura 26 Indici dei corsi azionari**

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



Fonte: Thomson Reuters.

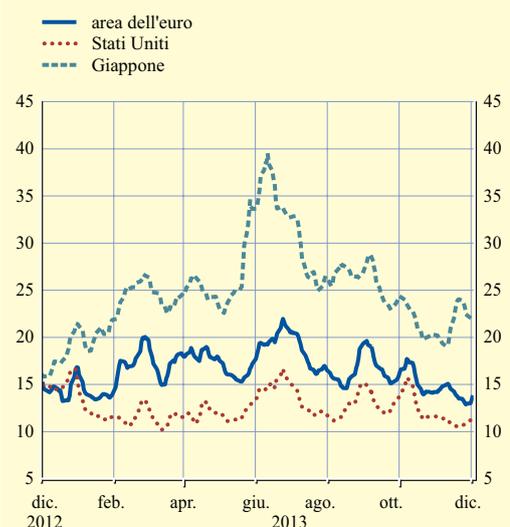
Nota: indice ampio Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti e Nikkei 225 per il Giappone.

un massimo storico. In settembre, gli effetti di dati sul mercato del lavoro inferiori al previsto sono stati compensati da crescenti aspettative che la Federal Reserve avrebbe potuto nell'immediato posticipare la riduzione dei suoi acquisti di titoli. Ciò ha determinato un aumento dei principali indici statunitensi nella prima parte del periodo in esame, sino alla decisione del FOMC del 18 settembre di mantenere inalterato il ritmo degli acquisti di titoli. Per il resto del periodo in esame, le pubblicazioni di dati contrastanti, in particolare quelli sul mercato del lavoro e gli indici della fiducia, hanno continuato a influenzare le aspettative sui tempi del rientro delle politiche di allentamento quantitativo della Federal Reserve frenando pertanto i corsi azionari. D'altro canto, i corsi sono stati sorretti dalle dichiarazioni degli esponenti del FOMC che la Federal Reserve non avrebbe avviato immediatamente la riduzione degli acquisti di titoli e che avrebbe atteso chiare evidenze di un miglioramento sostenibile delle condizioni del mercato del lavoro.

L'incertezza circa l'andamento dei mercati azionari dell'area dell'euro, misurata dalla volatilità implicita, è diminuita nel periodo in esame (al 14 per cento, dal 20 per cento di fine agosto). Negli Stati Uniti, gli andamenti della volatilità implicita del mercato azionario hanno sostanzialmente rispecchiato quelli osservati nell'area dell'euro, seppur a un livello più basso, raggiungendo circa il 12 per cento alla fine del periodo (cfr. figura 27). In settembre l'incertezza è diminuita in entrambe le aree monetarie

**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
<b>Quota del settore nella capitalizzazione del mercato (dati di fine periodo)</b>											
	100,0	10,2	7,0	17,0	6,3	22,8	5,6	15,5	5,5	4,4	5,7
<b>Variazioni dei prezzi (dati di fine periodo)</b>											
2012 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
3° trimestre	11,3	6,8	9,6	8,9	12,0	16,7	-3,7	14,5	13,3	19,1	11,1
ottobre 2013	5,3	3,9	5,6	2,0	5,3	9,4	4,3	4,1	3,0	9,5	5,3
novembre 2013	1,1	4,2	0,7	0,7	-2,7	1,3	1,0	1,6	3,4	-2,5	1,2
30 agosto - 4 dicembre 2013	9,5	9,8	9,3	5,2	0,0	14,1	4,0	9,9	13,2	15,8	12,4

Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

nel contesto di dati sul mercato del lavoro inferiori alle attese negli Stati Uniti che hanno innescato aspettative di mercato di un ulteriore ritardo nell'avvio della riduzione dell'allentamento quantitativo. Tuttavia, l'incertezza è poi aumentata temporaneamente sulla scia delle discussioni sul tetto del debito negli Stati Uniti e del successivo accordo. Nel complesso, l'incertezza è diminuita sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti, raggiungendo livelli prossimi ai minimi del 2013 alla fine del periodo in rassegna. In Giappone la volatilità implicita è calata in settembre e ottobre, per poi aumentare lievemente in novembre.

Nell'area dell'euro, il rialzo delle quotazioni azionarie ha interessato tutti i settori, a eccezione del settore del petrolio e del gas naturale. I corsi azionari finanziari hanno registrato progressioni di quasi il 14 per cento, superando il rendimento dell'indice complessivo, in quanto il settore bancario potrebbe aver beneficiato dei progressi compiuti per l'istituzione del meccanismo di vigilanza unico, in particolare dell'adozione del Regolamento sul meccanismo di vigilanza unico da parte del Consiglio europeo il 15 ottobre. La migliore performance è stata conseguita dal settore delle telecomunicazioni. Negli Stati Uniti, i maggiori rialzi sono stati registrati nel settore dei servizi ai consumatori, mentre quello bancario ha riportato un andamento peggiore rispetto a quello dell'indice complessivo.

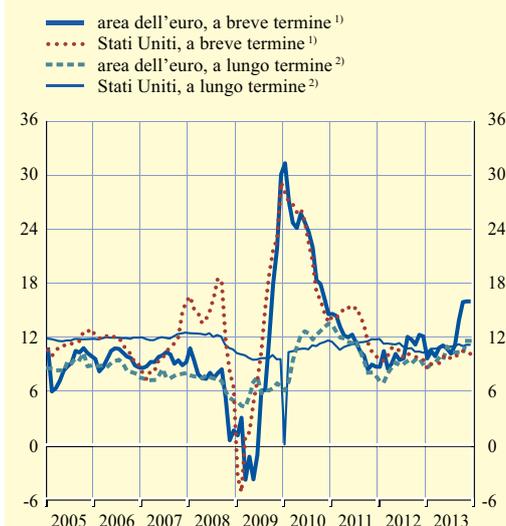
Dai dati sugli utili delle società finanziarie e non finanziarie dell'area dell'euro comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx emerge che l'entità della diminuzione degli utili effettivi, calcolata sui 12 mesi precedenti, è aumentata leggermente nel periodo in rassegna, dal -3 per cento circa in agosto al -5 per cento circa in novembre. Per i prossimi 12 mesi, gli operatori di mercato si attendono una ripresa degli utili societari per azione pari al 16 per cento, ossia un aumento sostanziale rispetto ad agosto 2013, mentre prevedono che la loro crescita a lungo termine (cinque anni) si collochi attorno all'11 per cento annuo (cfr. figura 28).

## 2.6 FLUSSI FINANZIARI E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

*Tra luglio e ottobre 2013 il costo reale del finanziamento delle società non finanziarie dell'area dell'euro è diminuito di 6 punti base, riflettendo una diminuzione del costo del capitale di rischio e del costo delle emissioni di debito sul mercato, mentre il costo reale dei prestiti bancari è aumentato. Quanto ai flussi finanziari, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti bancari alle società non finanziarie ha continuato a contrarsi nel terzo 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. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente*

**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).

delle emissioni di obbligazioni societarie, pur rimanendo elevato, ha raggiunto il livello minimo dal giugno del 2012.

### CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

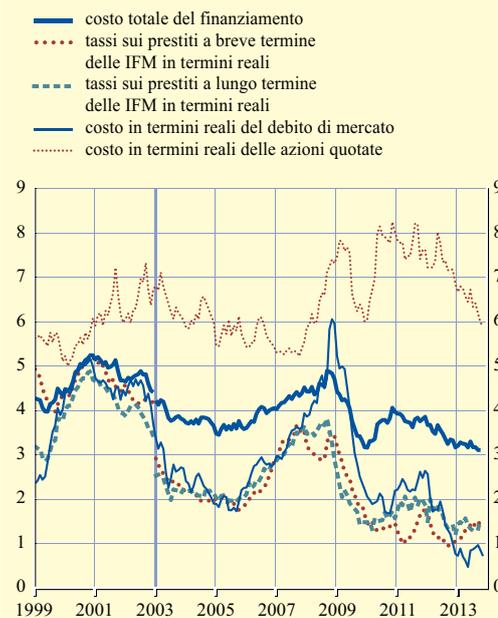
Il costo reale del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro, calcolato ponderando il costo delle diverse fonti di finanziamento sulla base delle rispettive consistenze corrette per le variazioni di valore, è diminuito di 6 punti base, al 3,1 per cento tra luglio e ottobre (cfr. figura 29). Questo miglioramento è ascrivibile a una diminuzione del costo del capitale di rischio e del costo delle emissioni di debito sul mercato. Il costo reale del capitale di rischio e del ricorso al mercato obbligazionario è sceso rispettivamente di 36 e 2 punti base nel periodo, al 6,0 e allo 0,8 per cento. Per contro, il costo reale dei prestiti bancari a breve e a lungo termine alle società non finanziarie è aumentato rispettivamente di 4 e 27 punti base tra luglio e ottobre, all'1,6 e all'1,5 per cento. I dati più recenti indicano che il costo del finanziamento sul mercato ha continuato a diminuire. In una prospettiva storica, in ottobre il costo reale complessivo del finanziamento per le società non finanziarie dell'area dell'euro si è collocato ai livelli minimi dal 1999.

Nel periodo compreso fra luglio e ottobre, i tassi di interesse nominali applicati dalle IFM sui nuovi prestiti alle società non finanziarie sono aumentati sia per i prestiti di importo contenuto (fino a 1 milione di euro) sia per quelli di importo considerevole (oltre 1 milione di euro) (cfr. tavola 7). Il rischio ancora elevato dei prenditori e le deboli condizioni economiche potrebbero spiegare la riluttanza delle banche a ridurre i tassi sui prestiti bancari. Nel contempo, l'evoluzione dei tassi di credito per l'insieme dell'area dell'euro cela notevoli differenze a livello nazionale. Inoltre, il differenziale di tasso fra i prestiti di importo rilevante e quelli di importo contenuto si è ampliato per le scadenze brevi e si è ridotto per quelle lunghe.

In media, tra luglio e ottobre, i tassi del mercato monetario a tre mesi sono rimasti invariati, mentre i rendimenti dei titoli di Stato a due anni e quelli delle emissioni governative a sette anni dell'area dell'euro con *rating* AAA sono diminuiti rispettivamente di 4 e 5 punti base (cfr. la nota della tavola 7). In ottobre, il differenziale tra l'Euribor a tre mesi e i tassi di interesse a breve termine sui prestiti di importo elevato è risalito al livello di 200 punti base raggiunto a luglio. Lo *spread* tra i tassi sui prestiti a lungo termine di elevato ammontare e i rendimenti dei titoli di Stato a sette anni con *rating* AAA è salito dai 172 punti base di luglio ai 199 punti base di ottobre.

**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 *Misurazione del costo reale di finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro* 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 ottobre 2013 <sup>1)</sup>		
	2012 3° trim.	2012 4° trim.	2013 1° trim.	2013 2° trim.	2013 set.	2013 ott.	2012 lug.	2013 lug.	2013 set.
<b>Tassi di interesse delle IFM sui prestiti</b>									
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	3,96	3,94	3,93	3,86	3,86	3,85	-22	4	-1
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,87	3,79	3,75	3,73	3,76	3,87	-25	1	11
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	3,64	3,41	3,49	3,29	3,26	3,32	-56	5	6
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	2,21	2,28	2,12	2,16	2,15	2,23	-17	0	8
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	3,01	2,90	2,85	2,93	3,06	3,31	-2	25	25
<b>Per memoria</b>									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	0,22	0,19	0,21	0,22	0,23	0,23	-16	0	0
Rendimenti dei titoli di Stato a due anni	0,07	-0,01	0,07	0,30	0,22	0,15	17	-3	-7
Rendimenti dei titoli di Stato a sette anni	1,26	1,07	1,10	1,51	1,42	1,29	7	-5	-13

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.

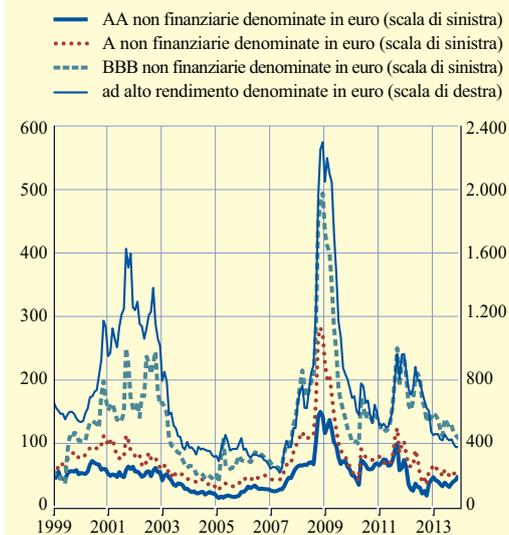
I differenziali tra il costo complessivo dei titoli delle società non finanziarie emessi sul mercato e il rendimento dei titoli di Stato a sette anni si sono contratti di 2 punti base tra luglio e ottobre, per effetto della riduzione del costo complessivo delle emissioni di debito sul mercato. Nel contempo, i differenziali delle obbligazioni societarie con *rating* BBB sono diminuiti di 17 punti base (cfr. figura 30).

### FLUSSI FINANZIARI

In un contesto di debole attività economica, la redditività delle società non finanziarie dell'area dell'euro – misurata dal tasso di crescita degli utili per azione – ha continuato a diminuire nel terzo trimestre e in particolare a ottobre e novembre 2013, quando i tassi di crescita sono scesi al -6,0 e al -7,3 per cento rispettivamente (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.

**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**

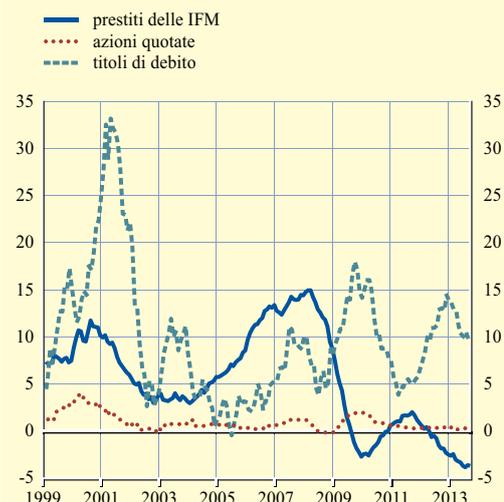
(valori percentuali in ragione d'anno; dati mensili)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

**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.

Il tasso di variazione sui dodici mesi del finanziamento esterno delle imprese è rimasto inferiore a zero per il quarto mese consecutivo, il che dimostra che la riduzione della leva finanziaria prosegue. I prestiti delle IFM alle società non finanziarie hanno continuato a contrarsi, portandosi al -3,5 per cento del terzo trimestre dal -3,2 per cento del secondo. Dal lato della domanda, ciò è dipeso dalla debole attività economica e dalla scarsa fiducia delle imprese nonché 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 è rimasto limitato nei paesi in difficoltà. 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 9,5 per cento in settembre. 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 significativa ripresa delle emissioni di titoli a breve termine, che ha raggiunto lo 0,1 per cento dopo essere diminuita dell'8,4 per cento nel trimestre precedente. Nell'arco dello stesso periodo il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle emissioni di azioni quotate da parte delle società non finanziarie è sceso allo 0,3 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, dal -1,8 per cento nel secondo trimestre al -3,0 per cento nel terzo,

**Tavola 8 Finanziamento delle società non finanziarie**

(variazioni percentuali; dati di fine trimestre)

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

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.

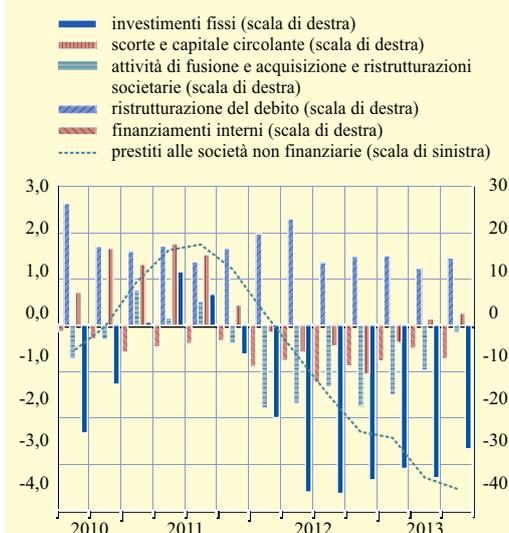
nonché a un'ulteriore riduzione dei tassi di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti a lungo termine. Il ritmo di caduta si è lievemente attenuato per le scadenze medie (cfr. tavola 8).

I risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il terzo trimestre del 2013 rivelano un calo sostanzialmente invariato della domanda netta di prestiti da parte di società non finanziarie rispetto al secondo trimestre (cfr. figura 33). Tuttavia, l'analisi dei contributi dei fattori suggerisce che le necessità di finanziare gli investimenti fissi e le fusioni e acquisizioni così come 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 di credito alle società non finanziarie è lievemente diminuito nel terzo trimestre. Le banche dell'area dell'euro hanno dichiarato che, per la prima volta dal terzo trimestre

**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.

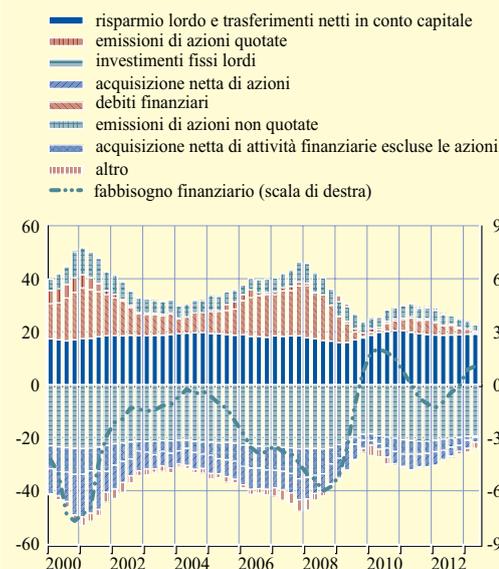
Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo alla crescita della domanda e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo alla diminuzione. Le variabili che fanno riferimento alla scala di destra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

del 2009, il loro costo della raccolta e i vincoli di bilancio hanno contribuito in media a un lieve allentamento netto dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese. Il rischio dei prenditori e l'incertezza macroeconomica sono rimasti i principali fattori alla base delle motivazioni delle politiche di credito, sebbene il loro impatto sull'irrigidimento netto dei criteri di credito sia ulteriormente diminuito nel terzo trimestre rispetto al precedente. Per il quarto trimestre del 2013 le banche si attendono una riduzione dell'inaspimento netto dei criteri di concessione del credito alle imprese.

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 0,9 per cento del quarto trimestre del 2012 all'1,1 per cento del secondo trimestre di quest'anno (cfr. figura 34). Tale aumento ha riflesso principalmente un calo nelle acquisizioni nette di azioni e strumenti finanziari e un aumento delle emissioni di azioni non quotate.

**Figura 34 Risparmio, finanziamento e investimenti delle società non finanziarie**

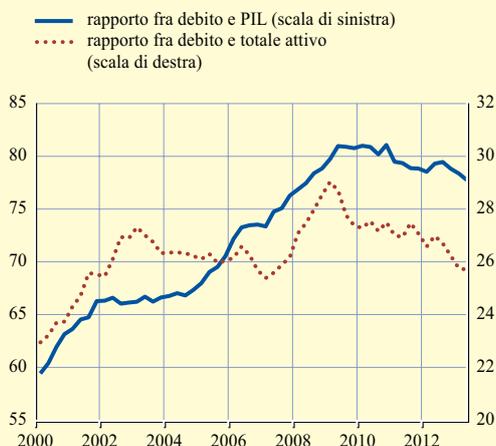
(totale mobile di quattro trimestri; in percentuale del valore aggiunto lordo)



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**

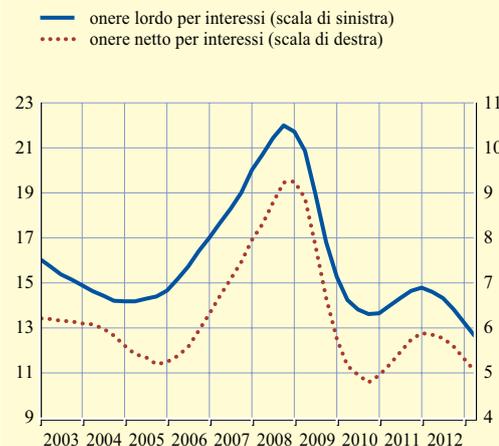
(valori percentuali)



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.

**Figura 36 Onere per interessi delle società non finanziarie**

(somma mobile per 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.

## POSIZIONE FINANZIARIA

In base ai dati contabili integrati dell'area dell'euro, l'indebitamento del settore delle società non finanziarie è diminuito leggermente nel secondo trimestre. Il rapporto fra debito e PIL è sceso ulteriormente dal 78,4 per cento del primo trimestre del 2013 al 77,7 per cento del secondo e il rapporto fra debito e attività finanziarie è sceso dal 25,8 al 25,7 per cento. Sebbene le variazioni siano relativamente limitate se confrontate con i picchi registrati, si sono comunque verificate nonostante la debolezza dell'attività economica. Nel contempo, gli oneri finanziari lordi per il pagamento di interessi delle società non finanziarie hanno continuato a ridursi leggermente nel secondo trimestre, portandosi al 12,6 per cento rispetto al loro margine operativo lordo dal 13,2 per cento del primo trimestre (cfr. figura 36).

## 2.7 FLUSSI FINANZIARI E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE

*Nel terzo trimestre del 2013 le condizioni di finanziamento delle famiglie dell'area dell'euro sono state caratterizzate da tassi sui prestiti bancari sostanzialmente stabili, a fronte di una persistente forte eterogeneità tra paesi e strumenti. 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 allo 0,3 per cento in ottobre. I dati più recenti continuano quindi a indicare un andamento moderato dell'indebitamento delle famiglie, principalmente dovuto alla debolezza dei mercati immobiliari residenziali, alle prospettive economiche incerte, all'elevata disoccupazione nonché, in un'ottica di medio periodo, alla necessità di correggere gli eccessi del passato in termini di accumulo di debito (specie in alcuni paesi dell'area dell'euro). Al tempo stesso, i flussi mensili dei prestiti delle IFM alle famiglie sono stati di entità lievemente maggiore nel terzo trimestre rispetto alla prima metà dell'anno. Inoltre, l'indagine sul credito bancario di ottobre indica che le banche si aspettano un ulteriore aumento della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni nel quarto trimestre. Si stima che il rapporto fra debito e reddito lordo disponibile delle famiglie sia rimasto stabile nel terzo trimestre a un livello in linea con quelli osservati dalla metà del 2010. Anche gli oneri per interessi delle famiglie sarebbero rimasti sostanzialmente invariati nel trimestre.*

## CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

Nel complesso, il costo del finanziamento delle famiglie dell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato nel terzo trimestre. Considerando le singole componenti, solo i tassi di interesse sui mutui a medio e lungo termine per l'acquisto di abitazioni e quelli sui prestiti al consumo a breve termine hanno registrato modesti incrementi. 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.

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 secondo trimestre. 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, tra cinque e dieci anni e oltre dieci anni) i tassi di interesse sono lievemente aumentati, pur rimanendo bassi in termini storici (cfr. figura 37). In ottobre i tassi di interesse sono rimasti sostanzialmente invariati su tutte le scadenze rispetto a settembre.

Per quanto riguarda i nuovi prestiti al consumo, nel terzo trimestre si sono registrati lievi aumenti dei tassi di interesse per i prestiti a più breve termine, mentre quelli per i prestiti a medio e lungo termine (che sono gli strumenti più frequentemente usati) sono rimasti sostanzialmente invariati. In ottobre i

tassi di interesse sui prestiti a breve termine sono lievemente diminuiti, mentre sulle altre scadenze sono rimasti sostanzialmente invariati rispetto a settembre.

I risultati dell'indagine sul credito bancario di ottobre indicano che l'inasprimento netto dei criteri per la concessione di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si è ulteriormente ridotto. Nel contempo, i criteri di concessione applicati al credito al consumo hanno registrato un modesto irrigidimento netto. Con riferimento ai mutui per l'acquisto di abitazioni, l'inasprimento netto derivante dai costi di provvista e dai vincoli di bilancio delle banche è stato controbilanciato da un allentamento delle pressioni all'inasprimento in relazione allo scenario economico e alle prospettive del mercato immobiliare residenziale. Per quanto riguarda i prestiti al consumo, le pressioni originate dal costo di provvista e dai vincoli di bilancio sono rimaste pressoché invariate nel trimestre, mentre la percezione del rischio delle banche ha contribuito meno all'inasprimento netto e le pressioni concorrenziali hanno agito in direzione di un allentamento netto. La maggior parte dei termini e delle condizioni applicati ai mutui sono stati inaspriti in misura minore o persino allentati, mentre quelli applicati ai prestiti al consumo sono rimasti invariati. Per maggiori dettagli si rimanda al riquadro *Risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il terzo trimestre del 2013* nel numero di novembre 2013 di questo Bollettino.

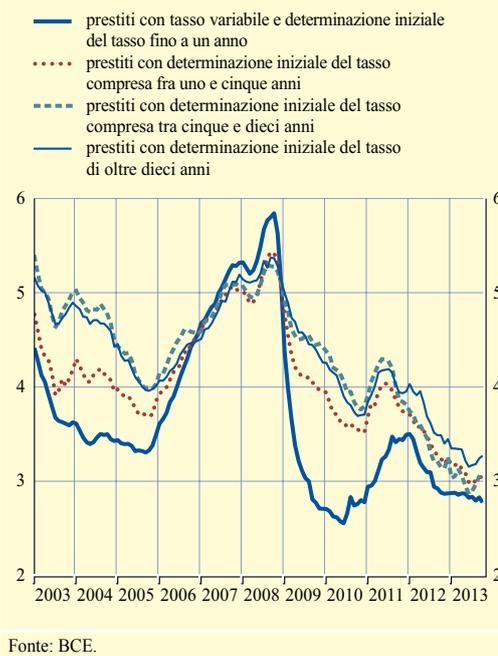
## FLUSSI FINANZIARI

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 secondo trimestre del 2013 (il periodo più recente per il quale sono disponibili dati sui conti dell'area dell'euro) a causa di un rallentamento dell'attività di prestito da parte delle IFM. Di conseguenza, nel secondo trimestre i prestiti totali concessi alle famiglie sono diminuiti dello 0,2 per cento sul periodo corrispondente, dopo essere rimasti invariati nel trimestre precedente. Le stime per il terzo trimestre segnalano un'ulteriore flessione dei prestiti totali alle famiglie, benché di entità leggermente inferiore (cfr. figura 38). La crescita negativa nel secondo trimestre è principalmente ascrivibile ai prestiti concessi da intermediari diversi dalle IFM, il cui tasso di crescita sui dodici mesi è rimasto negativo nel secondo trimestre (al -1,4 per cento), benché in misura minore rispetto al primo (quando si era collocato al -2,1 per cento), per effetto di un incremento dell'attività di cessione e cartolarizzazione, che spesso dà luogo al trasferimento dei prestiti alle famiglie fra il settore delle IFM e quello degli intermediari finanziari non monetari, oltre che delle assicurazioni e dei fondi pensione (settore degli altri intermediari finanziari).

In base ai dati delle IFM già disponibili per il terzo trimestre e per il mese di ottobre, la crescita dei prestiti alle famiglie dell'area dell'euro si è 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 terzo trimestre che in ottobre, rimanendo

**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)



sostanzialmente invariato dall'inizio dell'anno, a conferma del fatto che l'attività di erogazione è rimasta pressoché stabile su livelli contenuti (per ulteriori dettagli, cfr. la sezione 2.1).

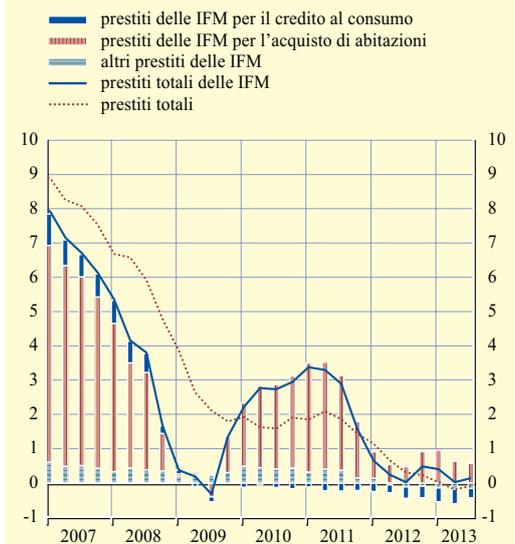
Considerando una scomposizione dei prestiti per finalità, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM per l'acquisto di abitazioni (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) si è collocato all'1,2% in ottobre, invariato rispetto a giugno e in linea con la generale stabilizzazione osservata dalla primavera. I flussi dei prestiti per l'acquisto di abitazioni hanno continuato a rappresentare la quota maggiore del credito delle IFM alle famiglie, mentre tutte le altre tipologie di prestiti alle famiglie hanno seguito a contrarsi. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente del credito al consumo è sceso ulteriormente, collocandosi al -3,1 per cento in ottobre, in calo dal -2,6 per cento di luglio, proseguendo la tendenza negativa osservata 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, è rimasto negativo (come già dal giugno 2012), portandosi al -1,4 per cento in ottobre, in calo dal -0,8 per cento di luglio.

La debole crescita del credito delle IFM alle famiglie è principalmente riconducibile alla persistente debolezza dei mercati immobiliari residenziali, alle prospettive economiche incerte e all'elevata disoccupazione. In un'ottica di medio periodo, tuttavia, riflette anche la necessità di correggere gli eccessi del passato in termini di accumulo di debito (specie in alcuni paesi dell'area dell'euro), che continuano a pesare sulla domanda di prestiti. Al tempo stesso, l'indagine sul credito bancario di ottobre evidenzia che le banche hanno segnalato un aumento netto della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni nel terzo trimestre (per la prima volta dal quarto trimestre del 2010), a indicazione di un graduale miglioramento delle prospettive del mercato immobiliare residenziale. Anche per il credito al consumo è stato rilevato un modesto incremento, principalmente dovuto alla spesa per beni durevoli. In prospettiva, le banche prevedono ulteriori aumenti netti della domanda di prestiti sia al consumo sia per l'acquisto di abitazioni.

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 secondo trimestre (in lieve flessione rispetto al trimestre precedente; cfr. figura 39). Ciò è ascrivibile alle riduzioni dei contributi forniti dagli investimenti delle famiglie in valute e depositi nonché in azioni e altre partecipazioni. Per contro, il contributo degli investimenti in riserve tecniche di assicurazione è aumentato leggermente, mentre quello degli investimenti in titoli di debito è rimasto invariato su livelli negativi. Nel complesso, il protratto rallentamento osservato dalla metà del 2010 nell'accumulo di attività finanziarie delle famiglie rispecchia i deboli andamenti dei redditi, un risparmio negativo e, specie in alcuni paesi, la spinta verso la riduzione dell'indebitamento.

**Figura 38 Prestiti totali concessi alle famiglie**

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



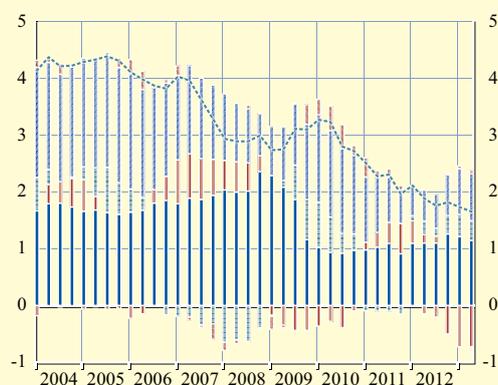
Fonte: BCE.

Note: i prestiti totali includono i prestiti concessi alle famiglie da tutti gli altri settori istituzionali, compreso il resto del mondo. Per il quarto 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.

**Figura 39 Investimenti finanziari delle famiglie**

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

- banconote, monete e depositi
- titoli di debito, esclusi i prodotti finanziari derivati
- azioni e altre partecipazioni
- riserve tecniche di assicurazione
- altro <sup>1)</sup>
- - - attività finanziarie totali

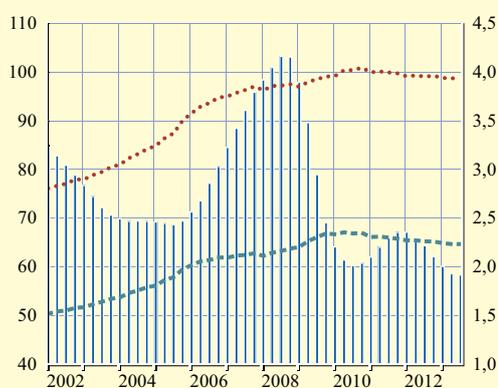


Fonti: BCE ed Eurostat.  
1) Comprende prestiti e altri conti attivi.

**Figura 40 Debito delle famiglie e pagamenti per interessi**

(valori percentuali)

- oneri per pagamento di interessi in percentuale del reddito lordo disponibile (scala di destra)
- rapporto fra debito delle famiglie e reddito lordo disponibile (scala di sinistra)
- - - rapporto fra debito delle famiglie e PIL (scala di sinistra)



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.

**POSIZIONE FINANZIARIA**

L'indebitamento delle famiglie si è stabilizzato su un livello elevato nell'area dell'euro. Più in particolare, nel terzo trimestre il rapporto fra il debito delle famiglie e il reddito disponibile lordo nominale è rimasto stabile al 98,8 per cento (cfr. figura 40), prossimo ai livelli registrati a partire dalla metà del 2010. Analogamente, gli oneri per interessi del settore sarebbero rimasti grosso modo stabili all'1,9 per cento del reddito disponibile nel terzo trimestre, dopo essersi ridotti gradualmente tra l'inizio del 2012 e l'inizio del 2013. Il rapporto fra debito delle famiglie e PIL è stimato al 64,7 per cento nel terzo trimestre, sostanzialmente invariato rispetto al trimestre precedente.

**Riquadro 4**

**CONTRIBUTI SETTORIALI AL RIEQUILIBRIO NELL'AREA DELL'EURO**

Basandosi sui conti settoriali, questo riquadro analizza il riequilibrio dei conti correnti all'interno dell'area dell'euro. Costituisce l'aggiornamento di un'analogo analisi presentata nel febbraio 2012 <sup>1)</sup>. I conti settoriali sono aggregati per due gruppi di paesi dell'area, che comprendono da un lato le economie che avevano registrato avanzi di conto corrente per un periodo di cinque anni fino allo scoppio della crisi finanziaria nel 2007 e, dall'altro, quelle che avevano registrato disavanzi di conto corrente. Il "gruppo con avanzi esterni" è costituito da Belgio, Germania,

1) Cfr. il riquadro *Gli squilibri all'interno dell'area dell'euro nella prospettiva dei conti settoriali*, nel numero di febbraio 2012 di questo Bollettino.

Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria e Finlandia e il “gruppo con disavanzi esterni” da Irlanda, Estonia, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Cipro, Malta, Portogallo, Slovacchia e Slovenia. Questo raggruppamento consente di desumere e presentare più facilmente alcuni fatti stilizzati comuni<sup>2)</sup>.

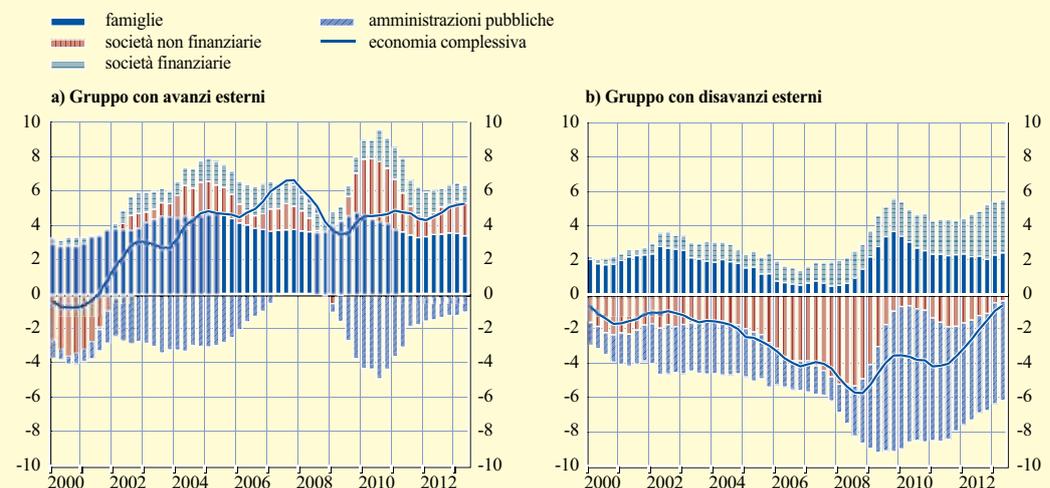
Partendo dall'identità di base della contabilità nazionale, in cui il conto corrente è uguale al saldo tra il risparmio e l'investimento dell'intera economia, il riquadro mostra come il riequilibrio dal 2008 del conto corrente all'interno dell'area dell'euro sia ascrivibile alla contrazione degli investimenti, a fronte di un modesto aumento del risparmio. In particolare, rispetto al gruppo con avanzi esterni, in quello con disavanzi esterni il risparmio delle imprese è rimasto depresso e i margini societari, che erano stati modesti o in calo fino al 2008, hanno continuato a diminuire. La convergenza del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) è stata limitata nonostante i significativi progressi nei paesi soggetti a programmi di sostegno.

### Evoluzione dell'accreditamento netto/indebitamento netto

La figura A mostra, per ciascun gruppo, la dinamica dell'accreditamento/indebitamento netto dell'economia nel suo insieme (essenzialmente il conto corrente), secondo la tradizionale scomposizione per settore (che contempla famiglie, società non finanziarie (SNF), amministrazioni pubbliche e società finanziarie).

**Figura A Accredimento netto/indebitamento netto per settore**

(somma mobile di quattro trimestri; percentuali del PIL)



Fonti: Eurostat e BCE.

Nota: l'accreditamento netto/indebitamento netto riportato nelle figure è stato corretto in modo da escludere le “acquisizioni al netto delle dismissioni di attività non finanziarie non prodotte” (al fine di evitare le distorsioni causate dagli ingenti proventi derivanti dalla vendita delle licenze di telefonia mobile UMTS nel 2000).

- 2) Come ogni criterio di raggruppamento ha limiti evidenti, ma questi ultimi non inficiano l'impostazione generale di questo esercizio. Ad esempio, i gruppi sono alquanto eterogenei e comprendono paesi con ampi disavanzi (o avanzi) esterni al punto di massimo del ciclo e paesi con saldi di conto corrente più vicini all'equilibrio. I paesi all'interno di un gruppo possono inoltre presentare differenze considerevoli in relazione ad altri indicatori, come la situazione di bilancio pubblico o la presenza di fasi alterne del ciclo in alcuni mercati, ecc.. In particolare, la composizione del gruppo è strettamente connessa al periodo di riferimento e potrebbe variare nel tempo. La Germania, ad esempio, si sarebbe trovata nel “gruppo con disavanzi esterni” se un esercizio analogo fosse stato condotto nei primi anni duemila, mentre Italia e Francia nello stesso periodo sarebbero rientrate nel “gruppo con avanzi esterni”. Ciò dimostra che all'interno dell'unione monetaria si verificano nel tempo correzioni e inversioni degli squilibri.

pubbliche e imprese finanziarie)<sup>3)</sup>. Nel gruppo con avanzi esterni (figura A(a)), i saldi di conto corrente si sono deteriorati tra il 2007 e il 2009, per poi migliorare soprattutto a partire dal 2011. Il miglioramento è principalmente attribuibile all'andamento del saldo delle SNF (rimasto in un'inconsueta posizione di avanzo finanziario durante quasi tutto il periodo 2002-2013) e alla correzione dei disavanzi del settore delle amministrazioni pubbliche.

Una correzione dei saldi di conto corrente dei paesi con disavanzi esterni (figura A(b)) è iniziata nel 2009, con un'accelerazione dal 2011<sup>4)</sup>. Dopo l'insolvenza di Lehman Brothers, le SNF hanno registrato una brusca riduzione del loro indebitamento netto nel 2009 (con un'inversione rispetto al forte incremento fino al 2008) e una successiva stabilizzazione su livelli più bassi. I surplus del settore delle famiglie hanno segnato un marcato recupero dai loro minimi nel 2008 e sono rimasti relativamente stabili a partire dal 2010. Per quanto riguarda il settore delle amministrazioni pubbliche, la limitata riduzione del disavanzo osservato di recente nei paesi con disavanzi esterni riflette in parte l'impatto delle ingenti ricapitalizzazioni bancarie effettuate da alcuni governi (per un totale di 61 miliardi di euro, equivalente all'1,4 per cento del PIL, nell'anno fino al secondo trimestre del 2013), che a sua volta spiega il crescente accreditamento netto delle società finanziarie.

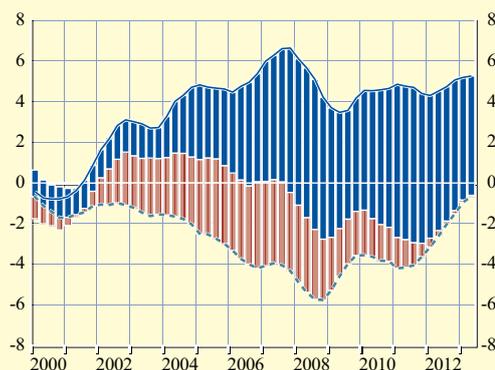
### Scomposizione del differenziale di conto corrente tra risparmio e investimenti

La figura B illustra l'andamento del conto corrente (accreditamento/indebitamento netto) di ciascun gruppo e il contributo al differenziale nei saldi di conto corrente dei differenziali nei tassi di risparmio e di investimento (tra i due gruppi)<sup>5)</sup>. La riduzione del differenziale di conto corrente dal massimo registrato nel secondo trimestre del 2008 è essenzialmente dovuta all'eliminazione del differenziale nel tasso di investimento e in misura solo marginale (negli ultimi due anni) a una riduzione di quello nel saggio di risparmio. Quest'ultimo in percentuale del PIL ha raggiunto un punto di massimo nel terzo trimestre del 2011 (cfr. figura C); è attualmente di circa 8 punti percentuali – un differenziale simile a quello osservato nel 2007 – mentre nei primi anni duemila era vicino a zero (ossia i tassi di risparmio erano pressoché identici). Il differenziale di risparmio delle SNF tra paesi in avanzo e paesi in disavanzo ha fornito il maggiore contributo all'aumento del differenziale di risparmio complessivo negli anni 2004-2008 e, pertanto,

**Figura B Accredito netto/indebitamento netto nei gruppi con avanzi e disavanzi esterni e differenziali tra i tassi di risparmio e di investimento tra i due gruppi**

(somma mobile di quattro trimestri; percentuali del PIL)

- contributo del differenziale di tasso di risparmio (gruppo con avanzi esterni meno gruppo con disavanzi esterni)
- contributo del differenziale di tasso di investimento (gruppo con disavanzi esterni meno gruppo con avanzi esterni)
- accreditamento netto/indebitamento netto - gruppo con disavanzi esterni
- accreditamento netto/indebitamento netto - gruppo con avanzi esterni



Fonti: Eurostat e BCE

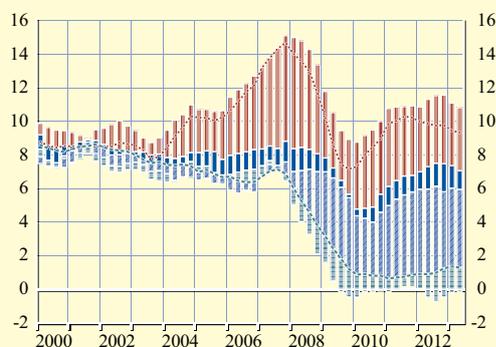
Nota: il differenziale del tasso di risparmio include i trasferimenti netti di capitale. Un tasso di investimento più elevato nel gruppo con avanzi esterni è illustrato con una barra sotto la linea inferiore.

- 3) L'accreditamento netto/indebitamento netto, o avanzo/disavanzo finanziario, di un settore corrisponde al saldo del suo conto capitale. Misura l'eccesso di risparmio e di trasferimenti netti di capitale ricevuti rispetto agli investimenti di capitale (accreditamento netto) o viceversa (indebitamento netto). Esprime la differenza tra le entrate e le uscite di ciascun settore. Corrisponde altresì al saldo del conto finanziario del settore, che misura la differenza fra le transazioni in attività e passività finanziarie.
- 4) All'interno del gruppo con disavanzi esterni, solo la Francia ha registrato un deterioramento del suo conto corrente dopo la crisi del 2008.
- 5) Dato che il saldo di conto corrente corrisponde all'eccesso di risparmio nazionale rispetto all'investimento (accumulazione di capitale), il differenziale del rapporto tra conto corrente e PIL è pari alla differenza tra i differenziali di tasso di risparmio e di tasso di investimento.

**Figura C Tassi di risparmio nei gruppi con avanzi e disavanzi esterni e differenziali tra i tassi di risparmio settoriali tra i due gruppi**

(somma mobile di quattro trimestri; percentuali del PIL)

- differenziale di risparmio delle famiglie (contributi)
- differenziale di risparmio delle SNF (contributi)
- differenziale di risparmio delle società finanziarie (contributi)
- differenziale di risparmio delle amministrazioni pubbliche (contributi)
- ⋯ risparmio complessivo - gruppo con avanzi esterni
- ⋯ risparmio complessivo - gruppo con disavanzi esterni



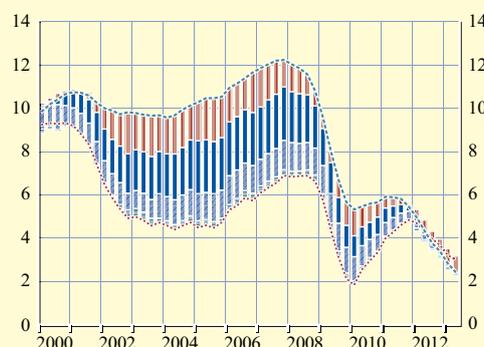
Fonti: Eurostat e BCE

Nota: i differenziali settoriali negativi per le amministrazioni pubbliche, le famiglie e le società finanziarie (ossia tassi di risparmio più elevati nel gruppo con disavanzi esterni) sono indicati con le barre sotto la linea inferiore.

**Figura D Tassi di investimento nei gruppi con avanzi e disavanzi esterni e differenziali tra i tassi di investimento settoriali tra i due gruppi**

(somma mobile di quattro trimestri; percentuali del PIL)

- differenziale di investimento delle famiglie (contributi)
- differenziale di investimento delle SNF (contributi)
- differenziale di investimento delle società finanziarie (contributi)
- differenziale di investimento delle amministrazioni pubbliche (contributi)
- ⋯ investimento complessivo - gruppo con avanzi esterni
- ⋯ investimento complessivo - gruppo con disavanzi esterni



Fonti: Eurostat e BCE

Nota: i differenziali settoriali negativi (ossia tassi di investimento più elevati nel gruppo con avanzi esterni) sono indicati con le barre sotto la linea inferiore. Laddove "investimento complessivo - gruppo con disavanzi esterni" diventa la linea più bassa, il segno dei contributi per settore è invertito.

all'ampliarsi dei differenziali di conto corrente. Tra il 2008 e il 2009 il differenziale di risparmio tra le SNF si è lievemente ridotto; successivamente il suo contributo al differenziale di risparmio dell'intera economia è rimasto sostanzialmente stabile a circa il 4 per cento del PIL. Per contro, dal 2008 è emerso un ampio differenziale nei tassi di risparmio delle amministrazioni pubbliche.

Il perdurare dei differenziali di risparmio tra le economie può essere influenzato dalle diverse fasi cicliche in cui si trovano i due gruppi di paesi e riflette quindi in parte un'attività più depressa in quelli in disavanzo, in quanto la minor crescita del PIL riduce i profitti delle imprese. Una ripresa del PIL, tuttavia, pur facendo generalmente aumentare gli utili societari, non riduce necessariamente il differenziale di risparmio tra le economie. Ciò dipende in ultima analisi, dal lato della domanda, dalle determinanti della ripresa e, dal lato dell'offerta, dall'andamento della competitività. Nel caso di una ripresa economica trainata dalla domanda interna (aumento dei consumi o degli investimenti), l'incremento atteso del risparmio delle imprese e delle amministrazioni pubbliche potrebbe non essere sufficiente a compensare il probabile deterioramento del conto corrente, dovuto all'aumento degli investimenti o al minore risparmio delle famiglie. Per contro, una ripresa basata sulle esportazioni non solo farebbe aumentare il risparmio delle imprese, ma potrebbe anche far salire quello di altri settori e determinare un ulteriore miglioramento del conto corrente. Come si vedrà di seguito, l'andamento dei salari nominali ha un'incidenza fondamentale sulla competitività, sulla profittabilità, sul risparmio delle imprese e sui saldi di conto corrente.

La figura D illustra come, dopo una rapida diminuzione del tasso di investimento nei paesi con avanzi esterni nel periodo 2001-2002, il positivo differenziale di investimento tra il gruppo con

disavanzi e quello con avanzi esterni sia rimasto elevato nel periodo che ha preceduto la crisi, evidenziando generalmente una distribuzione piuttosto uniforme tra i settori, essendo positivo sia per le amministrazioni pubbliche sia per le imprese e le famiglie. Dopo il 2008, il differenziale nei tassi di investimento si è ridotto in tutti e tre i settori, pressoché azzerandosi per le famiglie e le amministrazioni pubbliche (l'investimento delle amministrazioni pubbliche al netto del consumo di capitale fisso è diminuito nei paesi con disavanzi esterni da un massimo dell'1,4 per cento del PIL nel 2007 al -0,1 per cento nel secondo trimestre del 2013). Il differenziale positivo negli investimenti aziendali registrato fino al 2008, che non sembrava sostanzialmente dovuto ai differenziali di redditività (si veda oltre), è successivamente divenuto negativo, con un tasso di investimento netto più elevato di 0,7 punti percentuali alla fine del periodo nel gruppo con avanzi esterni rispetto a quello con disavanzi.

### Margini di impresa

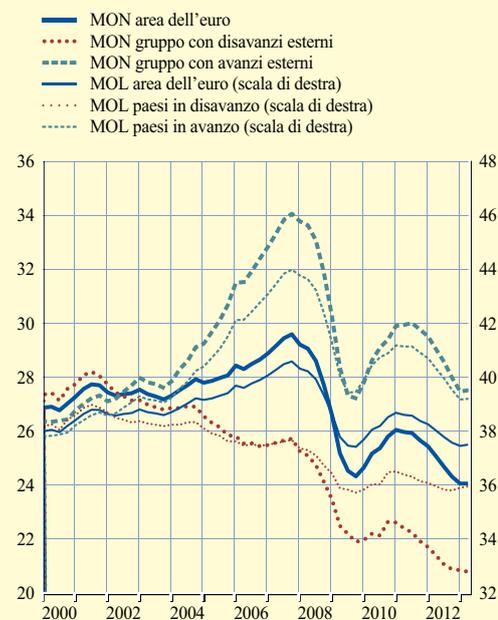
L'aumento del differenziale nei tassi di risparmio delle SNF tra i due gruppi nel periodo che ha preceduto la crisi è derivato da un incremento del differenziale dei margini di impresa e, pertanto, del differenziale di redditività (figura E). Tale differenza, misurata dal rapporto tra il margine operativo netto (MON) e il valore aggiunto, che non esisteva all'inizio dell'unione monetaria, è gradualmente salita fino a un massimo di 8,5 punti percentuali nel 2008. È diminuita a circa 5 punti percentuali nella seconda metà del 2009 e da allora è nuovamente aumentata a circa 7 punti percentuali. I margini delle imprese nel gruppo con disavanzi esterni sono quindi ancora depressi rispetto a quelli nel gruppo con avanzi esterni, il che può ostacolare una ripresa più marcata degli investimenti <sup>6)</sup>.

Oltre al rapporto tra margine operativo netto e valore aggiunto, la figura E illustra anche il rapporto tra margine operativo lordo (MOL) e valore aggiunto, una misura spesso utilizzata per rilevare i margini delle imprese. Il MOL evidenzia un andamento sostanzialmente analogo a quello del MON nei paesi in avanzo, mentre nei paesi in disavanzo non sono altrettanto simili. Nel secondo gruppo, infatti, il MON è sceso di 3 punti percentuali in più rispetto al MOL dal 2007. Attualmente il margine operativo netto è significativamente inferiore al minimo del 2009 (di oltre 1 punto percentuale), mentre il margine operativo lordo è allo stesso livello.

Nel complesso, se si utilizza il MOL, la riduzione del differenziale dei margini di profitto

**Figura E Margini operativi: rapporto tra margine operativo e valore aggiunto delle SNF**

(media mobile di quattro trimestri; percentuali)

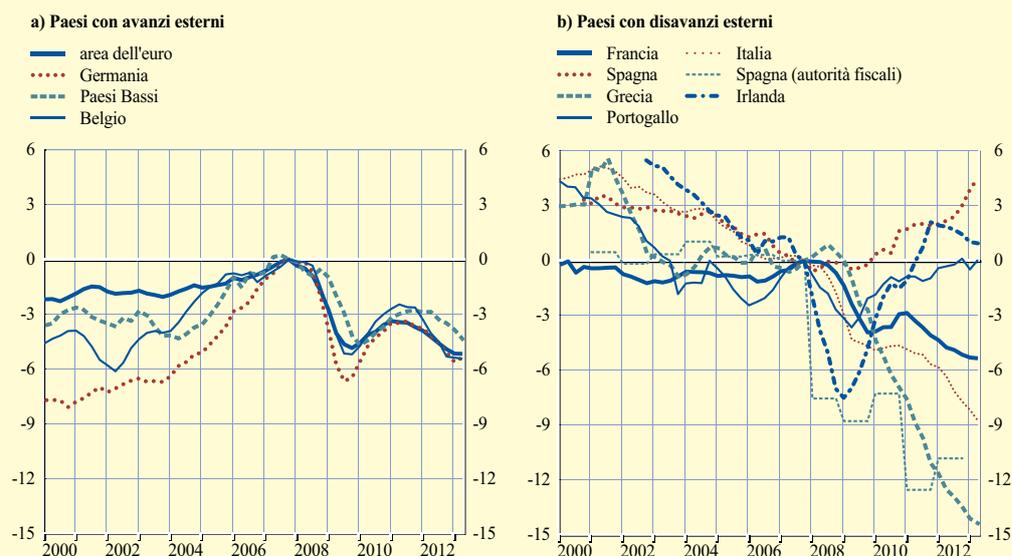


Fonti: Eurostat e BCE  
Nota: il MON è il margine operativo netto, il MOL è il margine operativo lordo.

6) È difficile isolare le dinamiche cicliche del calo dei margini di profitto medi, che possono riflettere sia effetti di volume (in presenza di costi fissi) sia effetti di prezzo (*mark-up*, ossia rapporto tra profitti e costi marginali).

**Figura F Margini operativi (ribasati al 2007) – paesi selezionati**

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat, autorità fiscali spagnole e BCE.

Nota: i margini di profitto sono definiti come rapporto tra margine operativo netto e valore aggiunto, rappresentato come deviazione dal valore relativo al 2007.

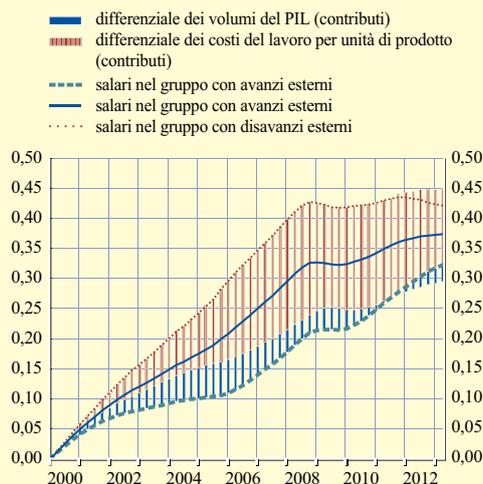
osservata tra i due gruppi è meno marcata rispetto al MON, che evidenzia un andamento degli utili più debole per i paesi in disavanzo. Ciò riflette l'incidenza degli ammortamenti, che dovrebbero essere dedotti dall'analisi della redditività<sup>7)</sup>. Quale costo fisso, l'ammortamento tende a registrare un andamento stabile lungo il ciclo economico, rendendo il MON maggiormente prociclico rispetto al MOL.

La figura F illustra il margine operativo netto delle SNF in una selezione di paesi (indici ribasati ai loro valori del 2007). I margini non evidenziano una chiara tendenza nei paesi in avanzo, mostrando un significativo incremento fino al 2008 e una flessione successivamente (grafico F(a)). In Francia, in Italia e in Grecia, invece, i margini di profitto erano modesti o in progressivo calo fino al 2008. Questo indebolimento ha accelerato dopo il 2008, facendo scendere in questi paesi i margini ai minimi attuali. Nel caso della Grecia, la marcata flessione del MON contrasta fortemente con l'incremento del MOL, in quanto l'impatto del costo fisso del capitale è particolarmente pronunciato in un contesto di attività in contrazione e di crescente consumo di capitale fisso. Per contro, in altri paesi in difficoltà i dati di contabilità nazionale evidenziano una buona tenuta dei margini, ormai tornati ai livelli pre-crisi (Portogallo, Irlanda) o persino a livelli decisamente più elevati (Spagna). Nel complesso sembra che la fase di margini in calo nel gruppo di

7) L'ammortamento, pur essendo una voce contabile, non copre le risorse liberamente disponibili e corrisponde approssimativamente ai relativi flussi di rimborso versati al prestatore (per gli investimenti finanziati con il ricorso al debito). In altre parole, l'ammortamento fornisce una misura dell'investimento di sostituzione necessario a preservare lo stock di capitale. Mentre il margine operativo lordo fornisce probabilmente una misura migliore del *cash flow*, il margine operativo netto misura meglio la redditività dell'attivo (*return on assets*). Si veda anche il riquadro *Come i profitti influenzano le pressioni interne sui prezzi nell'area dell'euro* nel numero di marzo 2013 di questo Bollettino.

**Figura G Monte salari (nei gruppi in disavanzo e in avanzo) e contributi del CLUP e differenziale tra volumi del PIL e monte salari**

(indice: marzo 2000=0)

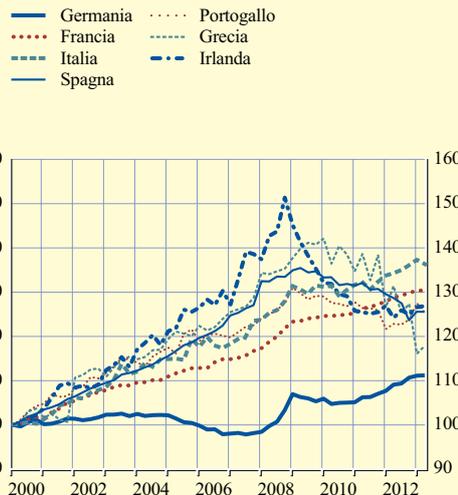


Fonti: Eurostat e BCE.

Nota: l'indice è riportato per l'economia complessiva e presentato come logaritmo (per assicurare l'additività dei contributi).

**Figura H Costi per unità di lavoro (economia complessiva) per paesi selezionati**

(indice: 1° trim. 2000 = 100)



Fonti: Eurostat e BCE.

Nota: l'indice è riportato per l'economia complessiva.

paesi con disavanzi esterni sia perlopiù dovuta agli andamenti in Francia, Italia e Grecia, nonché in Spagna se si considerano dati provenienti da fonti alternative<sup>8)</sup> (figura F(b)).

### I costi del lavoro

La diversa redditività tra i due gruppi è dovuta a differenze nell'ammontare dei redditi da lavoro dipendente pagati dalle imprese. La figura G mostra (per l'intera economia) la dinamica del monte salari nei due gruppi, nonché i contributi al relativo differenziale da parte del PIL reale e dei differenziali di CLUP. Dopo aver raggiunto un differenziale massimo tra i due gruppi di quasi 30 punti percentuali nel 2008, il monte salari ha evidenziato una tendenza alla convergenza. Essa, tuttavia, è stata finora determinata meno dalla convergenza dei prezzi (CLUP) che non dalla dinamica dei volumi (prodotto). La limitata convergenza del CLUP tra i due gruppi, nonostante un significativo aggiustamento dello stesso nei paesi soggetti a programmi di sostegno, è principalmente dovuta al mancato aggiustamento in Italia e in Francia (figura H).

### Conclusioni

Nel complesso, questo riquadro mostra come la significativa correzione dei differenziali di conto corrente tra i paesi con avanzi esterni e quelli con disavanzi esterni osservata dal 2009 sia principalmente ascrivibile alla riduzione del differenziale nei tassi di investimento anziché a quello

8) Informazioni alternative basate sul database pubblico delle autorità fiscali spagnole evidenziano un calo significativo del margine operativo lordo delle imprese nel periodo 2007-2012, nonostante le note differenze concettuali nella definizione di margine operativo tra contabilità nazionale e contabilità aziendale.

nei tassi di risparmio, che rimane ampio. In particolare, il differenziale di risparmio delle SNF tra i paesi in avanzo e quelli in disavanzo è diminuito in misura solo marginale finora, riflettendo una redditività persistentemente più debole (misurata dal rapporto tra margine operativo netto e valore aggiunto) nel gruppo in deficit rispetto ai paesi in surplus, in connessione a un aggiustamento limitato del costo del lavoro.

### 3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione sui dodici mesi nell'area dell'euro misurata sullo IAPC è aumentata allo 0,9 per cento in novembre dallo 0,7 di ottobre. L'incremento, sostanzialmente in linea con le attese, ha rispecchiato in particolare un effetto base al rialzo nei prezzi dell'energia e un incremento dell'inflazione dei servizi. In base ai prezzi correnti dei contratti future per l'energia, ci si attende che nei prossimi mesi il tasso di inflazione sul periodo corrispondente rimanga attorno ai livelli attuali. Nel medio termine le pressioni di fondo sui prezzi nell'area dell'euro dovrebbero rimanere contenute. Al tempo stesso, le aspettative di inflazione per l'area dell'euro nel medio-lungo periodo continuano a essere saldamente ancorate, in linea con l'obiettivo di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento.

Questa valutazione si riflette anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema per il mese di dicembre, che prevedono un'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC dell'1,4 per cento nel 2013, dell'1,1 nel 2014 e dell'1,3 nel 2015. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche di settembre 2013 degli esperti della BCE, quelle per l'inflazione dello stesso anno sono state corrette al ribasso di 0,1 punti percentuali e quelle per il 2014 sono state riviste al ribasso di 0,2 punti percentuali. I rischi per le prospettive sull'andamento dei prezzi sarebbero 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 nel corso del 2013, a un ritmo lievemente più sostenuto delle attese (cfr. tavola 9 e figura 41). Ciò è attribuibile principalmente al forte calo dell'inflazione dei beni energetici rispetto agli alti valori registrati nel 2011 e nel 2012. Nei mesi recenti anche l'inflazione dei prodotti alimentari è diminuita piuttosto rapidamente dai livelli elevati osservati nella prima parte dell'anno, concorrendo ulteriormente al calo dell'inflazione complessiva. La dinamica dell'inflazione nei mesi più recenti è stata determinata da fattori temporanei quali l'esaurirsi degli effetti delle misure di risanamento

**Tavola 9 Andamenti dei prezzi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

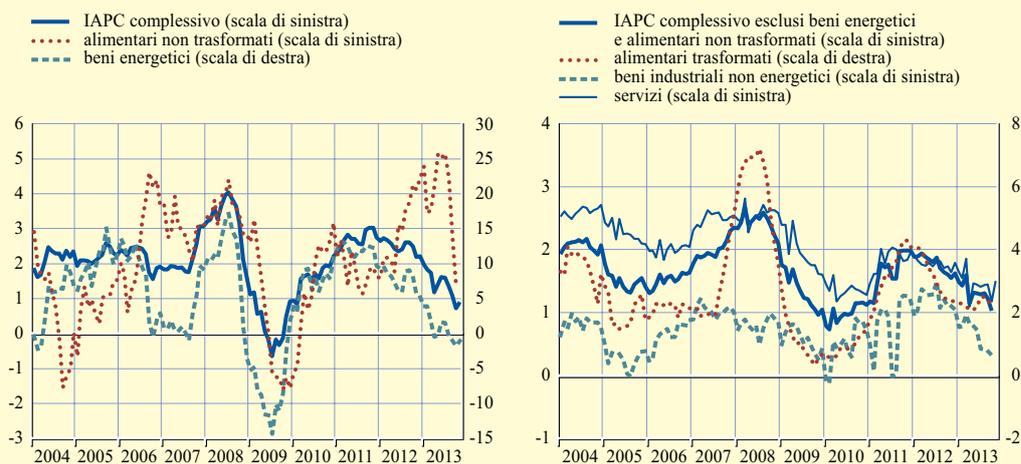
	2011	2012	2013 giu.	2013 lug.	2013 ago.	2013 set.	2013 ott.	2013 nov.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti<sup>1)</sup></b>								
Indice complessivo	2,7	2,5	1,6	1,6	1,3	1,1	0,7	0,9
Beni energetici	11,9	7,6	1,6	1,6	-0,3	-0,9	-1,7	-1,1
Beni alimentari	2,7	3,1	3,2	3,5	3,2	2,6	1,9	1,6
Alimentari non trasformati	1,8	3,0	5,0	5,1	4,4	2,9	1,4	.
Alimentari trasformati	3,3	3,1	2,1	2,5	2,5	2,4	2,2	.
Beni industriali non energetici	0,8	1,2	0,7	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
Servizi	1,8	1,8	1,4	1,4	1,4	1,4	1,2	1,5
<b>Altri indicatori di prezzi</b>								
Prezzi alla produzione nell'industria	5,7	2,8	0,1	0,0	-0,9	-0,9	-1,4	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	79,7	86,6	78,3	81,9	82,6	83,0	80,0	80,0
Prezzi delle materie prime non energetiche	12,2	0,5	-7,4	-12,2	-12,9	-12,9	-12,2	-11,7

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

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

**Figura 41 Dinamica delle principali componenti dello IAPC**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

dei conti pubblici attuate un anno prima in molti paesi dell'area dell'euro. Di recente, anche la stagnazione dei prezzi delle materie prime petrolifere e non petrolifere espressi in euro ha contribuito alla flessione dell'inflazione armonizzata. Nel contesto della debole attività economica, l'inflazione è diminuita anche al netto delle componenti volatili dei beni alimentari ed energetici.

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC è aumentata dallo 0,7 per cento di ottobre allo 0,9 di novembre, per effetto di un incremento del tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi delle componenti dell'energia e dei servizi, dovuto prevalentemente a fattori tecnici (cfr. tavola 9). L'accelerazione dei prezzi degli energetici è ascrivibile a un effetto base al rialzo, mentre quella dei prezzi dei servizi riflette variazioni nelle modalità di rilevazione dei prezzi per lo IAPC in Germania.

Riguardo alle principali componenti dello IAPC, l'inflazione dei beni energetici è notevolmente diminuita durante il 2013, a causa dell'effetto congiunto della flessione dei corsi petroliferi espressi in dollari statunitensi e dell'apprezzamento dell'euro. Nei mesi recenti la compressione dei margini di raffinazione ha contribuito alla generale tendenza al ribasso, che ha mostrato ciò nonostante una certa volatilità a causa della dinamica delle quotazioni petrolifere nonché di effetti base positivi e negativi. Nell'ottobre 2012 il tasso di variazione sui dodici mesi della componente energetica ha cominciato a ridursi gradualmente, entrando in territorio negativo tra aprile e maggio 2013, quando è sceso rispettivamente dello 0,4 e dello 0,2 per cento. In giugno, un marcato effetto base ha riportato il tasso in esame fino all'1,6 per cento, livello che ha mantenuto in luglio per poi ritornare negativo in agosto. In settembre e ottobre, l'inflazione dei beni energetici è diminuita rispettivamente dello 0,9 e dell'1,7 per cento. Quanto alle principali voci di questa componente, in ottobre (l'ultimo mese per cui sono disponibili dinamiche dettagliate) il tasso di variazione dei prezzi dei carburanti per autotrazione e di altri carburanti liquidi è sceso in misura consistente, mentre i prezzi dell'elettricità hanno registrato tassi di crescita superiori rispetto a settembre. La stima preliminare dell'Eurostat indica un calo sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici dell'1,1 per cento in novembre, inferiore al -1,7 per cento di ottobre, principalmente a causa di un effetto base positivo.

L'inflazione dei beni alimentari, dopo essere rimasta su un livello elevato attorno al 3 per cento per tutti i primi otto mesi del 2013, è diminuita sensibilmente in settembre e ottobre, con il venir meno del precedente impatto al rialzo delle avverse condizioni meteorologiche sui prezzi degli ortofrutticoli. In settembre è scesa al 2,6 per cento e in ottobre ancora all'1,9 per cento. La principale determinante alla base di questi andamenti è stata la componente degli alimentari freschi: aumentata a un tasso di circa il 5 per cento sui dodici mesi nella prima metà dell'anno, questa ha costituito la componente principale del paniere IAPC che ha mostrato la crescita più rapida. In maggio e luglio ha raggiunto il 5,1 per cento, il livello più elevato in oltre un decennio. A partire da agosto, ha iniziato a scendere rapidamente, raggiungendo l'1,4 per cento in ottobre. Per contro, l'inflazione degli alimentari trasformati è gradualmente diminuita dall'autunno 2011, attestandosi al 2,1 per cento nell'aprile 2013. È quindi rimasta su questo livello in maggio e giugno, per poi aumentare al 2,5 per cento in luglio e agosto, per effetto soprattutto di un'impennata del tasso di variazione annuale dei prezzi dei tabacchi. In ottobre è scesa nuovamente al 2,2 per cento, livello identico a quello della prima metà dell'anno. In novembre, secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione del totale dei beni alimentari, in cui rientrano i prezzi degli alimentari trasformati e non trasformati, è ulteriormente diminuita all'1,6 per cento.

L'inflazione misurata sullo IAPC è diminuita nel 2013 anche al netto delle componenti volatili dei beni alimentari ed energetici, ancorché in misura decisamente inferiore rispetto all'inflazione complessiva. Mentre aveva registrato una media dell'1,5 per cento nel 2012, l'inflazione armonizzata al netto di tali voci è scesa a tassi prossimi all'1,0 per cento nei mesi recenti. Nel riquadro 5 si analizza se gli indici che escludono alcune voci dal paniere IAPC possano essere considerate misure dell'inflazione di fondo. L'analisi esamina il periodo 1999-2013 e valuta i risultati di vari sottoindici dello IAPC a fronte di una serie di criteri per una misura dell'inflazione di fondo priva di distorsioni. Si conclude che nessuna delle voci analizzate nello studio può essere considerata una misura soddisfacente dell'inflazione di fondo, dal momento che esse non segnalano in maniera adeguata la dinamica dei prezzi nel medio periodo rilevante ai fini della politica monetaria. Ciò detto, il monitoraggio dei sottoindici dello IAPC, in quanto meno volatili, fornisce ulteriori informazioni sulle determinanti che sono alla base della dinamica dell'inflazione complessiva.

Le altre principali componenti del paniere IAPC al netto dei prodotti alimentari ed energetici, ossia i beni industriali non energetici e i servizi, hanno registrato recentemente tassi di incremento sui dodici mesi inferiori alle attese, per effetto di una domanda nel complesso modesta. L'inflazione dei prezzi dei beni industriali non energetici, dopo aver mostrato una certa volatilità all'inizio del 2013, ha oscillato da luglio attorno livelli piuttosto bassi, collocandosi in ottobre allo 0,3 per cento. L'andamento è attribuibile ai tassi di variazione tendenziali molto bassi, e talvolta addirittura negativi, dei prezzi di abbigliamento e calzature, dovuti all'impatto dei saldi stagionali invernali ed estivi. Più in generale, le condizioni di debolezza della domanda hanno continuato a frenare i prezzi dei beni industriali non energetici, specie di quelli durevoli quali gli autoveicoli. In novembre, l'inflazione dei beni industriali non energetici è rimasta invariata allo 0,3 per cento, secondo la stima preliminare dell'Eurostat.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei servizi, maggiore componente del paniere IAPC, è rimasto sostanzialmente invariato per la maggior parte del 2013. Dopo un periodo di volatilità a marzo e ad aprile dovuto alla cadenza delle festività pasquali, l'inflazione dei servizi si è stabilizzata all'1,4 per cento da giugno a settembre. È poi diminuita all'1,2 per cento in ottobre in seguito alla flessione dei tassi di variazione dei prezzi di comunicazioni, trasporti e altri servizi, nonché dei servizi ricreativi e personali. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione dei servizi è aumentata all'1,5 per cento in novembre per effetto delle menzionate modifiche alle modalità di rilevazione dei prezzi per lo IAPC in Germania, il cui impatto dovrebbe essere riassorbito in dicembre.

## I SOTTOINDICI DELLO IAPC MISURANO L'INFLAZIONE DI FONDO?

La definizione della stabilità dei prezzi nella politica monetaria della BCE include un riferimento strategico all'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sullo IAPC ma nel bollettino mensile sono regolarmente presenti anche dati riguardanti i sottoindici dello IAPC, ovvero lo IAPC al netto dell'energia, lo IAPC al netto di energia e beni alimentari e lo IAPC al netto di energia, beni alimentari e variazioni delle imposte indirette. Queste componenti possono a volte contribuire a spiegare i fattori trainanti della dinamica complessiva dei prezzi. Il quesito è quindi se i tassi di variazione dei sottoindici possano essere trattati come misure dell'inflazione di fondo. Questo riquadro fornisce un riepilogo dei criteri tipici di una misura dell'inflazione di fondo e un'analisi dei sottoindici dello IAPC in base a tali criteri.

### Il concetto di inflazione di fondo

Non esiste una definizione ampiamente condivisa del concetto di inflazione di fondo, o inflazione strutturale<sup>1)</sup>. Si sostiene, in pratica, che una misura dell'inflazione di fondo debba separare le componenti transitorie dell'inflazione da quelle più persistenti, dal momento che queste ultime forniscono indicazioni meno rumorose degli sviluppi dell'inflazione corrente e futura. Questo requisito generale è stato tradotto in una serie di criteri che hanno a che fare con la capacità di registrare gli andamenti dell'inflazione o di fare previsioni per l'inflazione complessiva<sup>2)</sup>.

Sono state proposte diverse misure dell'inflazione di fondo, comprese alcune basate sull'esclusione permanente di determinate voci dall'indice complessivo dei prezzi al consumo e si è osservato come tali misure spesso violino i criteri principali dell'inflazione di fondo e come, in base a tutti i criteri applicati, nessuna misura presa singolarmente sia superiore alle altre. In un simile contesto è pratica diffusa fare riferimento a misure diverse dell'inflazione per ottenere un quadro esaustivo della dinamica dei prezzi<sup>3)</sup>.

### Analisi dei sottoindici dello IAPC secondo i criteri per l'inflazione di fondo

La capacità di riflettere gli andamenti dell'inflazione complessiva è il criterio fondamentale per una misura dell'inflazione di fondo. In questo senso si possono considerare assenza di distorsione, coincidenza, volatilità e precisione complessiva dei sottoindici.

L'assenza di distorsione può essere valutata confrontando le medie di lungo periodo (cfr. tavola A)<sup>4)</sup>. Il risultato principale in questo senso è che per l'area dell'euro il tasso medio di inflazio-

- 1) Per una trattazione sull'utilità di una misura dell'inflazione di fondo, cfr. tra gli altri Wynne, M.A., "Core Inflation: A Review of Some Conceptual Issues", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, maggio/giugno 2008.
- 2) Sui criteri di valutazione, cfr. Armour, J., "An Evaluation of Core Inflation Measures", *Working Papers*, n. 10, Bank of Canada, 2006; Clark, T.E., "Comparing Measures of Core Inflation", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, secondo trimestre 2001; e Rich, R. - Steindel, C., "A Comparison of Measures of Core Inflation", *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, dicembre 2007.
- 3) Cfr., per esempio, il riquadro "Andamenti recenti di alcune misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro", *Bollettino mensile*, BCE, giugno 2009.
- 4) La valutazione utilizza dati trimestrali, ma le conclusioni non cambiano anche basandosi sugli stessi dati a frequenza mensile. La media e la volatilità si confrontano in base ai tassi di crescita trimestrali annualizzati destagionalizzati. I risultati sono sostanzialmente simili a quelli ottenuti per i tassi di crescita annuali, anche se la maggiore persistenza dei tassi annuali rispetto a quelli trimestrali altera i risultati di alcuni dei test. Lo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari e delle variazioni delle imposte indirette, è calcolato dalla BCE sulla base degli indici a impatto fiscale costante per i beni industriali non energetici e per i servizi. Queste serie sono calcolate sull'ipotesi di una immediata e integrale trasmissione ai prezzi delle variazioni delle imposte indirette e quindi l'impatto stimato di queste variazioni rappresenta un limite superiore dell'impatto effettivo. Occorre notare che l'esclusione dell'impatto delle variazioni delle imposte indirette è concettualmente differente dall'esclusione dei beni energetici e alimentari (per maggiori informazioni si veda il riquadro "Nuove serie statistiche che misurano l'impatto delle imposte indirette sull'inflazione al consumo", *Bollettino mensile*, BCE, novembre 2009). Per motivi di disponibilità dei dati, le proprietà dell'indice IAPC al netto di energetici, alimentari e variazioni delle imposte indirette, si valutano soltanto per il periodo 2004-2013.

**Tavola A Volatilità dei tassi di inflazione dei sottoindici IAPC e capacità di registrare l'andamento dell'inflazione complessiva**

	Monitoraggio dell'andamento		Volatilità			
	Tasso di inflazione medio	RMSE per l'andamento dell'inflazione complessiva	Deviazione standard	Coefficiente di variazione	Variazione assoluta media	Volatilità rispetto al proprio andamento
<b>1999-2013 3° trim.</b>						
<i>IAPC complessivo</i>	2,1	1,2	1,2	0,6	1,1	1,2
IAPC al netto dell'energia	1,7*	0,7	0,7***	0,4	0,4	0,5
IAPC al netto di energia e beni alimentari	1,5***	0,7	0,5***	0,3	0,4	0,4
<b>2004-2013 3° trim.</b>						
<i>IAPC complessivo</i>	2,1	1,3	1,3	0,6	1,1	1,4
IAPC al netto dell'energia	1,7	0,7	0,6***	0,3	0,4	0,5
IAPC al netto di energia e beni alimentari	1,5**	0,7	0,4***	0,3	0,4	0,3
IAPC al netto di energia, beni alimentari e variazioni delle imposte indirette	1,3***	0,8	0,5***	0,4	0,5	0,4

Fonti: elaborazione su dati Eurostat e BCE

Note: tutte le statistiche sono calcolate per i tassi di crescita trimestrali annualizzati per i prezzi al consumo (destagionalizzati). Gli asterischi indicano un notevole scostamento dalla media e dalla varianza rispetto alle cifre corrispondenti dell'inflazione complessiva (1, 2 e 3 asterischi indicano una differenza rispettivamente del 10, 5 e 1 per cento). Gli andamenti sono stimati come medie mobili centrate triennali (risultati simili si ottengono applicando il filtro Baxter-King). La *root mean squared error* (RMSE) è la radice quadrata della discrepanza quadratica media tra l'andamento del tasso dell'inflazione complessiva e il tasso stesso o un valore del sottoindice. Il coefficiente di variazione è la deviazione standard divisa per la media. La "volatilità rispetto al proprio andamento" si riferisce alla deviazione standard della differenza tra il tasso di crescita trimestrale annualizzato e la media mobile centrata. La variazione assoluta media è la media del valore assoluto della prima differenza dell'inflazione.

ne complessiva è significativamente più alto dei tassi medi di inflazione dei sottoindici (ovvero questi ultimi hanno una distorsione verso il basso). Ciò è dovuto principalmente al fatto che dal 1999 fino al terzo trimestre del 2013, ci sono stati una serie di shock dei prezzi delle materie prime che hanno avuto ripercussioni maggiori sulla dinamica dell'inflazione complessiva che sui tassi di variazione dei sottoindici (cfr. figura). Il prezzo medio del petrolio nel 2012, ad esempio, era superiore al prezzo medio del petrolio nel 1999 di oltre il 500 per cento, con la componente energetica che, di conseguenza, ha contribuito in modo sproporzionato all'inflazione complessiva. La distorsione è aumentata ulteriormente con l'esclusione di altre componenti, come i beni alimentari e gli effetti delle variazioni delle aliquote delle imposte indirette.

La coincidenza è analizzata tramite le correlazioni rispetto ai vari anticipi e ritardi. Il valore di correlazione più alto per i tassi di variazione dei sottoindici (evidenziato in grassetto nella tavola B) si riscontra con l'inflazione complessiva ritardata. Questo implica il fatto che l'inflazione complessiva tende ad anticipare

**Inflazione complessiva misurata sullo IAPC e relativi sottoindici**

(variazioni percentuali annue, dati mensili)



Fonti: elaborazioni su dati Eurostat e BCE

Nota: lo IAPC al netto delle variazioni delle imposte indirette è basato sul calcolo dello IAPC ad aliquote fiscali costanti.

**Tavola B Correlazione tra il tasso di inflazione complessiva in anticipo e in ritardo e il tasso di inflazione dei sottoindici tra il 1999 e il terzo trimestre del 2013**

	-4 Q	-3 Q	-2 Q	-1 Q	0	1 Q	2 Q	3 Q	4 Q
<i>IAPC complessivo</i>	-0,1	0,2	0,5	0,8	1,0	0,8	0,5	0,1	-0,3
IAPC al netto dell'energia	-0,2	-0,1	0,2	0,4	0,6	<b>0,7</b>	0,7	0,5	0,3
IAPC al netto di energia e beni alimentari	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,4	0,5	<b>0,5</b>	0,5	0,4
IAPC al netto di energia, beni alimentari e variazioni delle imposte indirette	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,3	0,4	<b>0,4</b>	0,4	0,3

Fonti: elaborazione su dati Eurostat e BCE

Note: le correlazioni sono calcolate per i tassi di crescita annuali dei prezzi al consumo. Q indica il trimestre. Un valore di -1Q (1Q) indica che la correlazione è calcolata in base all'ipotesi che l'inflazione complessiva segua con ritardo (anticipi) di un trimestre i valori dei sottoindici. I valori massimi di ogni riga sono evidenziati in grassetto. Per l'inflazione IAPC al netto di energia, beni alimentari e variazioni delle imposte indirette, le correlazioni sono calcolate sul periodo dal 2004 al terzo trimestre del 2013. L'ultima riga quindi non può essere confrontata con le altre tre.

l'inflazione così come misurata dai sottoindici, e non viceversa, il che è probabilmente dovuto a differenze nella velocità di trasmissione degli shock dei prezzi delle materie prime alle varie componenti IAPC. Per esempio, gli shock del prezzo del petrolio colpiscono direttamente e per primi i prezzi della componente energetica, per poi ripercuotersi con il tempo anche sui prezzi degli *input* industriali o sulle retribuzioni e infine quindi anche sui prezzi dei servizi. La misura dell'inflazione al netto della componente alimentare e quella al netto di beni alimentari e delle variazioni nelle aliquote delle imposte indirette tendono invece a seguire il tasso di inflazione complessiva con un ritardo superiore rispetto a quello della misura che esclude la sola componente energia.

Analizzando la volatilità, la tavola A mostra deviazioni standard per i tassi di variazione dei sottoindici significativamente più basse rispetto a quelle dell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC. Un quadro simile è dato dal coefficiente di variazione utilizzando la media della serie come parametro di scale. Altre due misure, la variazione media assoluta e la volatilità rispetto all'andamento, indicano differenze anche maggiori in termini di volatilità inferiore dei tassi di variazione dei sottoindici. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia e beni alimentari ha la volatilità minore; escludendo anche l'effetto delle variazioni delle imposte indirette, tende ad aumentare la volatilità delle serie, il che molto probabilmente è da imputare all'ipotesi fatta nella compilazione dei valori dello IAPC che tali variazioni vengano trasmesse integralmente ed immediatamente ai prezzi.

La precisione complessiva si può valutare con la radice dell'errore quadratico medio (RMSE) per l'andamento dell'inflazione complessiva (cfr. tavola A). La RMSE per i tassi di variazione dei sottoindici è inferiore a quello dei tassi complessivi, suggerendo che i tassi d'inflazione dati dai sottoindici siano indicatori dell'andamento dell'inflazione complessiva più precisi in tempo reale del tasso complessivo stesso. Il fatto che i tassi di variazione dei sottoindici "manchino" la media del tasso di inflazione complessiva e siano in ritardo, è più che compensato dalla loro minore volatilità rispetto all'andamento dell'inflazione. Al contrario, il tasso di inflazione complessiva è un cattivo indicatore del proprio andamento proprio perché così volatile, nonostante abbia ovviamente la stessa media di lungo periodo. Di conseguenza, i sottoindici sembrerebbero contenere alcune informazioni in tempo reale sull'andamento corrente dell'inflazione complessiva.

Infine, il criterio di una buona previsione può essere valutato sulla base delle implicazioni che comportano le deviazioni tra i valori dell'inflazione complessiva e i sottoindici per la dinamica dell'inflazione futura, in particolare se sia probabile che i tassi di inflazione dei sottoindici "convergono" verso il tasso di inflazione complessiva (nessun potere previsivo) o viceversa (potere previsivo). I risultati nella tavola C suggeriscono che i tassi di variazione dei sottoindici hanno un potere previsivo dell'inflazione complessiva, soprattutto per orizzonti più lunghi. Essi si basano sulle seguenti regressioni:

$$\pi_{t+h} - \pi_t = \alpha + \beta(\pi_t^s - \pi_t) + \varepsilon_{t+h} \quad (1)$$

e

$$\pi_{t+h}^s - \pi_t^s = \alpha^s + \beta^s(\pi_t - \pi_t^s) + \varepsilon_{t+h}^s \quad (2)$$

dove  $\pi_t$  indica l'inflazione complessiva annua e  $\pi_t^s$  il tasso di variazione annuo di un sottoindice. Se nella prima equazione  $\alpha = 0$  e  $\beta = 1$ , una deviazione dell'inflazione complessiva dall'inflazione del sottoindice implica una correzione della stessa grandezza del tasso dell'inflazione complessiva futura. Considerando orizzonti di previsione di uno e due anni, i coefficienti e l'adattamento dei dati nel periodo di stima (*in-sample fit*) sono maggiori nella prima regressione che nella seconda, indicando che è l'inflazione complessiva a spostarsi verso l'inflazione dei sottoindici e non il contrario. L'esclusione delle componenti energetica e alimentare sembrerebbe risultare in un contenuto di previsione più forte rispetto alla sola esclusione della componente energetica e questo in un certo senso confuterebbe i risultati sulla correlazione; tuttavia, ciò può essere spiegato dal fatto che questo quadro si focalizza maggiormente sui rapporti con orizzonti più lunghi, astruendo gli effetti che potrebbero scaturire a causa delle diverse velocità di trasmissione degli shock dei prezzi delle materie prime.

**Tavola C Regressioni predittive per l'inflazione complessiva e dei sottoindici, tra il 1999 e il terzo trimestre del 2013**

	La deviazione anticipa l'inflazione complessiva						La deviazione anticipa l'inflazione del sottoindice					
	1 anno			2 anni			1 anno			2 anni		
	R <sup>2</sup>	Intercetta	Pendenza	R <sup>2</sup>	Intercetta	Pendenza	R <sup>2</sup>	Intercetta	Pendenza	R <sup>2</sup>	Intercetta	Pendenza
IAPC al netto dell'energia	0,2	0,3	0,8**	0,2	0,3	0,9**	0,1	-0,1	0,4*	0,1	0,0	0,4
IAPC al netto di energia e beni alimentari	0,4	0,5***	1,0***	0,4	0,5**	1,0***	0,2	-0,1*	0,3**	0,0	-0,1	0,2
IAPC al netto di energia, beni alimentari e variazioni delle imposte indirette	0,4	0,7**	1,1***	0,6	0,8***	1,3***	0,1	-0,2**	0,1**	0,0	-0,1	0,0

Fonti: elaborazione su dati Eurostat e BCE.

Note: i valori "Intercetta" e "Pendenza" si riferiscono rispettivamente a  $\alpha$  e  $\beta$  dalle regressioni (1) e (2) sopra. Gli asterischi indicano uno scostamento significativo dallo 0 (1,2,3 asterischi indicano una differenza rispettivamente del 10, 5 e 1 per cento). Le indicazioni "1 anno" e "2 anni" si riferiscono agli orizzonti previsivi designati con "h" nelle regressioni (1) e (2). La sezione di sinistra della tabella mostra i risultati per la regressione (1) e la sezione di destra i risultati per la regressione (2). La "deviazione" si riferisce alla differenza tra l'inflazione complessiva e l'inflazione dei sottoindici. Per l'inflazione IAPC al netto di energia, beni alimentari e variazioni delle imposte indirette le statistiche sono calcolate sul periodo dal 2004 al terzo trimestre del 2013. L'ultima riga quindi non può essere paragonata alle prime due.

## Conclusioni

Nessuno dei sottoindici dello IAPC soddisfa i criteri per una misura non distorta dell'inflazione di fondo. Negli anni dal 1999 al 2013 tali misure sono state distorte verso il basso (in media, si-

gnificativamente inferiori) e hanno seguito gli sviluppi dell'inflazione complessiva con un ritardo. La distorsione e il ritardo riflettono soprattutto il forte aumento dei prezzi reali delle materie prime dal 1999 e la loro trasmissione ritardata alle componenti non energetiche e non alimentari dello IAPC. Contemporaneamente, i tassi dei sottoindici dell'inflazione sono meno volatili e sembrano in effetti contenere informazioni sull'andamento corrente dell'inflazione complessiva e sulla sua dinamica futura. Essi dovrebbero così essere considerati come fonti di informazioni aggiuntive sulle forze trainanti e le dinamiche di fondo dell'inflazione complessiva. Tuttavia, non sono adottati dalla BCE come misure ufficiali dell'inflazione di fondo o strutturale poiché non forniscono una descrizione adeguata degli sviluppi dei prezzi a medio termine che sono pertinenti alla politica monetaria.

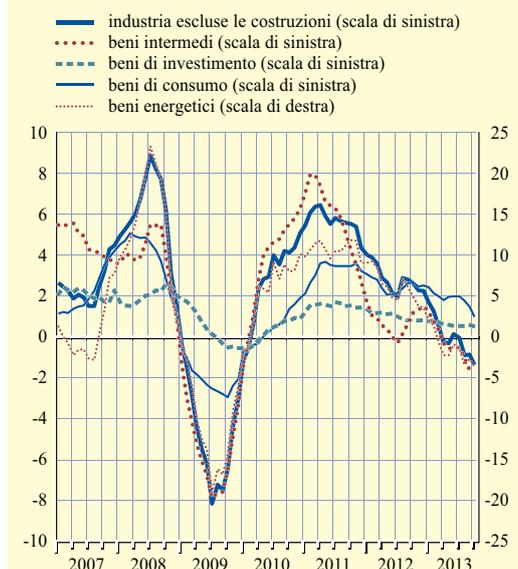
### 3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

Nel corso del 2013 le pressioni inflazionistiche lungo la filiera produttiva si sono ulteriormente attenuate (cfr. tavola 9 e figura 42). In media, l'inflazione alla produzione nell'industria è scesa allo 0,2 per cento nei primi tre trimestri dell'anno, da una media del 2,9 per cento nel 2012. In aprile è entrata in territorio negativo, ma è risalita a valori positivi in giugno, collocandosi allo 0,2 per cento. Dopo la stagnazione allo 0,0 per cento in luglio, è poi tornata negativa in agosto e settembre. L'indice dei prezzi alla produzione al netto delle costruzioni si è collocato al -1,4 per cento in ottobre, in calo dal -0,9 per cento di settembre. Anche il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione industriale al netto delle costruzioni e dell'energia si è moderato, seppure in misura minore rispetto a quello dell'IPP complessivo. In settembre si è spinto in territorio negativo per la prima volta dal febbraio 2010, dove è rimasto anche in ottobre situandosi al -0,3 per cento.

Le pressioni inflazionistiche sui prezzi al consumo dei beni industriali non energetici, sono rimaste relativamente stabili su livelli modesti agli ultimi stadi della catena di formazione dei prezzi. In ottobre, l'inflazione alla produzione sui dodici mesi dei beni di consumo non alimentari è diminuita marginalmente allo 0,2 per cento, mantenendo la moderata tendenza al ribasso osservata dall'inizio dell'anno. Nondimeno, in novembre l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) dei prezzi dei beni al dettaglio per gli esercizi non alimentari è rimasto stabile (in base alla media mobile a tre mesi) su valori prossimi alla media storica di 57,4, dopo aver seguito un andamento al rialzo nei sei mesi precedenti. L'indice PMI dei margini di profitto per gli esercizi non alimentari ha evidenziato una lieve moderazione ed è rimasto prossimo alla sua media di lungo periodo. Quanto ai primi stadi della catena di formazione dei prezzi, i tassi di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni intermedi, delle materie prime e del greggio espressi in euro sono tutti diminuiti ulteriormente in ottobre.

**Figura 42 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)

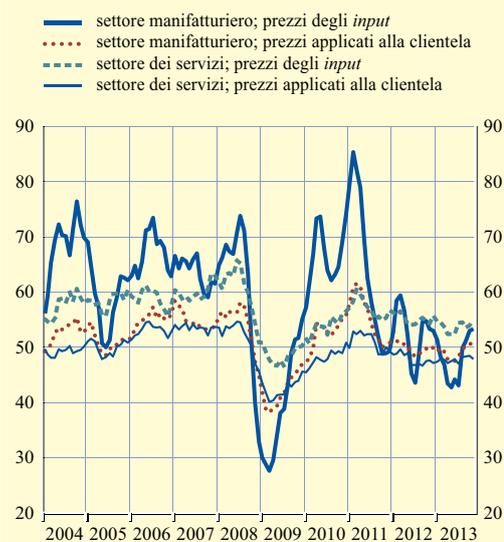


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Le spinte inflazionistiche sui prezzi dei beni alimentari sono in calo sia nei primi che negli ultimi stadi della filiera, anche se da livelli in qualche misura superiori rispetto ai beni industriali non energetici. La dinamica annuale dell'inflazione alla produzione nell'industria alimentare è scesa ancora in ottobre all'1,3 per cento, dal 2,1 di settembre e da tassi prossimi al 4 per cento all'inizio dell'anno. L'indagine PMI segnala in novembre un modesto incremento dell'indice dei prezzi degli *input* per i dettaglianti di prodotti alimentari, mentre l'indice dei margini è rimasto invariato. 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 -2,4 per cento in ottobre da livelli superiori all'11 per cento nel secondo trimestre dell'anno. Oltretutto, le quotazioni internazionali delle materie prime alimentari in euro hanno registrato in novembre un lieve incremento dello 0,8 per cento rispetto al mese precedente, pur mantenendo una variazione fortemente negativa del -18,5 per cento su base annua.

**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.

Le più recenti informazioni desunte sia dall'indice PMI sia dalle indagini della Commissione aggiornate al mese di novembre confermano che le spinte inflazionistiche riguardanti i prezzi al consumo dei beni industriali non energetici rimangono contenute e che si stanno ridimensionando quelle sui prezzi al consumo dei prodotti alimentari trasformati. Con riferimento ai dati del PMI, l'indice dei prezzi degli *input* nel settore manifatturiero è aumentato da 53,0 in ottobre a 53,4 in novembre, come quello dei prezzi degli *output* che è passato da 50,5 a 51,1 nello stesso periodo (cfr. figura 43). Entrambi gli indici sono saliti appena sopra il valore soglia di 50, ma sono rimasti inferiori alle medie di lungo periodo. I dati dell'indagine della Commissione europea sulle aspettative per i prezzi di vendita nell'industria sono rimasti invariati in novembre.

### 3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Come evidenziano gli ultimi dati pubblicati, le spinte inflazionistiche interne originate dal costo del lavoro sono rimaste contenute nella prima metà del 2013 (cfr. tavola 10 e figura 44). Dopo aver mostrato alcuni segni di moderazione per tutto il 2012 rispetto al 2011, i salari nominali e reali hanno registrato a livello dell'area dell'euro una moderata ripresa nel primo trimestre del 2013, per poi rallentare nuovamente nel secondo trimestre. La decelerazione è stata più significativa nel settore pubblico che in quello privato. La dinamica salariale relativamente contenuta a livello dell'area dell'euro dissimula una notevole divergenza tra i vari paesi. Mentre i salari nominali sono aumentati a tassi sostenuti nei paesi con mercati del lavoro relativamente forti, i salari nominali e il costo del lavoro per unità di prodotto hanno registrato un aumento solo moderato o addirittura una flessione nei paesi in fase di risanamento dei conti pubblici e soggetti a livelli persistentemente elevati di disoccupazione.

**Tavola 10 Indicatori del costo del lavoro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

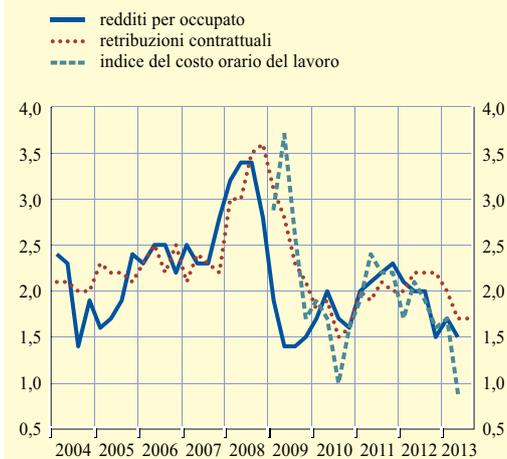
Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Nell'area dell'euro la crescita sul periodo corrispondente dei redditi per occupato è stata pari all'1,5 per cento nel secondo trimestre del 2013, a fronte dell'1,7 del trimestre precedente. L'incremento del costo del lavoro per unità di prodotto è sceso dall'1,9 per cento all'1,1 per cento tra il primo e il secondo trimestre, poiché i redditi per occupato sono cresciuti a un ritmo più contenuto rispetto alla produttività. Le retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro, unico indicatore del costo del lavoro disponibile per il terzo trimestre del 2013, sono aumentate dell'1,7 per cento sul periodo corrispondente, come nel secondo trimestre. L'andamento riflette il perdurare di deboli condizioni nei mercati del lavoro.

Nel secondo trimestre dell'anno il tasso di crescita tendenziale del costo orario del lavoro è notevolmente diminuito, allo 0,9 per cento dall'1,7 del trimestre precedente, a causa del marcato incremento delle ore lavorate. Questo rallentamento dei salari per ora lavorata è stato osservato sia nelle attività non imprenditoriali, riflettendo principalmente la dinamica nel settore pubblico, sia in quelle imprenditoriali. Per queste ultime, la crescita sul periodo corrispondente del costo orario del lavoro si è contratta in misura notevole nel settore industriale, piuttosto lievemente in quello dei servizi e solo marginalmente nel comparto delle costruzioni (cfr. figura 45). Nel complesso, le retribuzioni nell'area dell'euro sono aumentate molto più velocemente della componente non salariale del costo orario del lavoro, con un andamento simile a quello riscontrato nel trimestre precedente.

**Figura 44 Indicatori del costo del lavoro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



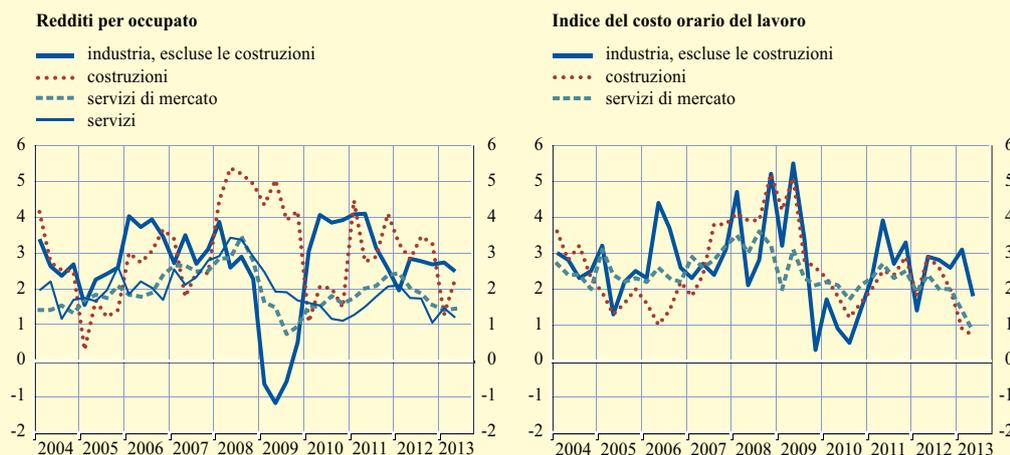
Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

### 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. Dopo i moderati miglioramenti dei precedenti periodi, nel secondo trimestre del 2013 il livello dei profitti ha registrato un aumento più significativo, dell'1,9 per cento sul periodo corrispondente. Ciò è

**Figura 45 Andamenti del costo del lavoro per settore**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



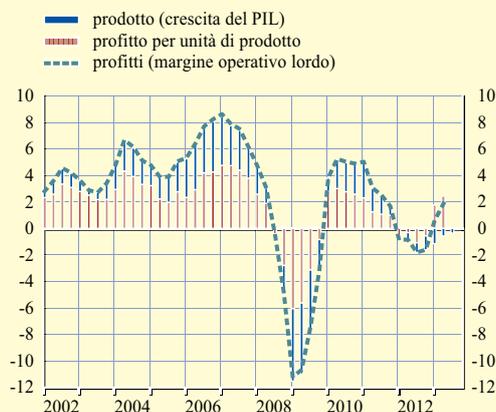
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

attribuibile a un aumento dei profitti per unità di prodotto (margine per unità di prodotto) che è stato solo in parte scontato da un lieve decremento del tasso di variazione del PIL sul periodo corrispondente (cfr. figura 46).

Riguardo ai grandi settori economici, nel 2012 la crescita sul periodo corrispondente dei profitti nel comparto dei servizi di mercato è stata debole, dopo aver seguito un andamento al rialzo da metà 2009. Nel primo trimestre del 2013 i livelli di profitto hanno segnato un recupero, aumentando al 2,0 per cento nel secondo trimestre. Per contro, nel settore industriale (al netto delle costruzioni), la crescita dei profitti è rimasta pressoché invariata fino al secondo trimestre, quando è sì è attestata allo 0,6 per cento, portandosi in territorio positivo per la prima volta in sei trimestri (cfr. figura 47).

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

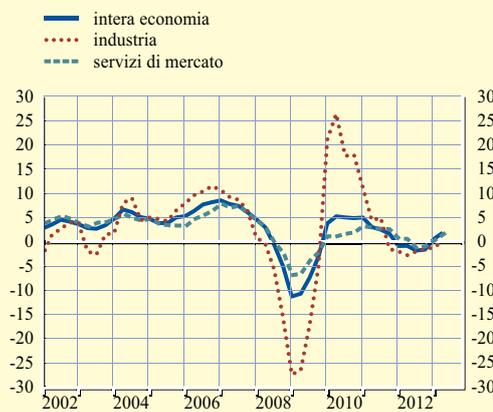
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



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.

### 3.5 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

In base alle quotazioni correnti dei contratti *future* per l'energia, ci si attende che nei prossimi mesi i tassi di inflazione sul periodo corrispondente restino ai livelli attuali. Nel medio termine le pressioni di fondo sui prezzi nell'area dell'euro dovrebbero rimanere contenute. Allo stesso tempo, le aspettative di inflazione per l'area dell'euro a medio-lungo termine continuano a essere saldamente ancorate in linea con l'obiettivo di mantenere i tassi di inflazione su un livello inferiore ma prossimo al 2 per cento. Più nel dettaglio, le prospettive di inflazione a breve termine continuano a dipendere dal contributo della componente energetica. Si presume che nel 2014 anche l'inflazione dei beni energetici rimanga moderata nell'ipotesi che il prezzo del petrolio, così come attualmente espresso dalle quotazioni dei contratti *future*, diminuisca ulteriormente. L'andamento mensile dell'inflazione dell'energia diventerà più volatile, soprattutto a causa di effetti base positivi e negativi. Secondo le attese, il contributo di tale componente all'inflazione armonizzata totale nel 2014 dovrebbe essere ampiamente al di sotto della media storica, determinando un basso tasso d'inflazione complessiva.

Ci si attende che l'inflazione dei beni alimentari non trasformati si riduca ulteriormente fino a metà 2014, soprattutto a causa di effetti base al ribasso, fintantoché non svanisce del tutto lo shock al rialzo connesso alle condizioni meteorologiche che nel 2012 hanno creato problemi nell'offerta di prodotti ortofrutticoli. Poiché gli effetti base diventeranno positivi a metà 2014, con ogni probabilità l'inflazione degli alimentari freschi aumenterà nella seconda metà dell'anno, stabilizzandosi su livelli significativamente inferiori a quelli osservati nel 2013.

L'inflazione degli alimentari trasformati dovrebbe diminuire moderatamente nei prossimi mesi, per effetto soprattutto del calo dei prezzi alla produzione dell'UE delle materie prime alimentari osservato da maggio 2013. Agli inizi del 2014 il calo dell'inflazione degli alimentari trasformati potrebbe essere contenuto, a causa dei rialzi delle accise sui tabacchi in alcuni paesi. Nella seconda metà dell'anno, tuttavia, i passati incrementi delle imposte indirette non rientreranno più nel confronto sul periodo corrispondente, circostanza che frenerà quindi ulteriormente l'inflazione di questa componente.

L'inflazione dei beni industriali non energetici dovrebbe rimanere modesta nel breve periodo, riflettendo una debole domanda da parte dei consumatori, una dinamica salariale nel complesso moderata e delle pressioni al ribasso sui prezzi dei beni industriali non energetici importati dovute ai passati andamenti del cambio. Nel 2014 è possibile che il miglioramento dell'attività economica e l'aumento dell'imposta sul valore aggiunto (IVA) in alcuni paesi dell'area dell'euro inducano un rincaro dei beni industriali non energetici.

Si prevede che l'inflazione dei servizi aumenti agli inizi del 2014 e subisca un incremento ulteriore nella seconda metà dell'anno. Oltre alla maggiorazione dell'IVA in alcuni paesi dell'area dell'euro, le aspettative di crescita dell'inflazione dei servizi per il prossimo anno potrebbero essere dovute anche ad aumenti salariali più elevati e a un rincaro degli affitti in alcuni paesi dell'area, nonché a un miglioramento dell'attività economica.

I dati più recenti sugli indicatori del costo del lavoro suggeriscono un incremento solo graduale delle pressioni inflazionistiche interne dovute a tale fattore, riflettendo fra l'altro la ripresa in atto dell'attività economica. La dinamica piuttosto contenuta dell'aumento dei salari a livello dell'area dell'euro cela alcune divergenze tra i singoli paesi. Laddove il mercato del lavoro è relativamente forte, la dinamica salariale dovrebbe accelerare, mentre rimarrebbe moderata nei paesi soggetti a ulteriori manovre di risanamento dei conti pubblici e in cui la disoccupazione si mantiene su livelli

persistentemente elevati. Con ogni probabilità il costo del lavoro per unità di prodotto diminuirà nel 2013 e nel 2014, sulla scia dell'attesa ripresa congiunturale della crescita della produttività generata dalla reazione ritardata dell'occupazione a fronte del recupero dell'attività economica.

Dopo il brusco calo del 2012, l'espansione dei profitti societari dovrebbe stabilizzarsi nel 2013, per effetto del graduale, ancorché modesto, miglioramento dell'attività nel corso dell'anno. Nel medio periodo il progressivo miglioramento delle condizioni economiche favorirebbe una moderata ripresa dei margini di profitto.

Secondo le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro elaborate a dicembre dagli esperti dell'Eurosistema, l'inflazione annuale misurata sullo IAPC si collocherebbe all'1,4 per cento nel 2013, all'1,1 per cento nel 2014 e all'1,3 per cento nel 2015. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate in settembre dagli esperti della BCE, i dati sono stati rivisti al ribasso di 0,1 punti percentuali per il 2013 e di 0,2 punti percentuali per il 2014 (cfr. l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2013*).

Si ritiene che i rischi per le prospettive sull'andamento dei prezzi siano sostanzialmente bilanciati nel medio periodo: quelli al rialzo sono riconducibili a rincari delle materie prime nonché ad aumenti dei prezzi amministrati e delle imposte indirette superiori alle attese; quelli al ribasso a una debolezza dell'attività economica maggiore rispetto alle previsioni.

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

Dopo un incremento dello 0,3 per cento nel secondo trimestre del 2013, il PIL in termini reali dell'area dell'euro nel terzo trimestre è aumentato dello 0,1 per cento sul periodo precedente. Gli andamenti degli indicatori di fiducia basati sulle indagini qualitative fino a novembre sono in linea con un tasso di crescita positivo anche nel quarto trimestre dell'anno. In prospettiva, per il 2014 e per il 2015 il prodotto dovrebbe mostrare una lenta ripresa, soprattutto per effetto di un certo miglioramento della domanda interna sostenuto dall'orientamento accomodante della politica monetaria. L'attività economica dell'area dell'euro dovrebbe altresì beneficiare di un graduale rafforzamento della domanda di esportazioni. Inoltre, i miglioramenti complessivamente osservati nei mercati finanziari dallo scorso anno si stanno trasmettendo all'economia reale, al pari dei progressi realizzati nel risanamento dei conti pubblici. In aggiunta, i redditi reali sono stati di recente favoriti da una più bassa inflazione dei prezzi dell'energia. Al tempo stesso, la disoccupazione nell'area dell'euro rimane elevata e gli aggiustamenti di bilancio necessari nei settori pubblico e privato continueranno a gravare sull'attività economica.

Tale valutazione trova riscontro anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in dicembre dagli esperti dell'Eurosistema, che prevedono un calo annuo del PIL in termini reali pari allo 0,4 per cento nel 2013, cui seguirebbe un rialzo dell'1,1 nel 2014 e dell'1,5 nel 2015. Nel confronto con le proiezioni dello scorso settembre elaborate dagli esperti della BCE, il valore relativo alla crescita del PIL in termini reali è rimasto invariato per il 2013 ed è stato rivisto al rialzo di 0,1 punti percentuali per il 2014. I rischi per le prospettive economiche dell'area dell'euro sarebbero orientati al ribasso.

### 4.1 LE COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

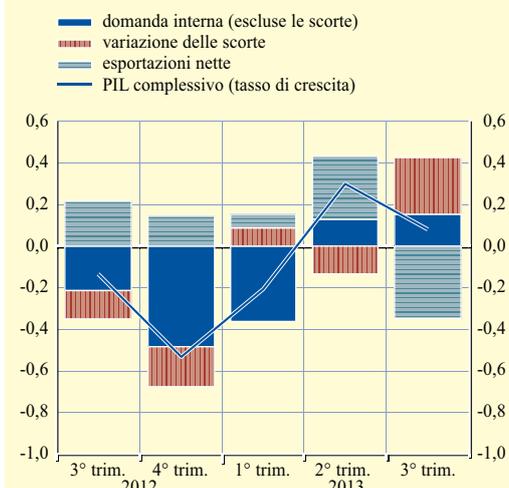
Nel terzo trimestre del 2013 il PIL in termini reali è salito dello 0,1 per cento sul periodo precedente, dopo un aumento dello 0,3 per cento nel secondo trimestre (cfr. figura 48). Tale risultato ha riflesso i contributi positivi forniti alla crescita dalla domanda interna e dalla variazione delle scorte, mentre le esportazioni nette hanno inciso negativamente.

Gli ultimi andamenti del PIL pongono fine al prolungato periodo di contrazione del prodotto nell'area dell'euro, per effetto soprattutto delle dinamiche della domanda interna. Sugli investimenti hanno gravato l'elevato livello di incertezza, la debolezza della domanda e delle prospettive di redditività nonché, in alcuni paesi, criteri restrittivi per l'erogazione del credito, il riequilibrio dei conti pubblici e il processo di riduzione della leva finanziaria in atto. Inoltre, la spesa per consumi ha risentito dell'impatto del calo dell'occupazione e dell'inflazione elevata sul reddito reale delle famiglie.

I dati desunti dalle recenti indagini congiunturali sono in linea con il protrarsi di una crescita positiva nel quarto trimestre del 2013.

**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.

Successivamente, lo slancio espansivo dovrebbe intensificarsi lievemente, ma la ripresa resterà moderata. Un graduale rialzo della domanda interna dovrebbe costituire la principale determinante della ripresa dell'attività economica, di riflesso all'orientamento accomodante della politica monetaria, al miglioramento del clima di fiducia e alla minore incertezza. Inoltre, politiche di bilancio meno restrittive e una flessione dell'inflazione delle materie prime dovrebbero sostenere il reddito disponibile reale. L'attività economica verrà sorretta in misura crescente dall'effetto favorevole di un graduale rafforzamento della domanda estera sulle esportazioni dell'area dell'euro.

### CONSUMI PRIVATI

Nel terzo trimestre del 2013 i consumi privati sono aumentati dello 0,1 per cento, registrando per il secondo trimestre consecutivo una crescita positiva. Il risultato del terzo trimestre riflette un incremento dei consumi di beni al dettaglio, in parte compensato da un calo della componente dei servizi. Gli acquisti di autovetture sembrano aver avuto un impatto neutro sull'aumento dei consumi. Gli andamenti recenti degli indicatori di breve termine e delle indagini congiunturali indicano, nel complesso, che la spesa delle famiglie mostrerà una crescita contenuta nel prossimo futuro.

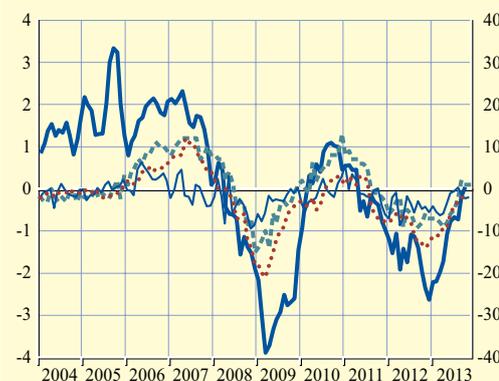
La modesta dinamica evidenziata dalla spesa per consumi negli ultimi due anni ha riflesso soprattutto l'evoluzione del reddito disponibile reale, su cui hanno influito negativamente i rincari delle materie prime e le misure di risanamento dei conti pubblici. Il calo dell'occupazione ha esercitato ulteriori pressioni al ribasso sul reddito reale complessivo delle famiglie. Più di recente, tuttavia, i consumi privati hanno beneficiato di un'inflazione delle materie prime più contenuta nonché di una moderazione del drenaggio fiscale. Di conseguenza, il reddito in termini reali è recentemente diminuito in misura meno marcata rispetto ai trimestri precedenti, calando nel secondo trimestre dell'anno dell'1,1 per cento in termini tendenziali, a fronte della netta flessione del 2,3 per cento osservata negli ultimi tre mesi del 2012. Al tempo stesso, i risparmi delle famiglie hanno segnato una lieve contrazione nel secondo trimestre, determinando un ulteriore calo del tasso di risparmio, da livelli già contenuti.

Riguardo alle prospettive di breve periodo, nel quarto trimestre del 2013 sia i dati di tipo quantitativo sia quelli delle indagini qualitative segnalano, nel complesso, che la spesa per consumi continua a registrare un andamento debole. In ottobre le vendite al dettaglio sono aumentate dello 0,2 per cento sul mese precedente, mostrando una riduzione dello 0,5 per cento rispetto al livello medio del terzo trimestre. Inoltre, l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per le vendite al dettaglio si è collocato in media a 47,9 in ottobre e in novembre, evidenziando un peggioramento rispetto al terzo trimestre. Nei primi due mesi del quarto trimestre l'indicatore della Commissione europea relativo al clima di fiducia nel commercio al dettaglio è rimasto, in media, ben al di sopra del valore osservato nel

**Figura 49 Vendite al dettaglio, clima di fiducia e PMI nei settori del commercio al dettaglio e delle famiglie**

(dati mensili)

- vendite al dettaglio totali <sup>1)</sup> (scala di sinistra)
- clima di fiducia dei consumatori <sup>2)</sup> (scala di destra)
- clima di fiducia nel commercio al dettaglio <sup>2)</sup> (scala di destra)
- PMI <sup>3)</sup> delle vendite effettive rispetto al mese precedente (scala di destra)



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.

trimestre precedente, restando altresì lievemente superiore alla media di lungo periodo. Inoltre, le immatricolazioni di nuove autovetture sono salite in ottobre del 2,4 per cento in termini congiunturali, segnando un inizio positivo per il quarto trimestre. Tuttavia, è probabile che gli acquisti di automobili e di altri beni costosi restino contenuti nel prossimo futuro. In ottobre e in novembre l'indicatore della Commissione europea sulle previsioni di acquisti rilevanti si è portato su valori prossimi a quelli del secondo e del terzo trimestre, mantenendosi quindi su un livello basso coerente con la debolezza dei consumi di beni durevoli. Infine, la fiducia dei consumatori dell'area dell'euro è scesa in novembre, dopo essere aumentata per 11 mesi consecutivi (cfr. figura 49). Tuttavia, il calo è riconducibile soprattutto all'evoluzione di alcuni indici nazionali, mentre nella maggior parte dei paesi dell'area si è osservato un miglioramento del clima di fiducia. L'indice resta tuttora leggermente inferiore rispetto alla media storica.

### INVESTIMENTI

Gli investimenti fissi lordi hanno mostrato il secondo incremento consecutivo, pari allo 0,4 per cento nel terzo trimestre, dopo il calo evidenziato tra l'inizio del 2011 e il primo trimestre del 2013. La modesta dinamica degli investimenti osservata negli ultimi due anni è ascrivibile all'effetto congiunto della debolezza della domanda e degli utili, dell'elevata incertezza e dei vincoli finanziari.

Non è ancora disponibile una scomposizione dettagliata dell'accumulazione di capitale per il terzo trimestre. Tuttavia, i dati disponibili per i maggiori paesi dell'area sugli investimenti diversi dalle costruzioni, che costituiscono metà degli investimenti totali, indicano il protrarsi di una modesta ripresa nel terzo trimestre. Anche gli indicatori di breve periodo per l'insieme dell'area dell'euro confermano un quadro di ripresa moderata per tali investimenti, considerando che nel terzo trimestre la produzione di beni di investimento è risultata pressoché stabile, mentre il clima di fiducia si è mantenuto su un livello compatibile con un'espansione e il grado di utilizzo della capacità produttiva è aumentato. I dati delle indagini, come il PMI relativo al settore manifatturiero e gli indicatori del clima di fiducia della Commissione europea per lo stesso settore e per quello dei beni di investimento, sono migliorati nel terzo trimestre, raggiungendo in settembre valori pari o superiori alle rispettive medie di lungo periodo. È inoltre probabile che gli investimenti in costruzioni, residenziali e non, si siano stabilizzati nel terzo trimestre dell'anno, poiché l'indice della produzione di costruzioni ha registrato un marginale incremento e la domanda è rimasta su livelli contenuti.

Per quanto concerne il quarto 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 quarto trimestre. In ottobre e in novembre il PMI per il settore manifatturiero e la componente dei nuovi ordinativi hanno mostrato un ulteriore rialzo; inoltre, sono migliorati gli indicatori della Commissione europea, disponibili fino a novembre, relativi alla valutazione del portafoglio ordini da parte delle imprese e alle aspettative di queste ultime circa gli andamenti di produzione. Quanto agli investimenti in costruzioni, secondo i dati delle indagini è probabile che restino sostanzialmente invariati nel quarto trimestre.

Su orizzonti più lunghi, ci si attende che gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni continuino a crescere a ritmi contenuti all'inizio del 2014, tra bassi livelli di fiducia e una debole dinamica dei prestiti, connessi fra l'altro con la riduzione della leva finanziaria operata da banche e imprese in alcuni paesi dell'area dell'euro. Secondo l'indagine sugli investimenti condotta dalla Commissione europea, nel 2014 gli investimenti industriali dovrebbero aumentare del 3 per cento in termini reali, per effetto di condizioni di domanda e finanziarie più favorevoli. L'evoluzione degli investimenti

in costruzioni dovrebbe risultare debole alla fine del 2013 e all'inizio del 2014, di riflesso alla perdurante correzione in atto in molti mercati immobiliari dell'area dell'euro, nonché ai bassi livelli di fiducia e di domanda riscontrabili nel settore.

### CONSUMI DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE

Nel terzo trimestre del 2013 i consumi delle amministrazioni pubbliche hanno registrato un aumento in termini reali, attribuibile in larga misura alla moderazione del ritmo di risanamento delle finanze pubbliche osservata in alcuni paesi dell'area dell'euro nel corso dell'anno. Quanto alle tendenze di fondo delle singole componenti, l'andamento sarebbe trainato principalmente da una ripresa del tasso di crescita delle retribuzioni dei dipendenti pubblici, che rappresentano quasi la metà dei consumi totali. L'incremento dei trasferimenti sociali in natura, pari a quasi un quarto dei consumi delle amministrazioni pubbliche, è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al trimestre precedente, in linea con le regolarità empiriche. Tale risultato è riconducibile al fatto che questa componente include voci, come la spesa sanitaria, che tendono a crescere a un ritmo relativamente stabile nel tempo. Per contro, la spesa per consumi intermedi, che costituisce poco meno di un quarto dei consumi totali, ha continuato a diminuire per effetto del processo di risanamento dei conti pubblici in atto. In prospettiva, si prevede che il contributo dei consumi delle amministrazioni pubbliche alla domanda interna rimanga limitato nei prossimi trimestri, poiché in diversi paesi persiste l'esigenza di consistenti misure di risanamento (cfr. sezione 5).

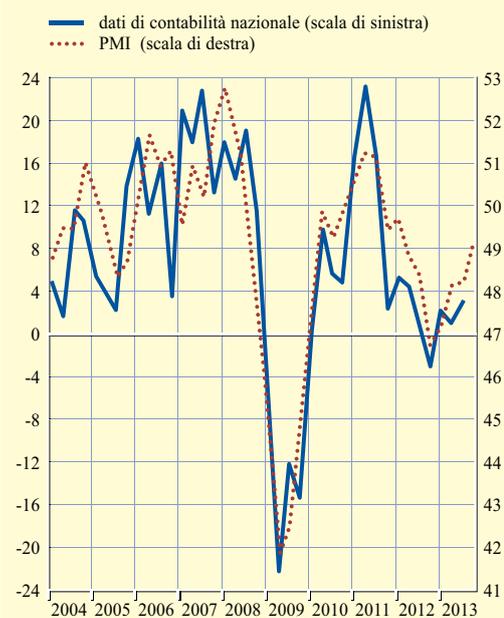
### SCORTE

Dopo l'incidenza cumulata, sostanzialmente neutra, dei primi due trimestri del 2013, nel terzo la variazione delle scorte ha fornito un contributo positivo di 0,3 punti percentuali alla crescita trimestrale del PIL; tale risultato riflette una lieve accelerazione del ritmo di costituzione delle scorte, modesto nei due trimestre precedenti. Nell'insieme, questi andamenti pongono fine alla sequenza quasi ininterrotta di contributi negativi delle scorte che, tra la metà del 2011 e la fine del 2012, hanno sottratto alla crescita un totale di 1,0 punti percentuali (pressoché pari alla diminuzione complessiva del PIL durante tale periodo). Di conseguenza, il vigoroso ritmo di ricostituzione delle scorte registrato nella prima metà del 2011 (0,9 per cento del PIL in termini di valore) si è trasformato in un moderato decumulo delle scorte nell'ultimo trimestre del 2012 (-0,1 per cento del PIL) e una nuova fase di ricostituzione delle scorte sembra aver avuto inizio nel terzo trimestre del 2013 (0,1 per cento).

Anche le recenti rilevazioni del PMI relative a ottobre e a novembre 2013 confermano che prosegue la tendenza a un graduale rallentamento del decumulo delle scorte osservata dalla fine del 2012 (cfr. figura 50). È probabile che l'andamento si protragga nel quarto trimestre del 2013, interessando in maniera più pronunciata *input* e prodotti finiti nel settore manifatturiero rispetto alle scorte detenute dai dettaglianti. Inoltre,

Figura 50 Variazioni delle scorte dell'area dell'euro

(miliardi di euro, indici di diffusione)



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.

dalle ultime indagini della Commissione europea emerge che le imprese giudicano le scorte nel settore al dettaglio e, in misura minore, in quello manifatturiero, piuttosto ridotte rispetto alle medie storiche. Questa valutazione è maggiormente condivisa rispetto alle edizioni precedenti. Pertanto, ciò suggerisce che nel prossimo futuro le scorte potrebbero fornire un contributo lievemente positivo, o forse neutro, alla crescita.

### COMMERCIO ESTERO

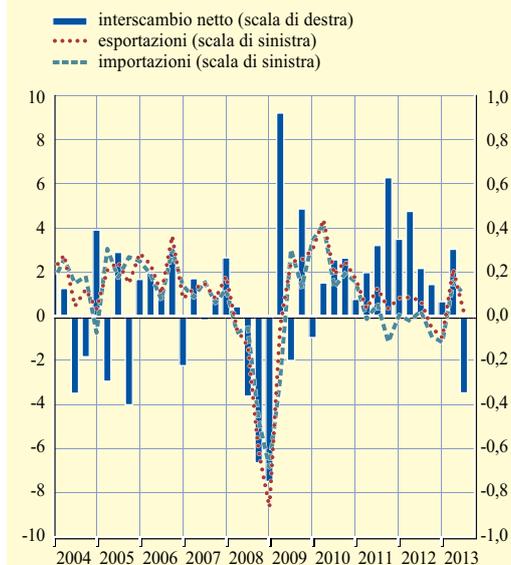
Dopo essere tornate a crescere a ritmi sostenuti nel secondo trimestre del 2013, nel terzo la crescita delle esportazioni di beni e servizi dell'area dell'euro ha mostrato una decelerazione, allo 0,2 per cento sul periodo precedente (cfr. figura 51). Tale evoluzione riflette soprattutto la debolezza della domanda estera e, in misura inferiore, l'impatto dell'apprezzamento dell'euro in termini effettivi nominali. La modesta domanda delle economie avanzate non appartenenti all'area dell'euro, specie degli Stati Uniti, sembra aver contribuito negativamente all'andamento delle esportazioni dell'area registrate nel terzo trimestre, mentre la domanda proveniente dalle economie emergenti, soprattutto dalla Cina, ha mantenuto slancio. Le esportazioni verso paesi europei, non appartenenti all'area dell'euro, è rimasta positiva, segnando un'accelerazione nel terzo trimestre.

Le importazioni dell'area dell'euro sono aumentate nel terzo trimestre del 2013 dell'1,0 per cento in termini congiunturali, dopo il netto rialzo del trimestre precedente. L'incremento delle importazioni è ampiamente in linea con la graduale ripresa della domanda interna, dopo la dinamica di crescita, dapprima discendente e poi negativa, osservata negli ultimi tre anni con la riduzione degli elevati disavanzi delle partite correnti operata da diversi paesi dell'area. Con l'accelerare delle importazioni rispetto alle esportazioni, nel terzo trimestre il contributo fornito all'incremento del PIL dall'interscambio netto si è portato in territorio negativo per la prima volta dagli inizi del 2010, per 0,3 punti percentuali. Tale risultato riflette la diminuzione del differenziale di crescita tra la domanda dell'area dell'euro e quella dei suoi principali partner commerciali nonché, 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 termine. L'indice PMI per i nuovi ordini di esportazioni è aumentato sensibilmente nel terzo trimestre, portandosi al di sopra della soglia di espansione pari a 50. Il valore di novembre, 54,0, è il più elevato in oltre due anni. L'indicatore della Commissione europea per gli ordinativi dall'estero, in costante miglioramento da aprile, ha raggiunto in novembre il livello massimo dall'inizio del 2012. Entrambi gli indicatori si collocano su livelli coerenti con una moderata crescita delle esportazioni nel breve termine, un quadro cui contribuisce anche il rialzo della domanda estera. È probabile che anche le importazioni dell'area dell'euro crescano in un orizzonte di breve periodo, seppur a un ritmo contenuto, sostanzialmente in linea con una graduale ripresa della domanda interna.

**Figura 51 Importazioni, esportazioni e contributo delle interscambio netto alla crescita del PIL**

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; punti percentuali)



Fonti: Eurostat e BCE.

## 4.2 PRODOTTO PER SETTORE

Esaminando il lato della produzione della contabilità nazionale, il valore aggiunto totale è salito dello 0,1 per cento sul periodo precedente nel terzo trimestre del 2013, dopo un rialzo dello 0,3 nel secondo. Tale aumento, il secondo consecutivo dopo sei trimestri di contrazione, è riconducibile agli andamenti del settore dei servizi. Gli indicatori di breve periodo segnalano che nel quarto trimestre del 2013 la crescita dovrebbe proseguire, a ritmi prossimi ai modesti tassi di variazione registrati nel secondo e nel terzo trimestre dell'anno.

In una prospettiva di più lungo periodo, vi sono state marcate differenze tra gli andamenti dei vari settori dopo i livelli massimi toccati nel 2007-2008. Nel terzo trimestre il valore aggiunto nel comparto industriale (al netto delle costruzioni) è rimasto del 7 per cento al di sotto del massimo registrato alla fine del 2007, mentre nel settore delle costruzioni è stato inferiore del 24 per cento rispetto al picco corrispondente. Per contro, il valore aggiunto nei servizi risulta lievemente superiore al massimo rilevato nel 2008, prima della crisi, sin dall'inizio del 2011.

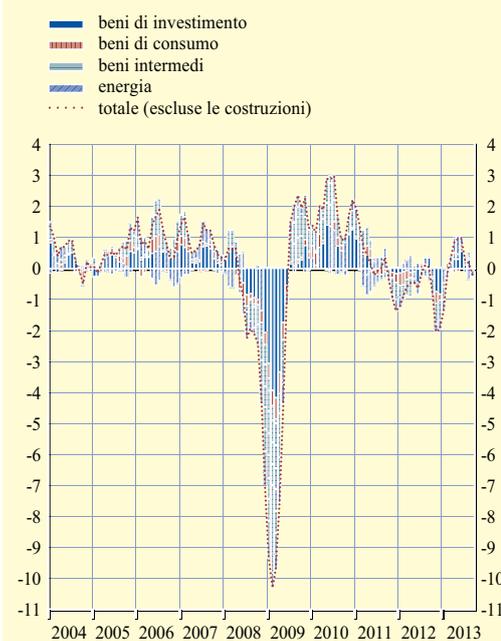
### SETTORE INDUSTRIALE AL NETTO DELLE COSTRUZIONI

Nel terzo trimestre del 2013 il valore aggiunto nel settore industriale al netto delle costruzioni è rimasto stabile, dopo aver segnato un incremento dello 0,5 per cento nel trimestre precedente. Dopo l'aumento dell'1,0 per cento nel secondo trimestre (cfr. figura 52), la produzione ha mostrato una lieve diminuzione, riconducibile soprattutto a una minore produzione di energia nonché, in misura inferiore, ai contributi negativi provenienti dai beni di investimento e da quelli di consumo. Al tempo stesso, i dati desunti dalle indagini congiunturali della Commissione europea indicano un ulteriore miglioramento della domanda, sebbene da un livello basso, nei tre mesi terminanti a ottobre.

In prospettiva, gli indicatori di breve periodo suggeriscono, per il quarto trimestre del 2013, una modesta espansione dell'attività nel settore industriale. Nel terzo trimestre l'indicatore della BCE dei nuovi ordinativi industriali al netto dei mezzi di trasporto pesante, meno sensibile alle commesse di grande entità dell'indice totale dei nuovi ordini, è aumentato dell'1,4 per cento sul periodo precedente, a fronte di un incremento dello 0,7 nel trimestre precedente. Secondo i dati delle indagini congiunturali della Commissione europea, le aspettative delle imprese nei successivi tre mesi circa l'evoluzione del proprio portafoglio ordini sarebbero migliorate ancora nei tre mesi terminanti a ottobre. In ottobre e in novembre l'indice PMI per la produzione manifatturiera e quello relativo ai nuovi ordinativi si sono collocati su livelli prossimi a quelli del terzo trimestre, mantenendosi quindi nettamente al di sopra della soglia teorica di crescita nulla

**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.

pari a 50 (cfr. figura 53). Inoltre, l'indicatore della Commissione europea sul clima di fiducia nell'industria ha evidenziato un ulteriore aumento in ottobre e in novembre.

### SETTORE DELLE COSTRUZIONI

Nel terzo trimestre del 2013 il valore aggiunto si è mantenuto stabile anche nel settore delle costruzioni, dopo nove trimestri di contrazione. Nel terzo trimestre la produzione del comparto è aumentata, in termini congiunturali, a un ritmo leggermente superiore rispetto al secondo trimestre, che pure aveva beneficiato di una ripresa dell'attività di costruzione, dopo l'interruzione di tutte le opere edili e di ingegneria civile avvenuta in alcuni paesi dell'area dell'euro nel primo trimestre dell'anno a causa di condizioni meteorologiche avverse.

In prospettiva, gli indicatori di breve termine confermano la debole dinamica del settore delle costruzioni. In settembre i dati mensili sulla produzione nel comparto hanno registrato un calo dell'1,3 per cento sul periodo precedente, implicando un debole avvio per il quarto trimestre a causa dell'effetto di trascinamento negativo. I risultati delle indagini congiunturali restituiscono un quadro leggermente meno pessimistico degli andamenti nel quarto trimestre.

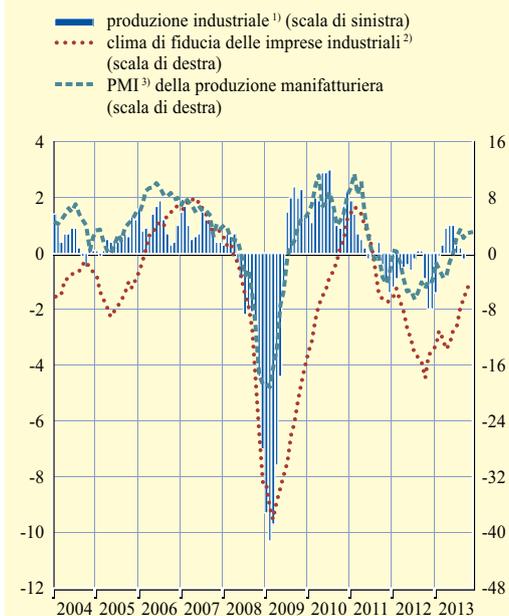
Ad esempio, in ottobre e in novembre l'indicatore della Commissione europea sul clima di fiducia nel settore delle costruzioni si è collocato, in media, lievemente al di sopra del livello medio del terzo trimestre. Analogamente, all'inizio del quarto trimestre l'indice PMI per la produzione nel settore edile e quello relativo ai nuovi ordinativi hanno mostrato un marginale miglioramento in termini congiunturali, pur mantenendosi al di sotto di 50, indicando una crescita negativa.

### SETTORE DEI SERVIZI

Dopo aver ripreso a crescere, dello 0,3 per cento in termini congiunturali nel secondo trimestre del 2013, il valore aggiunto nel settore dei servizi ha evidenziato un incremento lievemente inferiore, pari allo 0,2 per cento, nel terzo trimestre. Gli ultimi dati suggeriscono che la recente intensificazione dell'attività nel comparto ha riguardato in maniera generalizzata sia i servizi di mercato sia quelli non di mercato (che includono amministrazione pubblica, istruzione, sanità e servizi sociali). Nel terzo trimestre il valore aggiunto nei servizi non di mercato è cresciuto dello 0,2 per cento sul periodo precedente, dopo un analogo tasso di crescita nel secondo trimestre; quello nei servizi di mercato ha registrato un rialzo leggermente inferiore, crescendo dello 0,1 per cento in termini congiunturali, dallo 0,3 per cento del trimestre precedente. A livello di sottosettore, il valore aggiunto nei servizi di mercato ha mostrato andamenti alquanto contrastanti, caratterizzati da una netta contrazione dei servizi di informazione e comunicazione a fronte di una ripresa di quelli finanziari e assicurativi, il cui valore aggiunto ha segnato nel terzo trimestre una crescita positiva sul periodo precedente.

**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 indagini qualitative si riferiscono al settore manifatturiero.

- 1) Variazioni percentuali sui tre mesi precedenti.
- 2) Saldi percentuali.
- 3) *Purchasing Managers' Index*; scostamenti dal valore 50.

In prospettiva, le indagini congiunturali segnalano il protrarsi di una crescita positiva, benché modesta, sul finire dell'anno. Sulla base dei dati disponibili per i primi due mesi del quarto trimestre, l'indice PMI per il settore dei servizi è aumentato attestandosi al di sopra della media del terzo trimestre, raggiungendo per il secondo trimestre consecutivo un valore superiore alla soglia teorica di crescita nulla pari a 50. Analogamente, anche l'indicatore della Commissione europea relativo al clima di fiducia nel settore dei servizi suggerisce un marcato miglioramento rispetto alla media del terzo trimestre.

### 4.3 MERCATO DEL LAVORO

I dati sui mercati del lavoro nell'area dell'euro hanno mostrato di recente i primi segni di miglioramento, sebbene le dinamiche dell'occupazione continuano a presentare differenze sostanziali da un paese all'altro. Gli andamenti dell'occupazione sono tipicamente caratterizzati da un ritardo temporale rispetto all'attività economica, e gli indicatori prospettici, come quelli basati sulle indagini, segnalano per i prossimi trimestri una stabilizzazione dell'occupazione nell'area dell'euro. Il riquadro 6 mostra come l'occupazione nel settore dei servizi non di mercato sia stata colpita significativamente dalla crisi, ma che tale correzione abbia assunto proporzioni più contenute e, nel complesso, sia avvenuta più tardi rispetto al resto dell'economia.

Nel secondo trimestre del 2013 il numero degli occupati è diminuito dello 0,1 per cento in termini congiunturali, dopo una riduzione dello 0,4 per cento nel trimestre precedente (cfr. tavola 11). A livello settoriale, l'ulteriore calo dell'occupazione rilevato nel secondo trimestre è imputabile principalmente alle dinamiche del settore delle costruzioni e di quello manifatturiero. Per contro, l'occupazione è cresciuta nel comparto agricolo, anche per effetto di fattori temporanei connessi alle condizioni meteorologiche, e si è mantenuta sostanzialmente stabile in quello dei servizi (pur con alcune differenze tra i vari sottosettori).

**Tavola 11 Crescita dell'occupazione**

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

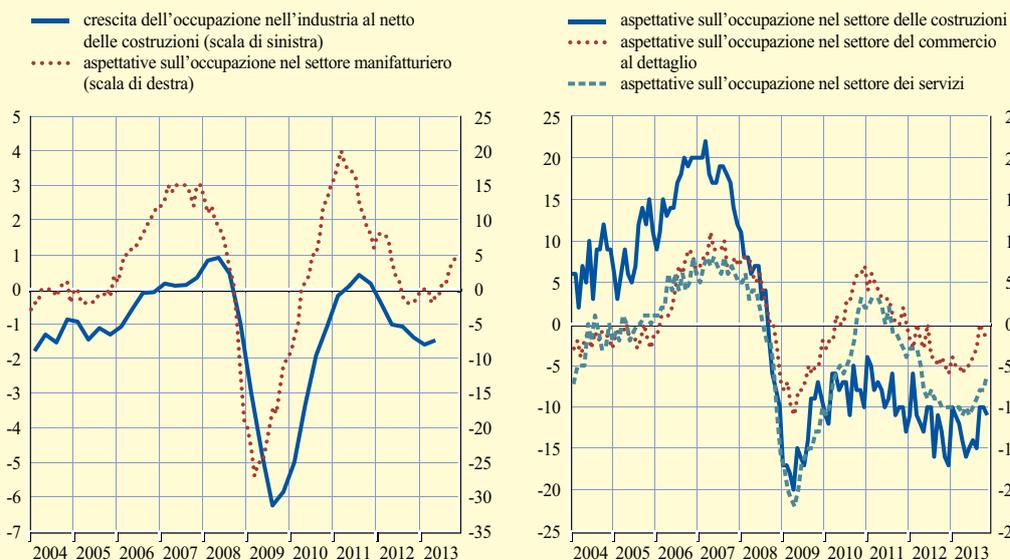
	Persone					Ore				
	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali			Variazioni annuali		Variazioni trimestrali		
	2011	2012	2012 4° trim.	2013 1° trim.	2013 2° trim.	2011	2012	2012 4° trim.	2013 1° trim.	2013 2° trim.
Totale economia	0,3	-0,7	-0,3	-0,4	-0,1	0,3	-1,5	-0,7	-0,9	0,6
<i>di cui:</i>										
Agricoltura e pesca	-1,9	-1,9	-0,8	-1,6	1,5	-3,1	-2,9	-0,7	-0,4	0,7
Industria	-1,1	-2,1	-0,9	-0,8	-0,6	-0,8	-3,4	-1,1	-1,5	0,9
Escluse le costruzioni	0,1	-1,0	-0,6	-0,5	-0,3	0,8	-2,1	-0,8	-1,1	1,3
Costruzioni	-3,8	-4,7	-1,6	-1,7	-1,2	-3,9	-6,1	-1,9	-2,4	0,0
Servizi	0,8	-0,2	-0,1	-0,3	0,0	0,8	-0,8	-0,6	-0,7	0,6
Commercio e trasporti	0,7	-0,8	-0,4	-0,3	-0,1	0,5	-1,7	-1,1	-0,7	0,6
Informatica e comunicazione	1,3	1,2	0,7	-0,2	0,2	1,4	0,5	-0,1	-0,2	0,8
Finanziari e alle imprese	-0,4	-0,4	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,9	-0,7	-0,5	0,3
Attività Immobiliari	0,5	-0,3	-0,6	-0,7	0,4	1,2	-1,1	-1,5	-0,9	1,2
Servizi Professionali	2,5	0,7	-0,3	-0,6	0,3	2,8	0,3	-0,7	-0,9	0,7
Amministrazione pubblica	0,3	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,5	-0,6	0,2	-0,6	0,5
Altri servizi <sup>1)</sup>	0,1	0,7	-0,2	0,0	-0,1	0,1	-0,1	-0,8	-0,5	0,1

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

**Figura 54 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione**

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



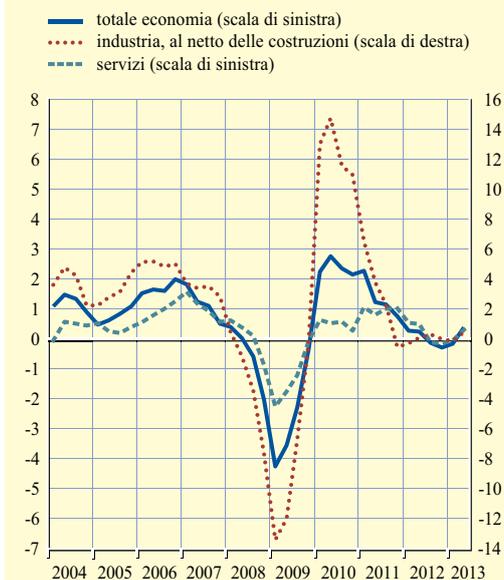
Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.  
Nota: i saldi percentuali sono espressi come scarti dalla media.

Le ore lavorate totali sono aumentate dello 0,6 per cento in termini congiunturali nel secondo trimestre del 2013, dopo una flessione dello 0,9 per cento nei primi tre mesi dell'anno. Tale andamento potrebbe in parte riflettere un recupero sul trimestre precedente, che ha risentito di fattori legati alle condizioni metereologiche, ma potrebbe anche indicare un miglioramento del mercato del lavoro, nel quale una normalizzazione delle ore lavorate generalmente precede nuove assunzioni. Sebbene i risultati delle indagini congiunturali siano ancora modesti, essi segnalano comunque un incremento complessivo dell'occupazione nella seconda metà dell'anno rispetto al secondo trimestre (cfr. figura 54).

La produttività per occupato ha mostrato un rialzo dello 0,4 per cento su base annua nel secondo trimestre del 2013, dopo una riduzione dello 0,2 per cento nel primo (cfr. figura 55). Contestualmente, la produttività per ora lavorata è cresciuta a un ritmo più contenuto, in linea con il forte incremento delle ore lavorate totali. Ci si attende che la crescita della produttività sia rimasta su livelli bassi nel terzo trimestre, sulla scia della

**Figura 55 Produttività del lavoro per occupato**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



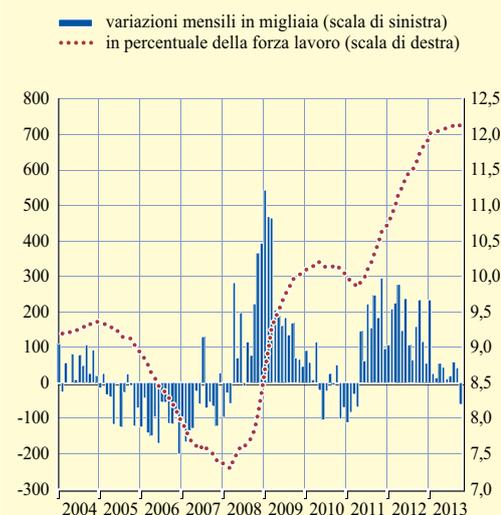
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

debole attività economica, per poi aumentare lievemente nel quarto.

In linea con il calo dell'occupazione, il tasso di disoccupazione è aumentato in maniera costante, raggiungendo in settembre un massimo storico del 12,2 per cento dall'inizio della serie nel 1995. Nondimeno, dati più recenti segnalano una flessione del tasso di disoccupazione al 12,1 per cento in ottobre (cfr. figura 56). Mentre il dato riguardante la popolazione di età superiore ai 25 anni si starebbe stabilizzando, la disoccupazione giovanile resta in aumento. La variazione sul periodo corrispondente del tasso di disoccupazione complessivo risulta in calo dalla metà del 2012, a indicare che il ritmo di deterioramento va diminuendo e che è in corso una stabilizzazione. In prospettiva, ci si aspetta che il tasso di disoccupazione si riduca gradualmente, sebbene con un ritmo molto moderato.

**Figura 56 Disoccupazione**

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

**Riquadro 6**

**L'EFFETTO DELLA CRISI SULL'OCCUPAZIONE E SUI SALARI NEI SERVIZI NON DI MERCATO**

Negli anni recenti gli sforzi di risanamento per portare le finanze pubbliche nei paesi dell'area dell'euro su di un sentiero sostenibile hanno avuto un impatto anche sulle retribuzioni del settore pubblico. Nel prossimo futuro questi interventi di risanamento potrebbero comportare un contenimento della crescita dell'occupazione complessiva nella ripresa della produzione attesa. In questo contesto il presente riquadro passa in rassegna l'aggiustamento dell'occupazione e dei salari dall'inizio della crisi finanziaria nel 2008 nei servizi non di mercato, intesi in questa sede come pubblica amministrazione e difesa, previdenza sociale obbligatoria, istruzione, salute pubblica e lavori socialmente utili<sup>1)</sup>. Nel complesso dell'area dell'euro queste attività rappresentano quasi un quarto dell'occupazione totale, ma varia tra i singoli paesi il grado in cui esse sono fornite dal settore pubblico o privato. Più specificatamente il settore pubblico costituisce circa i due terzi dell'occupazione nei servizi non di mercato dell'area.

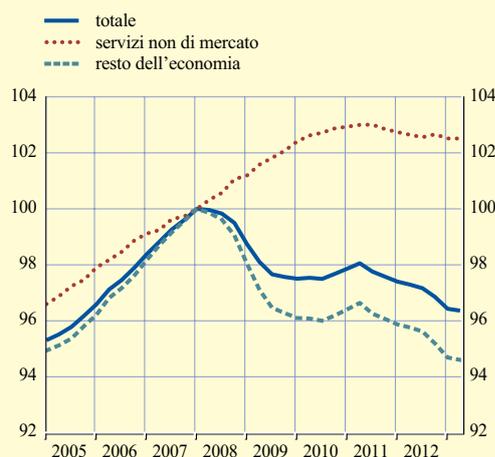
**L'aggiustamento dell'occupazione nei servizi non di mercato**

Durante i primi tre anni della crisi dal 2008 al 2010 l'occupazione nei servizi non di mercato dell'area dell'euro ha continuato ad aumentare. Di fatto, ha mostrato segni di correzione al ribasso soltanto negli ultimi due anni (cfr. figura A). Per contro, nel resto dell'economia l'occupazione ha iniziato a diminuire attorno agli inizi della recessione nella prima metà del 2008.

1) Questa definizione corrisponde alla somma dei settori da O a Q nella classificazione NACE Revisione 2. I dati di contabilità nazionale trimestrali utilizzati nel presente riquadro sono disponibili soltanto per la somma di tali settori.

**Figura A Evoluzione dell'occupazione nell'area dell'euro**

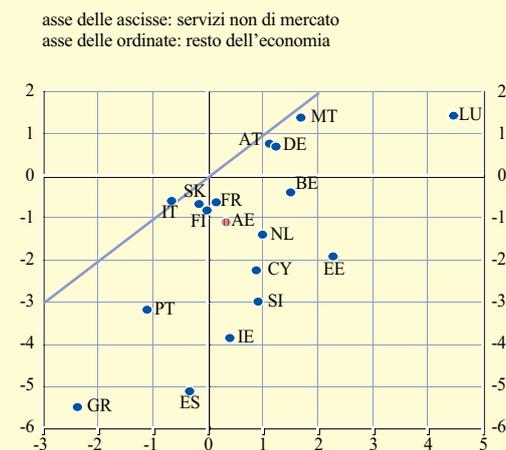
(indice: 1° trim. 2008 = 100; dati destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: l'occupazione nel resto dell'economia corrisponde all'occupazione totale al netto dell'occupazione nei servizi non di mercato.

**Figura B Adeguamento dell'occupazione nei paesi dell'area dell'euro**

(variazioni percentuali in media d'anno dal 2° trim. 2008 al 2° trim. 2013; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
1) L'occupazione nel resto dell'economia corrisponde all'occupazione totale al netto dell'occupazione nei servizi non di mercato.  
2) I dati di Malta coprono solo il periodo fino al primo trimestre del 2013.  
3) La linea continua blu indica una variazione uguale nei servizi non di mercato e nel resto dell'economia.

Una correzione più moderata dell'occupazione nei servizi non di mercato è una regolarità empirica del ciclo economico e riflette l'erogazione di servizi essenziali in settori quali forze dell'ordine, istruzione e sanità indipendentemente dalle oscillazioni dell'attività economica generale. L'acuirsi della crisi nell'autunno del 2008 ha indotto la maggior parte degli Stati membri dell'UE ad adottare misure di stimolo all'economia, anche nel contesto del piano europeo di ripresa economica. Di conseguenza, il ritardo della correzione dell'occupazione nei servizi non di mercato rispetto al resto dell'economia potrebbe in parte ricondursi alla decisione dei governi di intraprendere un'azione di bilancio espansiva in tale periodo.

L'aggiustamento più contenuto dell'occupazione nei servizi non di mercato rispetto al resto dell'economia durante la crisi è una caratteristica diffusa tra i paesi dell'area dell'euro (cfr. figura B). Ad eccezione di alcuni paesi soggetti a tensioni di mercato, quali Grecia, Spagna, Italia e Portogallo, l'occupazione nei servizi non di mercato è stata caratterizzata da una variazione annua media positiva nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro nel periodo compreso tra la metà del 2008 e la metà del 2013. È questo il caso anche di alcuni paesi in cui l'occupazione nel resto dell'economia ha registrato una brusca flessione media, come Irlanda e Slovenia.

### L'adeguamento salariale nei servizi non di mercato

La spesa per retribuzioni può essere gestita in periodi di aggiustamento attraverso variazioni sia dell'occupazione sia delle retribuzioni per occupato<sup>2)</sup>. Per la maggior parte dei paesi

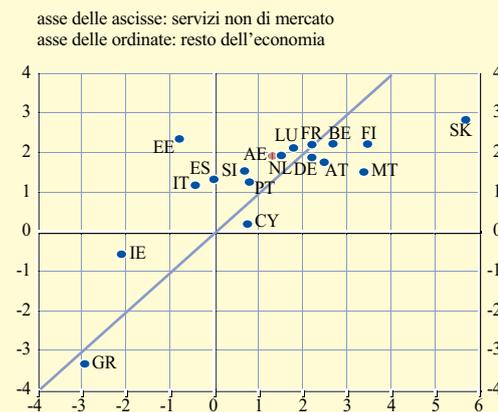
2) Tra il secondo trimestre del 2008 e il secondo trimestre del 2013 il monte retributivo nei servizi non di mercato è aumentato dell'8,7 per cento, di questo 1,7 punti percentuali sono imputabili all'incremento del numero di occupati.

sottoposti a tensioni di mercato, le correzioni salariali medie al ribasso nel periodo a partire dal 2008 sono state più marcate nei servizi non di mercato che nel resto dell'economia, mentre nei paesi non soggetti a tali tensioni la correzione è stata meno disomogenea (cfr. figura C)<sup>3)</sup>. In alcuni casi, la correzione al ribasso relativamente più marcata dei salari nei servizi non di mercato ha assunto varie forme, ivi comprese la riduzione dei trattamenti accessori, la riduzione degli straordinari retribuiti e l'abolizione della tredicesima e quattordicesima mensilità di paga.

Per valutare il grado di aggiustamento salariale nei servizi non di mercato, occorre prendere in considerazione il profilo professionale degli occupati e l'incidenza della correzione dei posti di lavoro tra le classi di lavoratori. Dall'inizio della crisi la struttura occupazionale nei servizi non di mercato si è spostata in favore dei lavoratori altamente qualificati. I posti per i lavoratori con livello di qualifica basso o medio si sono ridotti, mentre i lavoratori altamente qualificati sono stati assunti durante l'intero periodo di crisi (cfr. figura D). Questo andamento conferma la tendenza di più lungo periodo

**Figura C Adeguamento salariale nei paesi dell'area dell'euro**

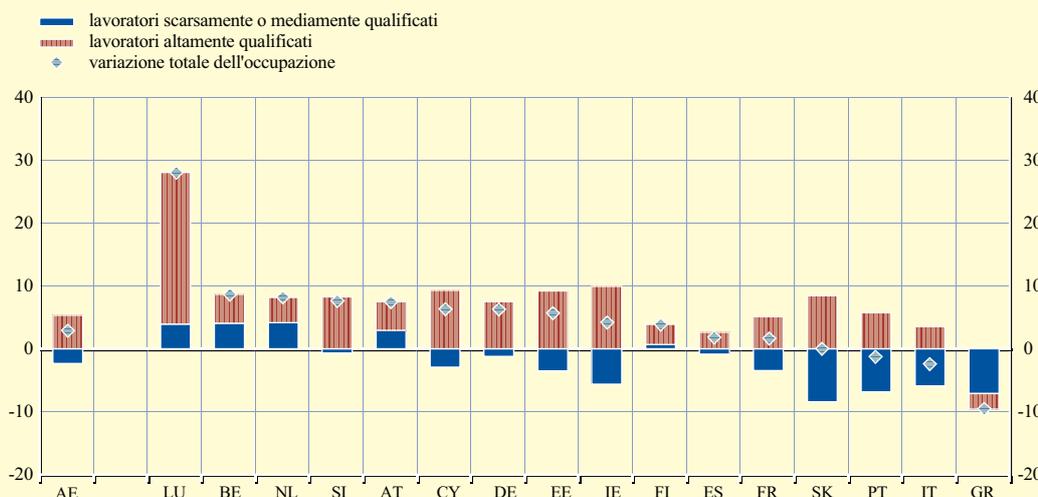
(variazioni percentuali in media d'anno dal 2° trim. 2008 al 2° trim. 2013; dati destagionalizzati)



Fonte: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
 1) I salari nel resto dell'economia corrispondono ai salari totali al netto dei salari nei servizi non di mercato.  
 2) I salari sono rappresentati dai redditi per occupato.  
 3) I dati di Malta coprono solo il periodo fino al primo trimestre del 2013.  
 4) La linea continua blu indica una variazione uguale nei servizi non di mercato e nel resto dell'economia.

**Figura D Occupazione nei servizi non di mercato e contributi per livello di qualifica (4° trim. 2007 - 4° trim. 2012)**

(variazioni percentuali; punti percentuali)



Fonte: dati desunti dall'indagine sulle forze lavoro dell'UE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
 Note: per il 2007 l'occupazione nei servizi non di mercato comprende i settori dalla L a N della classificazione NACE Revisione 1. Per tenere conto del fatto che i dati non sono destagionalizzati, si considera che il periodo della crisi vada dal quarto trimestre del 2007 al quarto trimestre del 2012. Malta non è riportata a causa della mancanza di dati prima del 2008.

3) L'analisi condotta sulla base dei salari per ora lavorata porta alle medesime conclusioni.

di una flessione relativa della domanda di lavoratori scarsamente o mediamente qualificati. Le ragioni di ciò comprendono probabilmente i maggiori requisiti per quanto concerne i posti di lavoro ad alta intensità di conoscenze e forse anche la privatizzazione o l'esternalizzazione di attività tipicamente associate a lavori meno qualificati. Un'eccezione in questo quadro è la Grecia, dove l'aggiustamento al ribasso dell'occupazione nei servizi non di mercato ha interessato anche le categorie altamente qualificate. Per contro, i servizi non di mercato di Belgio, Paesi Bassi e Austria hanno registrato un incremento più equilibrato degli occupati con un livello di qualifica alto, medio e basso. Le variazioni nella composizione per qualifica dell'occupazione nei servizi non di mercato potrebbero aver avuto un impatto positivo sulla dinamica salariale media a causa della maggiore retribuzione dei lavoratori altamente qualificati. In altri termini, negli anni recenti l'evoluzione della composizione per qualifica dell'occupazione potrebbe aver mascherato, in qualche misura, l'adeguamento salariale di fondo nei servizi non di mercato.

#### Osservazioni conclusive

In sintesi, nell'area dell'euro l'occupazione nei servizi non di mercato ha risentito notevolmente della crisi, ma l'adeguamento è stato molto più modesto e, nel complesso, più tardivo rispetto al resto dell'economia. Quanto ai redditi per occupato, invece, la correzione nei servizi non di mercato rispetto al resto dell'economia è stata nel complesso più accentuata, specie nei paesi soggetti a tensioni di mercato.

#### 4.4 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Gli andamenti degli indicatori di fiducia basati sulle indagini qualitative fino a novembre sono in linea con un tasso di crescita positivo nel quarto trimestre dell'anno. In prospettiva, per il 2014 e per il 2015 ci si attende che il prodotto mostri una lenta ripresa, soprattutto per effetto di un certo miglioramento della domanda interna sostenuto dall'orientamento accomodante della politica monetaria. L'attività economica dell'area dell'euro dovrebbe altresì beneficiare di un graduale rafforzamento della domanda di esportazioni. Inoltre, i miglioramenti complessivamente osservati nei mercati finanziari dallo scorso anno si stanno trasmettendo all'economia reale, al pari dei progressi realizzati nel risanamento dei conti pubblici. In aggiunta, i redditi reali sono stati di recente favoriti da una più bassa inflazione dei prezzi dell'energia. Al tempo stesso, la disoccupazione nell'area dell'euro rimane elevata e gli aggiustamenti di bilancio necessari nei settori pubblico e privato continueranno a gravare sull'attività economica.

Tale valutazione trova riscontro anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in dicembre dagli esperti dell'Eurosistema, che prevedono un calo annuo del PIL in termini reali pari allo 0,4 per cento nel 2013, cui seguirebbe un rialzo dell'1,1 per cento nel 2014 e dell'1,5 per cento nel 2015. Nel confronto con le proiezioni dello scorso settembre elaborate dagli esperti della BCE, il valore relativo alla crescita del PIL in termini reali è rimasto invariato per il 2013 ed è stato rivisto al rialzo di 0,1 punti percentuali per il 2014 (cfr. l'articolo sulle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2013, in questo Bollettino).

I rischi per le prospettive economiche dell'area dell'euro sarebbero orientati al ribasso. Le dinamiche delle condizioni sui mercati monetari e finanziari mondiali e le connesse incertezze potrebbero influenzare negativamente il contesto economico. Altri rischi al ribasso includono rincari delle materie prime, una domanda interna e una crescita delle esportazioni inferiori alle attese, nonché una lenta o insufficiente attuazione delle riforme strutturali nei paesi dell'area dell'euro.

## 5 ANDAMENTO DELLA FINANZA PUBBLICA

Secondo le previsioni economiche pubblicate dalla Commissione europea nell'autunno 2013, è proseguito nell'area dell'euro il risanamento dei bilanci pubblici. Il disavanzo delle amministrazioni pubbliche è sceso dal 3,7 per cento del PIL nel 2012 al 3,1 nel 2013. Al tempo stesso, il rapporto tra debito pubblico e PIL nell'area dovrebbe raggiungere nel 2014 un picco attorno al 96 per cento, per poi diminuire per la prima volta dallo scoppio della crisi finanziaria. I progetti di documenti programmatici di bilancio, presentati per la prima volta dai paesi membri dell'area dell'euro ai sensi delle nuove regole del "two-pack" a metà ottobre, indicano una significativa attenuazione degli sforzi di risanamento. Secondo la Commissione europea, l'aggiustamento strutturale aggregato previsto da tali progetti ammonterebbe soltanto a 0,25 punti percentuali del PIL nel 2014. A metà novembre la Commissione ha invitato vari paesi membri dell'area dell'euro ad adottare ulteriori provvedimenti prima di finalizzare i rispettivi bilanci per il 2014 al fine di assicurare il rispetto delle regole dell'UE in materia di finanze pubbliche. Le misure aggiuntive andrebbero studiate in modo da essere favorevoli alla crescita: dovrebbero privilegiare la riduzione della spesa improduttiva tutelando al contempo gli investimenti pubblici ed evitando ulteriori aggravii fiscali, ove possibile.

### ANDAMENTO DEI CONTI PUBBLICI NEL 2013

In base alle previsioni economiche pubblicate dalla Commissione europea nell'autunno 2013, il risanamento delle finanze pubbliche nell'area dell'euro è proseguito. Il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dovrebbe essere sceso in rapporto al PIL dal 3,7 per cento del 2012 al 3,1 nel 2013 (cfr. tavola 12 e figura 57). La flessione è riconducibile in gran parte all'incremento delle entrate in rapporto al PIL di 0,5 punti percentuali al 46,7 per cento, mentre il rapporto spesa/PIL sarebbe rimasto invariato al 49,9 per cento.

Il debito delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro in rapporto al PIL sarebbe aumentato di circa 3 punti percentuali al 95,7 per cento nel 2013. L'incremento riflette il raccordo disavanzo-debito e il cosiddetto effetto "snowball" (ossia l'aumento del debito derivante da un differenziale positivo fra tassi di interesse e crescita nominali), mentre il contributo del disavanzo primario dovrebbe essere stato molto modesto.

**Tavola 12 Evoluzione della finanza pubblica nell'area dell'euro**

(in percentuale del PIL)					
	2011	2012	2013	2014	2015
a. Entrate totali	45,3	46,3	46,7	46,8	46,5
b. Spese totali	49,5	50,0	49,9	49,3	48,8
<i>di cui:</i>					
c. Spese per interessi	3,0	3,1	3,0	3,0	3,1
d. Spese primarie (b - c)	46,5	46,9	46,8	46,3	45,8
Saldo di bilancio (a - b)	4,2	-3,7	-3,1	-2,5	-2,4
Saldo di bilancio primario (a - d)	1,1	-0,6	-0,1	0,5	0,7
Saldo di bilancio corretto per gli effetti del ciclo	3,6	-2,6	-1,6	-1,3	-1,6
Saldo strutturale di bilancio	3,6	-2,1	-1,5	-1,3	-1,5
Debito lordo	88,0	92,7	95,7	96,1	95,5
<i>Per memoria: PIL in termini reali</i>					
(variazione percentuale sui dodici mesi)	1,6	-0,7	-0,4	1,1	2,8

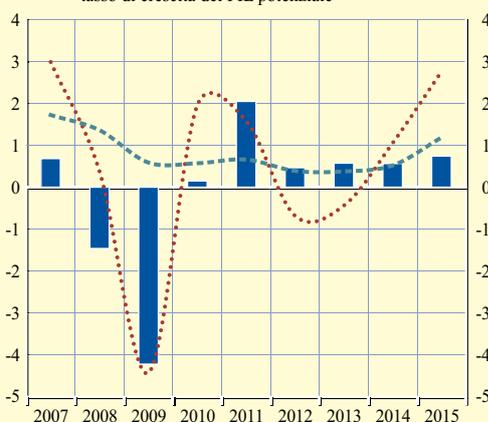
Fonti: previsioni economiche della Commissione europea nell'autunno 2013 ed elaborazioni della BCE.  
Note: eventuali discrepanze sono da attribuire ad arrotondamenti. I dati aggregati dell'area dell'euro non comprendono la Lettonia.

**Figura 57 Determinanti degli andamenti di bilancio nell'area dell'euro**

(in punti percentuali del PIL; variazioni percentuali)

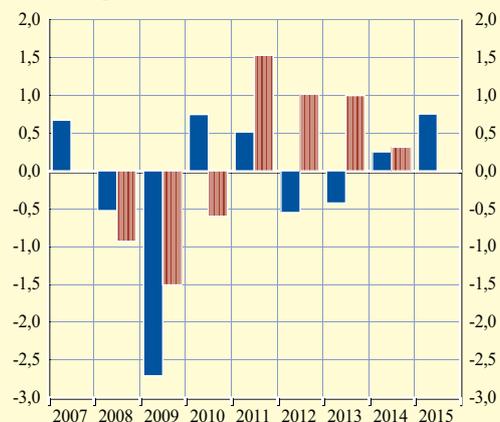
**a) tasso di crescita del PIL reale e variazioni annue del saldo di bilancio**

■ variazione del saldo di bilancio  
 ..... tasso di crescita del PIL reale  
 - - - tasso di crescita del PIL potenziale



**b) variazioni annue del saldo di bilancio corretto per il ciclo e della componente ciclica del saldo effettivo**

■ variazione della componente ciclica del saldo effettivo  
 ■■ variazione del saldo di bilancio effettivo corretto per il ciclo



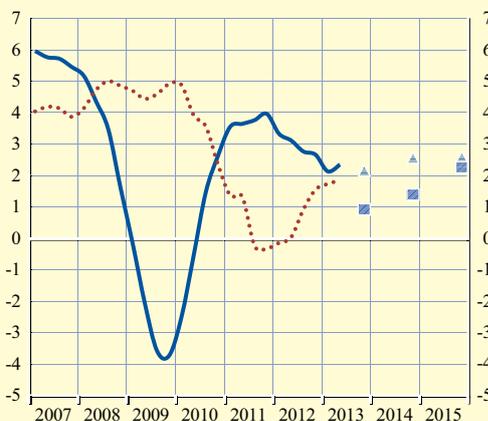
Fonti: previsioni dell'autunno 2013 della Commissione europea ed elaborazioni della BCE.  
 Nota: i dati si riferiscono alle amministrazioni pubbliche.

In prospettiva, si prevede che il disavanzo delle amministrazioni pubbliche a livello dell'area dell'euro scenda in rapporto al PIL al 2,5 per cento nel 2014 e ancora marginalmente al 2,4 nel

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

— entrate totali (dati trimestrali) ▲ entrate totali (dati annuali, Commissione europea)  
 ..... spese totali (dati trimestrali) ■■ spese totali (dati annuali, Commissione europea)

**a) variazione percentuale sull'anno precedente delle somme mobili di quattro trimestri**



**b) somme mobili di quattro trimestri in percentuale del PIL**



Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali, previsioni dell'autunno 2013 della Commissione europea.  
 Note: i dati si riferiscono alle amministrazioni pubbliche. Le figure mostrano l'andamento delle entrate e delle spese totali in termini di somme mobili di quattro trimestri per il periodo che va dal primo trimestre del 2007 al secondo trimestre del 2013, nonché le proiezioni per il 2013, il 2014 e il 2015 desunte dalle previsioni dell'autunno 2013 della Commissione europea.

2015. La riduzione del disavanzo attesa per questi due anni sarebbe ascrivibile principalmente a un calo atteso del rapporto spesa/PIL pari al 48,8 per cento nel 2015, dovuto a una flessione della spesa primaria che più che compenserebbe la lieve contrazione delle entrate al 46,5 per cento del PIL in tale anno (cfr. tavola 12 e figura 58). Oltre alle misure di contenimento della spesa, la diminuzione attesa per la spesa primaria riflette anche in parte l'affievolirsi del sostegno al settore finanziario in alcuni paesi. Il rapporto tra debito pubblico e PIL nell'area dell'euro dovrebbe raggiungere un picco attorno al 96 per cento nel 2014 per scendere in seguito per la prima volta dallo scoppio della crisi finanziaria, soprattutto in seguito a un graduale incremento degli avanzi primari.

### EVOLUZIONE DEI CONTI PUBBLICI E PROGRAMMI DI BILANCIO IN ALCUNI PAESI

Nel corso del 2013 vari paesi dell'area dell'euro hanno migliorato ulteriormente la posizione di bilancio rispetto al 2012, in linea con le più recenti previsioni economiche di autunno della Commissione europea. Tuttavia, le differenze tra paesi restano consistenti. Mentre alcuni di essi dovrebbero aver ottenuto risultati migliori dei propri obiettivi di bilancio per il 2013, altri mostrerebbero ritardi nel risanamento e rischiano di non rispettare le scadenze della procedura per i disavanzi eccessivi (PDE). Sulla base dei progetti di documenti programmatici di bilancio per il 2014, sottoposti a un esercizio di monitoraggio creato di recente per i 13 paesi dell'area dell'euro non soggetti a programmi di assistenza finanziaria nell'ambito delle disposizioni del cosiddetto "two-pack", la Commissione ha individuato rischi di inosservanza del Patto di stabilità e crescita (PSC) per vari paesi (cfr. il riquadro).

#### Riquadro 7

### IL RISANAMENTO DEI CONTI PUBBLICI NELL'AREA DELL'EURO: PROGRESSI COMPIUTI E PROGRAMMI PER IL 2014

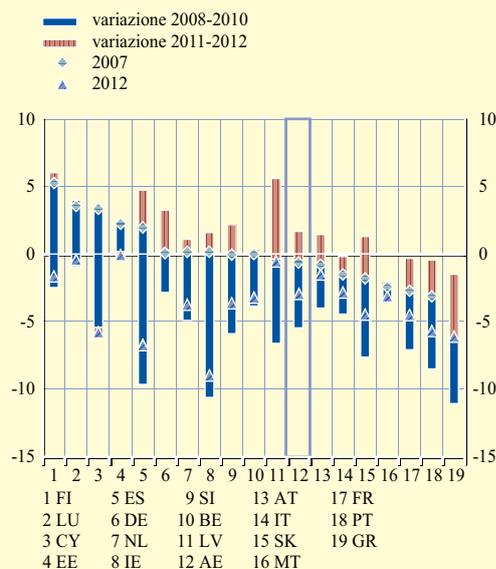
Il presente riquadro fa il punto sui progressi compiuti nel risanamento dei conti pubblici nell'area dell'euro e sulle ulteriori esigenze di aggiustamento. La crisi finanziaria ha provocato un deterioramento molto marcato del disavanzo e del debito del settore pubblico in rapporto al PIL nei paesi dell'area dell'euro. La strategia di risanamento adottata nel 2010 incomincia adesso a produrre i suoi frutti, con un disavanzo pubblico dell'area dell'euro più che dimezzato rispetto ai massimi raggiunti e un rapporto tra debito e PIL dell'area in termini aggregati che dovrebbe stabilizzarsi nel 2014. Questo miglioramento, tuttavia, cela una notevole eterogeneità tra i paesi dell'area dell'euro. Molti di questi hanno ancora un lungo cammino da percorrere prima di raggiungere posizioni di bilancio solide. In linea con le regole del "two-pack", nell'ottobre 2013 gli Stati membri hanno presentato alla Commissione europea per la prima volta i progetti di documenti programmatici di bilancio. Nella sua valutazione, la Commissione ha riscontrato che solo due di essi (Germania ed Estonia) erano pienamente conformi alle regole di bilancio dell'UE. Cinque progetti di documenti programmatici (relativi a Spagna, Italia, Lussemburgo, Malta e Finlandia) sono stati considerati a rischio di inosservanza in assenza di provvedimenti aggiuntivi. Il 22 novembre 2013 l'Eurogruppo ha avallato la valutazione della Commissione e ha esortato gli Stati membri a tener conto dei timori della Commissione prima di finalizzare i bilanci per il 2014. In prospettiva, è essenziale che gli interventi di risanamento delle finanze pubbliche continuino ad assicurare quanto prima il ritorno a solide posizioni di bilancio.

#### Le ricadute della crisi

L'aggravarsi della crisi finanziaria a metà 2008 e la contrazione dell'attività economica che ne è seguita hanno causato un deterioramento molto marcato della posizione di bilancio dell'area dell'euro

**Figura A Dinamica dei rapporti disavanzo/PIL (2007-2013)**

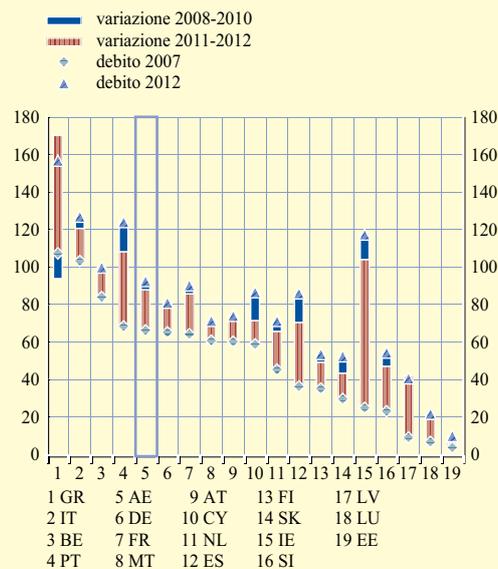
(in percentuale del PIL; punti percentuali)



Fonti: dati AMECO ed elaborazioni della BCE.  
 Nota: i dati non comprendono l'impatto sul bilancio del sostegno finanziario al settore bancario. I paesi sono classificati in base al saldo di bilancio nel 2007.

**Figura B Dinamica dei rapporti debito/PIL (2007-2013)**

(in percentuale del PIL; punti percentuali)



Fonti: dati AMECO ed elaborazioni della BCE.  
 Nota: i paesi sono classificati in base al rapporto debito/PIL nel 2007.

e dei suoi paesi membri. Nella maggior parte di essi sono state attuate misure d'urgenza dalla fine del 2008 per fornire sostegno finanziario alle banche in difficoltà e preservare la stabilità finanziaria a livello dell'area dell'euro. Allo stesso tempo, e con lo scopo di limitare le ripercussioni negative della crisi sull'attività economica, è stato introdotto uno stimolo di bilancio coordinato nell'ambito del piano europeo di ripresa economica (*European Economic Recovery Plan*, EERP). L'EERP invitava gli Stati membri ad adottare, coerentemente con il margine di manovra consentito dai conti pubblici, misure espansive temporanee e mirate nel corso del 2009-10. Questi interventi di politica economica, abbinati all'azione degli stabilizzatori automatici, hanno fatto sì che il disavanzo e il debito pubblici in rapporto al PIL aumentassero a livelli mai registrati in precedenza in tutta l'area dell'euro, decisamente superiori ai criteri di riferimento sanciti dal Patto di stabilità e crescita (PSC) (cfr. figure A e B). Di conseguenza, a fine 2009 era stata avviata una procedura per i disavanzi eccessivi (EDP) in 13 paesi dell'area dell'euro. Nel periodo 2008-2009 il saldo di bilancio nominale aggregato dell'area è peggiorato di 5,7 punti percentuali di PIL, mentre il saldo strutturale di 2,5 punti percentuali di PIL.

### Progressi nel risanamento dei conti pubblici nel periodo 2010-2013

Nell'ottobre 2009 il Consiglio Ecofin ha fissato i principi per un'uscita coordinata dalle misure di stimolo fiscale adottate in precedenza. Nonostante la decisione di tenere conto delle specificità della situazione nazionale nel definire il ritmo di aggiustamento, il risanamento avrebbe dovuto iniziare in tutti i paesi dell'area dell'euro al più tardi nel 2011, mentre nei paesi a rischio di sostenibilità avrebbe dovuto cominciare prima. La raccomandazione era che nella maggior parte degli Stati membri

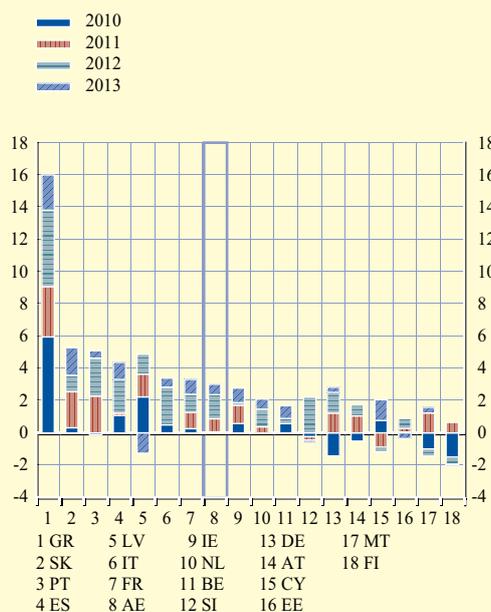
il ritmo programmato di aggiustamento dei bilanci fosse ambizioso e nettamente superiore al parametro di riferimento dello 0,5 per cento del PIL all'anno in termini strutturali. Sulla base di questi principi e delle disposizioni del PSC, che consente in circostanze straordinarie la correzione dei disavanzi eccessivi in un quadro a medio termine anziché nell'anno successivo alla loro individuazione, le raccomandazioni emanate nell'ambito delle PDE durante il 2009 hanno concesso scadenze relativamente lunghe per la correzione del disavanzo eccessivo, comprese inizialmente tra due e quattro anni. Lo sforzo strutturale richiesto in media d'anno per correggere gli squilibri di bilancio andava da 0,5 a oltre 2 punti percentuali di PIL per i paesi con notevoli rischi per la sostenibilità.

Nel 2010 la crisi del debito sovrano nell'area dell'euro ha messo in luce le debolezze nel quadro di *governance* economica dell'UE. Conseguentemente, nel dicembre 2011 sono state introdotte le nuove regole del cosiddetto "six-pack". Inoltre, vari paesi hanno rafforzato sensibilmente l'azione di risanamento allo scopo di riconquistare la fiducia dei mercati finanziari. Questo ha segnato l'inizio di un periodo di protratta correzione dei conti pubblici, specie nei paesi sottoposti a un programma congiunto di assistenza finanziaria da parte dell'UE/FMI e quelli soggetti a notevoli tensioni nei mercati finanziari. Di conseguenza, gli sforzi di risanamento (misurati dalla variazione del saldo strutturale di bilancio) si sono rivelati in vari paesi molto più ampi di quanto ipotizzato allorché furono formulate nel 2009 le raccomandazioni nel quadro delle PDE (cfr. figura C).

Nel periodo 2010-2013 l'azione di risanamento è riuscita nella maggior parte dei paesi a invertire la tendenza dei disavanzi pubblici ad aumentare. Di conseguenza, il disavanzo di bilancio dell'area

**Figura C Variazione del saldo strutturale di bilancio (2010-2013)**

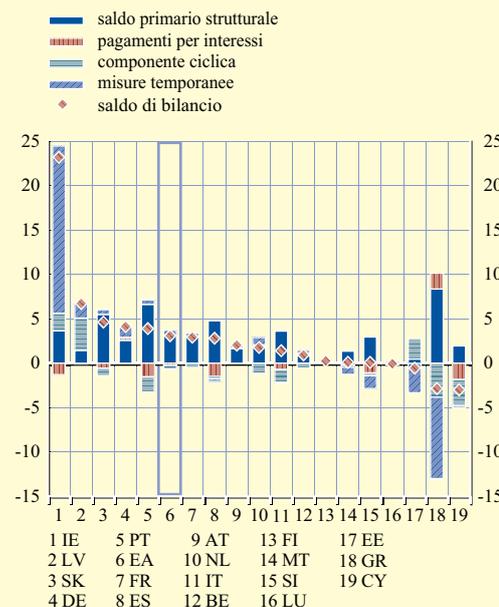
(punti percentuale del PIL)



Fonti: dati AMECO e previsioni economiche pubblicate dalla Commissione europea nell'autunno 2013.  
Nota: i paesi sono classificati in base alla variazione cumulata del saldo strutturale di bilancio.

**Figura D Scomposizione delle variazioni nel saldo di bilancio (2011-2013)**

(punti percentuale del PIL)

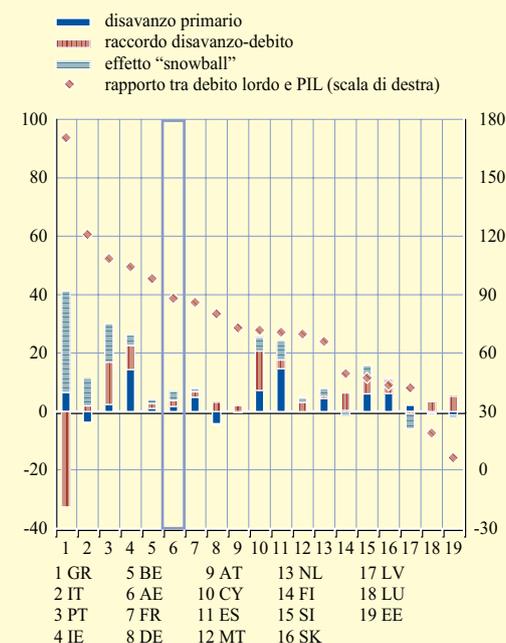


Fonti: dati AMECO, previsioni economiche pubblicate dalla Commissione europea nell'autunno 2013 ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i dati comprendono l'effetto del sostegno finanziario al settore bancario.

dell'euro è diminuito gradualmente dal picco del 6,4 per cento del PIL nel 2009 per raggiungere quest'anno il 3,1 per cento del PIL secondo le attese. Ciò nonostante, in molti paesi i disavanzi di bilancio rimangono superiori ai valori precedenti alla crisi. Infatti, i saldi di bilancio complessivi sono migliorati in misura inferiore rispetto a quanto inizialmente previsto per i seguenti motivi: 1) andamenti congiunturali avversi e fattori *una tantum* connessi all'impatto sui bilanci del sostegno finanziario al settore bancario (cfr. figura D); 2) sforzi talvolta meno ambiziosi di quanto prospettato inizialmente. Di conseguenza, molti paesi non hanno rispettato le scadenze delle PDE, che sono state prorogate nel corso del 2012 e del 2013 in alcuni casi di due anni, ossia oltre l'orizzonte di un anno applicabile di norma ai sensi del PSC. Analogamente, i rapporti debito/PIL sono rimasti decisamente superiori ai livelli pre-crisi e hanno continuato ad aumentare, a causa prevalentemente di un ampio differenziale positivo tra il tasso di interesse sul debito in essere e il tasso di crescita dell'economia nonché del sostegno finanziario erogato al settore bancario (cfr. figura E)<sup>1)</sup>.

**Figura E Scomposizione delle variazioni nel rapporto debito/PIL (2011-2013)**

(in percentuale del PIL; punti percentuali)



Fonti: dati AMECO, previsioni economiche pubblicate dalla Commissione europea nell'autunno 2013 ed elaborazioni della BCE.

### Programmi di bilancio per il 2014

Secondo le previsioni economiche pubblicate dalla Commissione europea nell'autunno del 2013, il disavanzo di bilancio dell'area dell'euro dovrebbe scendere nel 2014 al di sotto del valore di riferimento (2,5 per cento del PIL). Questa perdurante riduzione degli squilibri di bilancio è sostanzialmente in linea con i progetti di documenti programmatici di bilancio per il 2014, che i paesi dell'area dell'euro non soggetti a un programma di assistenza finanziaria hanno presentato per la prima volta nell'ottobre 2013 ai sensi delle nuove regole del cosiddetto "two-pack". I 13 paesi dell'area dell'euro che hanno partecipato all'esercizio prevedono in gran parte di ridurre ulteriormente i disavanzi di bilancio nel 2014. Tuttavia, rispetto ai piani di bilancio per il 2014 delineati nei programmi di stabilità per il 2013 della scorsa primavera, una vasta maggioranza di governi si attende posizioni di bilancio sostanzialmente invariate o peggiori di quanto prospettato inizialmente. Allo stesso tempo, come indicano le previsioni economiche pubblicate dalla Commissione europea nell'autunno 2013, in molti paesi il risanamento strutturale nel 2014 sarebbe inferiore agli impegni assunti nell'ambito del PSC (cfr. tavola). Di conseguenza, per i paesi che partecipano a questo esercizio di sorveglianza, lo sforzo strutturale ammonterebbe a circa 0,25 punti percentuali del PIL nel 2014, livello decisamente inferiore al valore di riferimento dello

1) Il sostegno finanziario concesso alle banche in difficoltà ha contribuito al deterioramento delle posizioni di bilancio in molti paesi tra cui l'Irlanda, dove l'effetto di aumento del disavanzo di tale sostegno è ammontato a circa 20 punti percentuali del PIL nel 2010. Questo sostegno è stato in parte recuperato ora mediante il pagamento di oneri/interessi. Per una rassegna esaustiva dell'impatto sui bilanci del sostegno al settore finanziario dal 2008, cfr. il riquadro *Implicazioni per i conti pubblici degli interventi a sostegno del settore finanziario*, nel numero di giugno 2013 di questo Bollettino.

## Progetti di documenti programmatici di bilancio per il 2014

Parere della Commissione sulla conformità con il PSC dei progetti di documenti programmatici di bilancio per il 2014	Saldo di bilancio (in percentuale del PIL)		Debito delle amministrazioni pubbliche (in percentuale del PIL)		Risanamento strutturale effettivo (previsioni economiche dell'autunno 2013 della CE)	Impegno di risanamento strutturale assunto nell'ambito del PSC (in punti percentuali)
	Programma di stabilità 2013	Progetto di documento programmatico di bilancio per il 2014	Programma di stabilità 2013	Progetto di documento programmatico di bilancio per il 2014		
<b>“Progetto conforme”</b>						
Germania (meccanismo preventivo)	0,0	0,0	77,5	77,0	0,0	0,0 (OMT raggiunto)
Estonia (meccanismo preventivo)	0,0	-0,4	9,9	10,0	0,5	parametro dello 0,5
<b>“Progetto conforme, ma privo di margini per eventuali sconfinamenti”</b>						
Francia (scadenza della PDE nel 2015)	-2,9	-3,6	94,3	95,1	0,7	0,8
Paesi Bassi (scadenza della PDE nel 2014)	-3,0	-3,3	75,0	76,1	0,4	0,7
Slovenia (scadenza della PDE nel 2015)	-2,6	-6,7	63,2	65,5	0,7	0,5
<b>“Progetto sostanzialmente conforme”</b>						
Belgio (scadenza della PDE nel 2013)	-2,0	-2,1	99,0	100,2	0,4	0,5 (parametro per il debito)
Austria (scadenza della PDE nel 2013)	-1,5	-1,5	73,0	74,0	0,1	parametro dello 0,5
Slovacchia (scadenza della PDE nel 2013)	-2,6	-2,8	56,3	54,1	-0,8	parametro dello 0,5
<b>“Progetto a rischio di inosservanza”</b>						
Spagna (scadenza della PDE nel 2016)	-5,5	-5,8	96,2	98,9	-0,1	0,8
Italia (fase di transizione: parametro per il debito)	-1,8	-2,5	129,0	132,7	0,1	0,7 (parametro per il debito)
Lussemburgo (meccanismo preventivo)	-0,6	-	25,9	-	-0,6	parametro dello 0,5
Malta (scadenza della PDE nel 2014)	-2,1	-2,1	74,2	73,2	-0,1	0,7
Finlandia (meccanismo preventivo)	-1,3	-1,9	57,3	60,7	-0,2	parametro dello 0,5

Fonti: Commissione europea, Eurostat, programmi di stabilità del 2013 e progetti di documenti programmatici per il 2014.

Note: nella tavola figurano i paesi dell'area dell'euro che non sono soggetti a programmi di assistenza finanziaria. Sono ordinati secondo i raggruppamenti utilizzati nei pareri della Commissione europea per valutare l'osservanza delle disposizioni del PSC da parte dei progetti di documenti programmatici per il 2014. L'impegno di risanamento strutturale corrisponde al parametro di riferimento dello 0,5 per cento del PIL per i paesi che ricadono nel meccanismo preventivo del PSC; per i paesi sottoposti al meccanismo correttivo corrisponde invece ai requisiti di aggiustamento strutturale delineati nelle raccomandazioni del Consiglio. Il risanamento strutturale dell'Italia deve rispettare il parametro di riferimento per il debito nella fase di transizione; altrettanto dicasi per Belgio e Austria in caso di chiusura della PDE entro la scadenza fissata. Lussemburgo non ha presentato un progetto dettagliato di documento programmatico di bilancio per il 2014.

0,5 per cento del PIL stabilito dal PSC per l'aggiustamento strutturale. Da un lato, questo minore risanamento strutturale discende da una carenza di progressi verso gli obiettivi di medio termine dei paesi ai sensi del meccanismo preventivo del PSC. Dall'altro, è riconducibile a sforzi strutturali insufficienti nell'ambito del meccanismo correttivo, la PDE. A tale riguardo, va notato che gli sforzi strutturali richiesti erano già stati ridotti notevolmente nel giugno 2013, quando sono state riviste le raccomandazioni delle PDE di vari paesi per prorogare le scadenze.

I pareri della Commissione europea sui progetti di documenti programmatici di bilancio, pubblicati il 15 novembre, hanno infatti messo in risalto il fatto che in molti paesi dell'area dell'euro gli sforzi strutturali rischiano, in assenza di provvedimenti aggiuntivi, di non ottemperare agli

impegni assunti nell'ambito del PSC nel 2014. Benché la Commissione non abbia rilevato alcun caso di inosservanza particolarmente grave delle disposizioni del PSC da parte di un progetto di documento programmatico di bilancio, circostanza che ai sensi del Regolamento (CE) n. 473/2013 le avrebbe consentito di chiedere una revisione di detto progetto, ha valutato che solo i progetti di Germania ed Estonia erano pienamente conformi con le disposizioni del PSC. Allo stesso tempo, ha rilevato che i progetti di cinque paesi sollevano rischi di inosservanza delle norme del PSC per quanto concerne il meccanismo preventivo (Italia, Lussemburgo e Finlandia) e il meccanismo correttivo (Spagna e Malta) (per una panoramica cfr. la tavola)<sup>2)</sup>. Il 22 novembre l'Eurogruppo ha convenuto con i pareri e l'analisi della Commissione e ha deciso di tenere conto dei timori della Commissione nelle procedure di bilancio nazionali<sup>3)</sup>. L'Eurogruppo ha invitato gli Stati membri i cui progetti sono a rischio di inosservanza del PSC di adottare misure adeguate nell'ambito delle procedure di bilancio nazionali o parallelamente a queste, al fine di scongiurare i pericoli individuati dalla Commissione e assicurare la piena conformità del bilancio per il 2014 con le disposizioni del PSC. Per essere pienamente efficace nel promuovere posizioni di bilancio solide, è quindi essenziale che al nuovo esercizio di sorveglianza sia dato un seguito strutturato. A questo proposito, va notato che il "two-pack" assegna nuovi poteri alla Commissione, in particolare quello di fare raccomandazioni autonome in linea con l'articolo 11, paragrafo 2, del Regolamento (UE) n. 473/2013 appartenente al "two-pack", laddove vi sia un rischio di mancato rispetto della scadenza fissata per la correzione del deficit eccessivo.

Nel complesso, la dinamica dei conti pubblici dall'inizio della crisi è stata piuttosto eterogenea tra i paesi, riflettendo la situazione iniziale delle finanze pubbliche, la presenza di squilibri macroeconomici, la diversa solidità del settore finanziario domestico e i vari gradi di resilienza delle economie nazionali agli shock esterni. In prospettiva, rimane indispensabile la riduzione dei rapporti tra debito e PIL molto elevati, che gravano sulla crescita economica<sup>4)</sup>. A tal fine sono necessari ambiziosi programmi a medio termine che coniughino la riduzione degli squilibri eccessivi delle finanze pubbliche a riforme strutturali ambiziose.

2) Nel caso del Lussemburgo, si tratta in particolare dell'assenza di un programma di bilancio dettagliato, poiché non era stato formato un nuovo governo al momento della presentazione del documento.

3) Cfr. la dichiarazione dell'Eurogruppo del 22 novembre 2013 alla pagina Internet: <http://www.eurozone.europa.eu/newsroom/news/2013/11/eurogroup-statement>

4) Cfr. il riquadro *Effetti sulla crescita di un elevato debito pubblico* nel numero di marzo 2013 di questo Bollettino.

In novembre la Commissione europea ha anche valutato se i sei paesi dell'area dell'euro le cui scadenze delle PDE sono state riviste di recente (Belgio, Spagna, Francia, Malta, Paesi Bassi e Slovenia) avevano adottato provvedimenti efficaci per correggere i disavanzi eccessivi entro il termine stabilito. Sulla base di un processo di valutazione in tre fasi dell'effettivo sforzo compiuto (ossia obiettivi nominali complessivi, miglioramento corretto/non corretto del saldo strutturale, analisi *bottom-up*), la Commissione europea ha stabilito che in effetti tutti i paesi avevano adottato misure efficaci nel 2013 per porre fine al disavanzo eccessivo entro la scadenza raccomandata. Tuttavia, stando alle previsioni economiche di autunno 2013 della Commissione europea, se non verranno adottati provvedimenti aggiuntivi di risanamento ci si attende che vari paesi non raggiungano i rispettivi obiettivi nominali entro i termini fissati dalle raccomandazioni.

Si riporta di seguito una breve rassegna dei recenti andamenti delle finanze pubbliche e dei programmi di bilancio per raggiungere gli obiettivi prefissati con riferimento ai maggiori paesi dell'area dell'euro e ai paesi soggetti a un programma di aggiustamento dell'UE/FMI.

La Germania dovrebbe aver raggiunto il pareggio di bilancio nel 2013. Secondo la recente valutazione dei progetti di documenti programmatici di bilancio condotta dalla Commissione europea, la Germania rispetterebbe pienamente i requisiti del PSC nel 2013 e nel 2014. Tuttavia, poiché il bilancio per il 2014 si basa attualmente su uno scenario di politiche invariate, le prospettive per i conti pubblici dovranno essere riesaminate quando il nuovo governo sarà insediato e avrà presentato un piano di bilancio aggiornato.

In Francia, ci si attende che il disavanzo delle amministrazioni pubbliche per il 2013 raggiunga il 4,1 per cento del PIL, livello superiore di 0,4 punti percentuali rispetto all'obiettivo stabilito nell'aggiornamento del programma di stabilità dello scorso aprile e di 0,2 punti percentuali rispetto all'obiettivo fissato dalla nuova raccomandazione della PDE emanata in giugno. Inoltre, il miglioramento strutturale è insufficiente rispetto a quanto richiesto (lo 0,9 per cento del PIL anziché l'1,3). Nondimeno, la Commissione europea ritiene che la Francia abbia effettuato uno sforzo adeguato perché, a suo parere, le carenze riscontrate sono imputabili a un calo inatteso delle entrate. Tuttavia, nella sua valutazione la Commissione indica anche che il gettito proveniente da misure discrezionali potrebbe essere stato sovrastimato e che avrebbe riesaminato la situazione sulla base dei dati definitivi per il 2013. Il progetto di documento programmatico di bilancio per il 2014 si propone di conseguire l'obiettivo di disavanzo fissato dalla PDE del 3,6 per cento del PIL. Gli interventi dal lato della spesa nella manovra di bilancio sono intesi a conseguire risparmi per circa lo 0,7 per cento del PIL. Questi discenderebbero da una moderazione dei salari pubblici, da una riduzione degli investimenti, da un rinvio dell'indicizzazione delle pensioni, dalla riforma delle politiche a favore delle famiglie e da una contrazione della spesa sanitaria. Ciò nonostante, l'obiettivo nominale per il 2014 non sarebbe rispettato stando alle previsioni della Commissione europea (-3,8 per cento del PIL anziché -3,6). Gli sconfinamenti dei conti pubblici nel 2014 metterebbero a repentaglio la scadenza del 2015 per la correzione del disavanzo eccessivo e l'inversione della tendenza al rialzo del rapporto debito/PIL, che nel 2013 supererà il 93 per cento.

In Italia, il rapporto disavanzo/PIL nel 2013 si collocherebbe al 3 per cento, contro l'obiettivo del 2,9 per cento fissato nell'aggiornamento del programma di stabilità per tale anno. La deviazione è imputabile principalmente a un peggioramento delle condizioni macroeconomiche, nonostante siano state adottate in ottobre ulteriori misure di risanamento pari allo 0,1 per cento del PIL per assicurare che il disavanzo non superi il valore di riferimento del 3 per cento del PIL. Il progetto di documento programmatico prevede per il 2014 un rapporto disavanzo/PIL del 2,5 per cento (a fronte dell'obiettivo dell'1,8 per cento fissato nell'aggiornamento del programma di stabilità del 2013). Dal lato delle entrate, i principali provvedimenti comprendono nuove disposizioni per la deducibilità di perdite e accantonamenti delle banche e la riduzione del cuneo fiscale sui redditi da lavoro per le fasce di reddito medio-basse. Dal lato della spesa, si prevedono misure tese ad accrescere i consumi collettivi e gli investimenti pubblici, a ridurre i trasferimenti alle amministrazioni locali e regionali e a limitare l'indicizzazione delle pensioni. Nella valutazione della Commissione, il risanamento strutturale pianificato nel progetto di documento programmatico di bilancio per il 2014 (0,1 per cento del PIL) è inferiore allo sforzo richiesto sia per conseguire l'obiettivo di medio termine di un bilancio strutturale in pareggio nel 2014 sia per assicurare progressi sufficienti verso l'osservanza del criterio relativo al debito durante la fase di transizione. Secondo la Commissione, sarebbero necessarie misure aggiuntive di riequilibrio dell'ordine dello 0,4 per cento del PIL per assicurare la conformità con il meccanismo preventivo del PSC. Al contempo, il governo ha presentato il programma di revisione della spesa (*spending review*), che punta a tagli di spesa per 23,2 miliardi di euro (circa l'1,4 per cento del PIL) nel periodo 2015-2017. Il 27 novembre il governo ha deciso di abolire la seconda rata dell'imposta immobiliare sulle abitazioni principali. Il mancato gettito, stimato in circa 2,1 miliardi di euro (circa lo 0,1 per cento del PIL), sarebbe com-

pensato secondo il governo da un temporaneo aggravio delle imposte dirette su banche e società di assicurazione.

In Spagna, a fine settembre 2013 l'indebitamento netto dei settori dell'amministrazione centrale, delle amministrazioni regionali e del sistema previdenziale (al netto del sostegno al settore bancario) ammontava al 4,8 per cento del PIL annuo, valore lievemente superiore rispetto allo stesso periodo del 2012. Il raggiungimento dell'obiettivo di disavanzo per il 2013 (6,5 per cento del PIL al netto del sostegno bancario) dipenderà da un'esecuzione molto rigorosa dei bilanci delle amministrazioni centrali e regionali, da risultati migliori dei dati previsti a bilancio per le amministrazioni locali (come accaduto nel 2012) e da un persistente miglioramento della dinamica degli introiti negli ultimi mesi dell'anno. Il percorso di risanamento dei conti pubblici per il 2014 fissato nel progetto di documento programmatico di bilancio è sostanzialmente identico a quello contemplato nell'aggiornamento del programma di stabilità del 2013. Esso prevede una riduzione dell'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche dal 6,5 per cento nel 2013 al 5,8 nel 2014, in linea con la raccomandazione della PDE formulata lo scorso maggio. Nel parere sul progetto di documento programmatico di bilancio, tuttavia, la Commissione ha giudicato ottimistiche le ipotesi macroeconomiche e ha ritenuto che il risanamento strutturale delle finanze pubbliche fosse insufficiente ad assicurare il rispetto degli obiettivi fissati dalla PDE. La Commissione ha pertanto invitato le autorità spagnole ad adottare misure aggiuntive dell'ordine di 0,25 punti percentuali del PIL.

In Grecia, i dati di bilancio fino a fine ottobre 2013 indicano che il governo procede in linea con il conseguimento di un avanzo primario secondo la definizione del programma dell'UE/FMI. Ciò comporterebbe un miglioramento più marcato rispetto all'obiettivo del programma per il 2013 di un saldo primario in pareggio. Sebbene nel corso dell'anno la spesa non discrezionale, specie pensionistica, sia risultata superiore alle previsioni, l'impatto degli sconfinamenti è stato più che compensato da vari fattori. Tra questi rientrano entrate *una tantum* provenienti dal settore finanziario, azioni correttive nel settore sanitario, l'impatto favorevole di una stagione turistica particolarmente positiva e una spesa discrezionale minore del previsto, soprattutto per investimenti. Il 21 novembre il governo ha presentato al parlamento un progetto di bilancio che mira a un avanzo primario dell'1,6 per cento del PIL nel 2014. Il FMI e la Commissione, insieme con la BCE, stanno al momento esaminando tale documento.

In Portogallo, l'esito principale dell'ottava e della nona valutazione trimestrale, procedure concomitanti concluse agli inizi di ottobre, è stato che il programma dell'UE/FMI procede sostanzialmente nel rispetto delle scadenze stabilite. L'esecuzione del bilancio è stata sostenuta da un consistente gettito tributario, mentre gli introiti non tributari e la spesa avrebbero registrato un andamento peggiore delle attese, specie nell'ultimo trimestre del 2013. Le autorità hanno posto rimedio a queste deviazioni riducendo i fondi a disposizione dei ministeri e attuando un regime di riscossione straordinario per i contributi fiscali e previdenziali in novembre e dicembre. Nel complesso, l'obiettivo del 2013 per il disavanzo (pari al 5,5 per cento del PIL, al netto del sostegno al settore finanziario) sembra conseguibile purché i provvedimenti decisi siano attuati con rigore e l'esecuzione del bilancio rimanga sotto stretto controllo. La manovra di bilancio per il 2014, approvata dal parlamento a fine novembre, prevede misure di risanamento per oltre il 2 per cento del PIL, principalmente dal lato della spesa. Si prevedono risparmi nelle seguenti direzioni: 1) riduzione del monte salari statale mediante il ridimensionamento della forza lavoro e la riforma delle condizioni di lavoro (integrazioni, salari); 2) modifica ai regimi pensionistici pubblici sulla base di principi di equità e di progressività (in particolare mediante un'attenuazione delle attuali disparità tra il regime dei dipendenti pubblici e il regime generale e un innalzamento dell'età pensionabile legale); 3) tagli mirati della spesa per i principali ministeri e programmi. Queste misure, se pienamente attuate, do-

vrebbero assicurare il conseguimento dell'obiettivo di disavanzo per il 2014 pari al 4 per cento del PIL. Qualora alcune misure siano giudicate incostituzionali, il governo dovrà rimodulare il bilancio in modo da raggiungere l'obiettivo fissato.

In Irlanda, il programma dell'UE/FMI procede nel rispetto delle scadenze stabilite e ci si attende che giunga a positiva conclusione alla fine dell'anno. Le autorità irlandesi hanno deciso di non chiedere una linea di credito precauzionale al termine dell'attuale programma. In seguito, l'Irlanda sarà sottoposta a una sorveglianza post-programma in linea con le procedure dell'UE/FMI. Il governo deve proseguire nell'azione di riforma e risanamento anche dopo la conclusione del programma per fronteggiare le sfide rimanenti, in particolare per assicurare una correzione tempestiva del disavanzo eccessivo entro il 2015. Ci si attende che nel 2013 il disavanzo delle amministrazioni pubbliche consegua l'obiettivo del 7,5 per cento del PIL. Il governo ha presentato un bilancio previsionale finalizzato a raggiungere un disavanzo del 4,8 per cento del PIL nel 2014, livello lievemente più ambizioso della soglia prevista dalla PDE pari al 5,1 per cento del PIL. Nelle misure dal lato delle entrate rientrano fra l'altro accise più elevate, un prelievo a carico delle istituzioni finanziarie e l'aumento del prelievo per i fondi pensione e dell'imposta sugli interessi percepiti sul risparmio; dal lato della spesa il bilancio prevede una rosa più ampia di economie sul fronte della sanità e della previdenza sociale.

A Cipro, le delegazioni di esperti dell'UE/FMI hanno ultimato il 7 novembre la seconda missione di valutazione del programma economico cipriota. Questo procede nel rispetto delle scadenze stabilite e tutti gli obiettivi per i conti pubblici relativi al 2013 sono stati conseguiti. Quanto al saldo primario il governo dovrebbe ottenere nel 2013 risultati migliori rispetto all'obiettivo del -2,3 per cento del PIL (al netto dei trasferimenti *una tantum* ai fondi pensione che detenevano depositi presso la Cyprus Popular Bank), grazie a una prudente esecuzione del bilancio e a un deterioramento dell'attività economica meno grave del previsto. Sulla base dei risultati a oggi, il disavanzo di bilancio per il 2014 dovrebbe essere inferiore di circa 1 punto percentuale di PIL rispetto a quanto prospettato inizialmente. Oltre alle misure di risanamento concordate nel programma, il bilancio per il 2014 introduce provvedimenti aggiuntivi per circa lo 0,3 per cento del PIL, in modo da anticipare in parte il risanamento previsto in origine per gli anni successivi. Tra questi provvedimenti rientrano ulteriori tagli alle esenzioni garantite al settore pubblico, ampliando la base di reddito imponibile per alcuni schemi pensionistici un tempo esenti e per le vincite alle lotterie, l'introduzione di contributi pensionistici per i lavoratori a tempo determinato, le forze dell'ordine e il personale dell'esercito, nonché la ridefinizione dei requisiti per ottenere una pensione sociale.

### SFIDE PER LE POLITICHE DI BILANCIO

Nonostante i progressi generali in termini di aggiustamento dei conti pubblici, è indispensabile che i paesi dell'area dell'euro compiano ulteriori passi avanti nel processo di risanamento allo scopo di far scendere gli elevati livelli di debito in rapporto al PIL verso la soglia del 60 per cento. Non c'è infatti motivo di compiacimento, poiché vari paesi dell'area dell'euro presentano ancora disavanzi di bilancio e livelli di debito considerati eccessivi. I progressi verso una tempestiva correzione dei disavanzi eccessivi sono a rischio in alcuni paesi, come confermano anche le previsioni economiche formulate dalla Commissione Europea nell'autunno 2013, nonostante in giugno gli obiettivi delle PDE siano stati resi meno ambiziosi. Si raccomanda quindi caldamente l'intervento dei paesi per scongiurare i rischi che minacciano le prospettive di bilancio.

Le strategie di risanamento dei conti pubblici dovrebbero incentrarsi su una composizione della correzione favorevole alla crescita. Finora, l'aggiustamento delle finanze pubbliche si è fondato in misura sproporzionata sul lato delle entrate ed è stato attuato attraverso misure, quali aumenti delle

aliquote fiscali, con potenziali effetti distorsivi e riduzioni della spesa produttiva. In prospettiva, per il 2014 e il 2015 si attendono alcuni progressi, ancorché modesti, verso una spesa primaria inferiore. La composizione delle strategie di risanamento deve essere più mirata a fronteggiare gli squilibri di bilancio e strutturali specifici dei singoli paesi. Ciò implicherebbe un miglioramento qualitativo della struttura della spesa, sostenendo ad esempio investimenti pubblici efficaci che promuovano la crescita e riducendo le voci di spesa con effetti distorsivi. Ciò consentirebbe ai paesi di accrescere ulteriormente la competitività e la crescita nel lungo periodo.

Per assicurare efficacemente politiche di bilancio solide e la credibilità del PSC rafforzato è essenziale che la normativa in materia di bilancio sia applicata e attuata con rigore a livello nazionale e dell'UE. Una pietra miliare nella riforma della *governance* delle finanze pubbliche è il patto di bilancio (*fiscal compact*) entrato in vigore il 1° gennaio 2013 quale parte del Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla *governance* nell'Unione economica e monetaria (TSCG)<sup>1)</sup>. Il termine ultimo per il recepimento del patto di bilancio nell'ordinamento nazionale è fissato a un anno dalla ratifica del TSCG, ossia entro il 1° gennaio 2014 per la maggior parte dei paesi. La trasposizione concreta del patto di bilancio nel diritto nazionale pare differire in modo sostanziale da un paese all'altro, e tale processo è ancora in corso in un numero limitato di paesi. Agli inizi del 2014, la Commissione effettuerà una valutazione finale per stabilire se la trasposizione è in linea con i requisiti. Oltre al patto di bilancio, entro la fine del 2013 i paesi dell'area dell'euro devono dare piena attuazione alla direttiva sui quadri di riferimento nazionali per la finanza pubblica<sup>2)</sup>. La Commissione valuterà agli inizi del 2014 se i paesi hanno migliorato i rispettivi quadri di riferimento per la finanza pubblica in linea con i requisiti.

1) Cfr. anche l'articolo *Un patto di bilancio per un'Unione economica e monetaria rafforzata* nel numero di maggio 2012 di questo Bollettino.

2) Cfr. anche l'articolo *Importanza ed efficacia dei quadri di riferimento nazionali per la finanza pubblica nell'UE* nel numero di febbraio 2013 di questo Bollettino.

## ARTICOLI

# PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'AREA DELL'EURO FORMULATE DAGLI ESPERTI DELL'EUROSISTEMA NEL DICEMBRE 2013 <sup>1)</sup>



Secondo le proiezioni il PIL in termini reali dovrebbe registrare una lieve accelerazione a partire dal quarto trimestre dell'anno, raggiungendo un ritmo di espansione lievemente più sostenuto alla fine del 2014. L'incremento dell'attività economica dovrebbe essere sostenuto principalmente dalla graduale ripresa della domanda interna ed estera. La domanda interna beneficerà della minore incertezza, dell'orientamento accomodante della politica monetaria – ulteriormente rafforzato dalla recente riduzione dei tassi di rifinanziamento e dalle indicazioni prospettiche in merito (*forward guidance*) – dal più basso livello di drenaggio fiscale e dal calo dei prezzi delle materie prime suscettibile di sostenere il reddito disponibile reale. Nel corso del tempo beneficerà anche dell'attenuarsi dei vincoli dal lato dell'offerta di credito. In aggiunta, nell'orizzonte temporale considerato l'attività sarà sostenuta dall'impatto favorevole sulle esportazioni del graduale rafforzamento della domanda estera. Tuttavia, malgrado alcuni progressi conseguiti nel riequilibrio dei conti, che hanno migliorato le condizioni per la crescita nei paesi soggetti a tensioni, le prospettive di medio periodo risentiranno della necessità di un ulteriore aggiustamento dei bilanci nei settori pubblico e privato e della disoccupazione elevata. Le proiezioni indicano che il prodotto si ridurrà dello 0,4 per cento nel 2013, per poi aumentare dell'1,1 nel 2014 e dell'1,5 nel 2015. Il significativo sottoutilizzo della capacità produttiva nell'economia dovrebbe persistere sino alla fine del periodo in esame.

L'inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC dovrebbe collocarsi all'1,4 per cento nel 2013, all'1,1 nel 2014 e all'1,3 nel 2015. Le moderate prospettive per l'andamento dei prezzi sarebbero in parte riconducibili all'impatto al ribasso sulla componente energetica del calo dei prezzi dei contratti *future* sul petrolio, al precedente apprezzamento dell'euro e al persistente sottoutilizzo della capacità produttiva nell'economia. Anche l'inflazione relativa ai beni alimentari dovrebbe registrare una considerevole flessione, rispecchiando le passate diminuzioni dei prezzi internazionali degli alimentari e del modesto incremento ipotizzato lungo l'arco temporale della proiezione. L'inflazione al netto dell'energia e degli alimentari aumenterebbe appena lievemente, passando dall'1,1 per cento nel 2013 all'1,3 nel 2014 e all'1,4 nel 2015, di riflesso alle contenute pressioni interne sui costi nel contesto della moderata ripresa dell'attività.

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche pubblicate nel numero di settembre scorso del Bollettino, le proiezioni per la crescita del PIL in termini reali restano invariate per il 2013, mentre per il 2014 sono state riviste al rialzo di 0,1 punti percentuali. Quelle per l'inflazione complessiva sono state modificate al ribasso di 0,1 punti percentuali per il 2013 e di 0,2 per il 2014.

### IL CONTESTO INTERNAZIONALE

In base alle proiezioni la crescita del PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) in termini reali registrerà un graduale incremento nel periodo considerato, passando dal 3,3 per cento del 2013 al 3,9 nel 2014 e al 4,1 nel 2015. L'espansione del prodotto ha acquisito un certo slancio nelle economie avanzate durante il 2013, mentre nei mercati emergenti si è attenuata, per effetto dell'indebolimento della domanda interna e del limitato margine di manovra per ulteriori misure di sostegno interne. Nel breve periodo gli indicatori del clima di fiducia a livello internazionale segnalano un miglioramento delle condizioni per le imprese, coerentemente con la ripresa in atto dell'attività mondiale. La recente stabilizzazione delle condizioni di finanziamento, dopo la decisione del Federal Open Market Committee di prorogare la progressiva riduzione degli acquisiti di attività finanziarie, dovrebbe nel complesso sostenere il

1) Sulla base delle informazioni disponibili al 22 novembre 2013, gli esperti dell'Eurosistema hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici dell'area dell'euro. Tale esercizio previsivo, svolto congiuntamente dai servizi della BCE e delle BCN dei paesi dell'area dell'euro, rappresenta un contributo fornito con cadenza semestrale alla valutazione degli andamenti economici e dei rischi per la stabilità dei prezzi condotta dal Consiglio direttivo. Ulteriori informazioni sulle procedure e sulle tecniche adottate sono reperibili in *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata dalla BCE nel giugno 2001 e consultabile nel suo sito Internet.

## Tavola I Contesto internazionale

(variazioni percentuali annue)

	Dicembre 2013				Revisioni rispetto a settembre 2013		
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014
PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro)	3,8	3,3	3,9	4,1	0,0	-0,1	-0,1
Commercio mondiale (esclusa l'area dell'euro) <sup>1)</sup>	4,5	3,9	5,6	6,4	0,2	-0,3	-0,1
Domanda estera dell'area dell'euro <sup>2)</sup>	4,0	3,0	5,0	5,7	0,3	0,1	-0,1

1) Calcolato come media ponderata delle importazioni.

2) Calcolata come media ponderata delle importazioni dei partner commerciali dell'area dell'euro.

recupero dell'economia mondiale. Nondimeno, ci si attende che la ripresa prosegua a un ritmo graduale. Il riequilibrio dei bilanci nel settore privato – che procede ma rimane tuttora incompleto – e il risanamento dei conti pubblici peserebbero sulla crescita nelle economie avanzate, ancorché in misura minore rispetto al passato. Nei mercati emergenti la ripresa dovrebbe risultare moderata in quanto alcuni fattori strutturali, fra cui strozzature di natura infrastrutturale e vincoli di capacità produttiva, contribuiranno probabilmente a contenere l'espansione dell'attività economica.

Il commercio mondiale ha recuperato dopo gli inizi del 2013 in linea con la lieve ripresa dell'attività economica. Tuttavia, gli indicatori disponibili segnalano un andamento relativamente debole a breve termine. In prospettiva, ci si attende che la crescita dell'interscambio mondiale si rafforzi gradualmente nell'arco temporale della proiezione, ma rimanga su livelli inferiori a quelli precedenti la crisi. Il commercio internazionale (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe aumentare del 3,9 per cento nel 2013, del 5,6 nel 2014 e del 6,4 nel 2015. A fronte di un'espansione della domanda dei principali partner commerciali dell'area dell'euro più moderata rispetto a quella del resto del mondo, la domanda estera dell'area dovrebbe risultare in certa misura più debole del commercio mondiale, crescendo del 3,0 per cento nel 2013, per poi accelerare al 5,0 nel 2014 e al 5,7 nel 2015.

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche pubblicate nel numero di settembre scorso del Bollettino, le prospettive per la crescita mondiale sono state riviste leggermente al ribasso, poiché le esigue correzioni al rialzo dell'espansione nelle economie avanzate sono state compensate dalle revisioni al ribasso dell'attività nei mercati emergenti. Le prospettive per la domanda estera dell'area dell'euro rimangono sostanzialmente invariate nel periodo considerato.

## Riquadro I

### 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 14 novembre 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 attese 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, dello 0,3 nel 2014 e dello 0,5 nel 2015. Le aspettative di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro comportano una media del 2,9 per cento nel 2013, del 3,1 nel 2014 e del 3,6 nel 2015<sup>1)</sup>. 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,

## Ipotesi tecniche

	Dicembre 2013				Revisioni rispetto a settembre 2013 <sup>1) 2)</sup>	
	2012	2013	2014	2015	2013	2014
Euribor a tre mesi (in percentuale, su base annua)	0,6	0,2	0,3	0,5	0,0	-0,2
Rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni (in percentuale, su base annua)	3,8	2,9	3,1	3,6	-0,1	-0,4
Prezzo del petrolio (USD al barile)	112,0	108,2	103,9	99,2	0,4	1,1
Prezzi delle materie prime non energetiche in USD (variazione percentuale annua)	-7,2	-5,4	-2,6	3,7	0,0	-2,5
Tasso di cambio USD/EUR	1,29	1,33	1,34	1,34	0,5	1,2
Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro (variazione percentuale annua)	-5,3	3,7	0,8	0,0	0,1	0,1

1) Le revisioni sono espresse in percentuale per i livelli, in differenze per i tassi di crescita e in punti percentuali per i tassi di interesse e i rendimenti dei titoli.

2) Le revisioni sono calcolate su dati non arrotondati.

i tassi compositi sui prestiti bancari al settore privato non finanziario dell'area dell'euro raggiungerebbero un livello minimo alla fine del 2013 e all'inizio del 2014, per poi mostrare un graduale incremento. Per quanto concerne le materie prime, sulla base dell'evoluzione dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane fino al 14 novembre, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent calino da 112,0 dollari al barile nel 2012 a 108,2, 103,9 e 99,2 dollari rispettivamente nel 2013, nel 2014 e nel 2015. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero diminuire del 5,4 per cento nel 2013 e del 2,6 nel 2014, per poi aumentare del 3,7 nel 2015<sup>2)</sup>.

Le ipotesi sui tassi di cambio bilaterali restano invariate nell'orizzonte temporale della proiezione sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 14 novembre. Ciò implica che il cambio dollaro/euro si collochi a 1,33 nel 2013 e a 1,34 nel 2014 e nel 2015, con un incremento del 4,6 per cento rispetto al 2012. Il tasso di cambio effettivo dell'euro si dovrebbe apprezzare del 3,7 per cento nel 2013 e dello 0,8 l'anno successivo, per poi restare invariato nel 2015.

Le ipotesi relative alle politiche di bilancio si fondano sui programmi di finanza pubblica dei singoli paesi dell'area dell'euro disponibili al 22 novembre e includono tutte le misure già approvate dai parlamenti nazionali, o che sono state definite in sufficiente dettaglio dai governi e supereranno probabilmente l'*iter* legislativo.

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche pubblicate nel numero di settembre scorso del Bollettino, le modifiche apportate alle ipotesi tecniche sono relativamente esigue; si segnalano un aumento delle quotazioni del petrolio denominate in dollari, un lieve apprezzamento del tasso di cambio dell'euro e tassi di interesse inferiori nell'area dell'euro.

<sup>1</sup> L'ipotesi formulata per i rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro si basa sulla media dei rendimenti dei titoli di riferimento a dieci anni dei vari paesi, ponderata per il PIL su base annua; la media è poi estesa utilizzando il profilo dei tassi a termine derivato dal *par yield* a dieci anni di tutti i titoli dell'area dell'euro stimato dalla BCE, con la discrepanza iniziale tra le due serie mantenuta costante nel periodo della proiezione. Si ipotizza che i differenziali tra i rendimenti dei titoli dei singoli paesi e la corrispondente media dell'area dell'euro rimangano costanti nell'orizzonte temporale della proiezione.

<sup>2</sup> Le ipotesi concernenti i corsi del petrolio e delle materie prime alimentari si basano sui prezzi dei contratti *future* fino al termine del periodo di proiezione; per le altre materie prime minerali non energetiche si assume che le quotazioni seguano i prezzi dei *future* fino al quarto trimestre del 2014 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale. Per i prezzi al consumo dei prodotti alimentari sono utilizzate le proiezioni relative ai prezzi alla produzione dell'UE per le materie prime alimentari (espressi in euro) elaborate sulla base di un modello econometrico che tiene conto degli andamenti delle quotazioni mondiali.

## PROIEZIONI SULLA CRESCITA DEL PIL

Il PIL in termini reali è cresciuto dello 0,1 per cento nel terzo trimestre del 2013, dopo lo 0,3 del secondo trimestre (cfr. figura). I recenti risultati delle indagini congiunturali indicano un moderato rafforzamento dell'attività nel quarto trimestre del 2013. Nel corso del 2014 e del 2015 la crescita dovrebbe acquisire un certo vigore. La graduale ripresa della domanda interna dovrebbe rappresentare il fattore principale alla base dell'incremento dell'attività nel periodo in esame. La domanda interna beneficerà del miglioramento del clima di fiducia in un contesto di minore incertezza, dell'orientamento accomodante della politica monetaria – ulteriormente rafforzato dalla recente riduzione dei tassi di riferimento e dalle indicazioni prospettiche in merito (*forward guidance*) – dall'intonazione meno restrittiva delle politiche di bilancio e dal calo dei prezzi delle materie prime suscettibile di sostenere il reddito disponibile reale. Nel corso del tempo la domanda interna dovrebbe inoltre beneficiare dell'attenuarsi dei vincoli dal lato dell'offerta di credito. In aggiunta, nell'orizzonte temporale della proiezione l'attività sarà sempre più sostenuta dall'impatto favorevole sulle esportazioni del graduale rafforzamento della domanda estera. Tuttavia, malgrado alcuni paesi dell'area dell'euro sottoposti a tensioni abbiano conseguito alcuni progressi nel riequilibrio dei conti, che hanno migliorato le condizioni per una crescita trainata dalle esportazioni, l'ulteriore necessità di un aggiustamento dei bilanci nei settori pubblico e privato e la disoccupazione elevata continuerebbero a pesare sulle prospettive di crescita nell'arco temporale considerato.

Nel complesso, la ripresa rimarrebbe contenuta nel confronto storico e il PIL in termini reali dell'area dell'euro dovrebbe raggiungere il livello precedente alla crisi (ossia quello del primo trimestre del 2008) solo alla fine del 2015. Ci si attende che il prodotto registri, in media d'anno, una contrazione dello 0,4 per cento nel 2013, riconducibile in larga misura a un effetto di trascinamento negativo derivante dal profilo dell'attività nel 2012, per poi segnare un incremento dell'1,1 nel 2014 e dell'1,5 nel 2015. Questa dinamica della crescita riflette il contributo in costante aumento della domanda interna unitamente al crescente stimolo proveniente dalle esportazioni.

Esaminando in maggior dettaglio le componenti della crescita, le esportazioni all'esterno dell'area dell'euro dovrebbero recuperare nel quarto trimestre del 2013, per poi prendere slancio nel 2014 e nel 2015, di riflesso al rafforzamento della domanda estera dell'area. Le esportazioni all'interno dell'area aumenterebbero a un ritmo più lento di quelle verso l'esterno, a causa della relativa debolezza della domanda interna.

Gli investimenti delle imprese dovrebbero aumentare nel quarto trimestre del 2013, per poi acquisire un certo vigore nel corso del 2014. Nel periodo in esame la loro crescita sarebbe sostenuta da una serie di fattori: il graduale rafforzamento previsto per la domanda interna ed estera, il livello molto basso dei tassi di interesse, la minore incertezza, la necessità di modernizzare lo stock di capitale dopo diversi anni di scarsi investimenti, la riduzione delle restrizioni creditizie e un certo miglioramento dei margini di profitto concomitante con la ripresa dell'attività. Tuttavia, si ritiene che sulle prospettive continui a pesare l'impatto negativo congiunto del basso grado di utilizzo della capacità produttiva, della necessità di un'ulteriore ristrutturazione dei bilanci societari, delle condizioni di finanziamento avverse e del livello relativamente elevato di incertezza in alcuni settori e paesi dell'area dell'euro. Gli investimenti nell'edilizia residenziale registrerebbero un modesto incremento a breve termine, per poi acquisire vigore a partire dalla metà del 2014. Nondimeno, la loro dinamica resterebbe debole, per effetto dell'aggiustamento ancora necessario nei mercati delle abitazioni in alcuni paesi, della fiacca espansione del reddito disponibile reale e delle aspettative di ulteriori cali dei prezzi degli immobili in determinati paesi. Inoltre, la relativa appetibilità dell'investimento immobiliare in alcuni paesi, sostenuto dai tassi storicamente bassi sui mutui ipotecari e dai rincari delle abitazioni, può esercitare un impatto solo graduale, poiché in tali paesi il settore

delle costruzioni si trova già prossimo ai massimi livelli di utilizzo della capacità produttiva. Per tutto il periodo in esame ci si attende una protratta debolezza degli investimenti pubblici dovuta alle misure di risanamento di bilancio programmate in diversi paesi dell'area dell'euro.

Secondo le proiezioni, l'occupazione dovrebbe sostanzialmente ristagnare in termini di numero di occupati nei prossimi trimestri, per poi registrare un modesto aumento a partire dalla metà del 2014. La ripresa dell'occupazione risulterebbe contenuta a causa del debole recupero dell'attività e del consueto ritardo dell'occupazione alle variazioni del prodotto, in base al quale l'aumento delle ore lavorate per

**Tavola 2 Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro**

(variazioni percentuali annue)<sup>1)2)</sup>

	Dicembre 2013				Revisioni rispetto a settembre 2013		
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014
PIL in termini reali <sup>3)</sup>	-0,6	-0,4	1,1	1,5	-0,1	0,0	0,1
		[-0,5 – -0,3]	[0,4 – 1,8]	[0,4 – 2,6]			
Consumi privati	-1,4	-0,6	0,7	1,2	0,0	0,0	0,0
Consumi collettivi	-0,6	0,1	0,3	0,4	-0,1	0,2	-0,3
Investimenti fissi lordi	-3,9	-3,0	1,6	2,8	0,1	0,6	-0,1
Esportazioni <sup>4)</sup>	2,7	1,1	3,7	4,8	0,0	0,2	0,0
Importazioni <sup>4)</sup>	-0,8	-0,1	3,5	4,7	0,1	0,4	-0,3
Occupazione	-0,6	-0,8	0,2	0,4	0,0	0,2	0,2
Tasso di disoccupazione (% delle forze di lavoro)	11,4	12,1	12,0	11,8	0,0	-0,1	-0,2
IAPC	2,5	1,4	1,1	1,3	0,0	-0,1	-0,2
		[1,4 – 1,4]	[0,6 – 1,6]	[0,5 – 2,1]			
IAPC al netto dell'energia	1,9	1,5	1,3	1,5	0,0	-0,1	-0,2
IAPC al netto di: energia e alimentari	1,5	1,1	1,3	1,4	0,0	0,0	-0,1
IAPC al netto di: energia, alimentari e variazioni delle imposte indirette <sup>5)</sup>	1,3	1,0	1,1	1,4	0,0	0,0	-0,1
Costo unitario del lavoro	1,8	1,4	0,9	1,0	0,1	0,1	0,1
Redditi per occupato	1,8	1,8	1,8	2,1	0,1	0,0	0,0
Produttività del lavoro	0,0	0,4	0,9	1,1	0,0	-0,1	-0,1
Saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	-3,7	-3,2	-2,6	-2,4	0,0	0,0	0,2
Saldo strutturale di bilancio (% del PIL) <sup>6)</sup>	-3,1	-2,5	-2,2	-2,1	0,1	0,0	0,1
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	90,6	93,2	93,6	93,1	0,2	0,2	-0,2
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	1,4	2,0	2,2	2,6	0,0	-0,6	-0,7

1) Le proiezioni per il 2014 e il 2015 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.

2) 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 per il calcolo degli intervalli, 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.

3) Dati corretti per il numero di giornate lavorative.

4) Incluso l'interscambio verso l'interno dell'area dell'euro.

5) Il sottoindice si basa sulle stime dell'impatto effettivo delle imposte indirette. Può divergere dai dati dell'Eurostat, che ipotizza la trasmissione completa e immediata dell'impatto dell'imposizione indiretta allo IAPC.

6) Calcolato come saldo delle amministrazioni pubbliche al netto degli effetti transitori del ciclo economico e delle misure temporanee assunte dai governi. Il calcolo riflette l'approccio del SEBC riguardo ai saldi di bilancio corretti per gli effetti del ciclo economico (cfr. *Bouthevillain, C. et al.*, "Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach", *Working Paper Series*, n. 77, BCE, settembre 2001) e la definizione di misure temporanee adottata dal SEBC (cfr. *Kremer, J. et al.*, "A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances", *Working Paper Series*, n. 579, BCE, gennaio 2007).

addebito precede l'incremento del numero di occupati. Tuttavia, la soglia di crescita del prodotto per la creazione di nuova occupazione potrebbe essersi ridotta in alcuni dei paesi soggetti a tensioni grazie all'impatto delle riforme del mercato del lavoro adottate. Le forze di lavoro dovrebbero ristagnare nel 2013 e in seguito aumentare in misura modesta, a fronte del graduale rientro di determinate fasce della popolazione nel mercato del lavoro. Ciò dovrebbe concorrere ad attenuare la dinamica salariale e fornire un contributo alla crescita potenziale. Il tasso di disoccupazione scenderebbe moderatamente nell'orizzonte temporale considerato. La produttività del lavoro (misurata in termini di prodotto per occupato), aumentata durante il 2013, dovrebbe prendere vigore nel restante periodo della proiezione, riflettendo l'attesa accelerazione dell'attività economica e la reazione ritardata dell'occupazione.

I consumi privati aumenterebbero sul finire del 2013, sostenuti dal minore tasso di risparmio in un contesto di riduzione del reddito disponibile reale; dagli inizi del 2014 acquisirebbero maggiore slancio, via via che il reddito disponibile reale accelererà grazie al graduale miglioramento delle condizioni nel mercato del lavoro e all'andamento contenuto dell'inflazione, malgrado il lieve aumento del tasso di risparmio. I consumi collettivi aumenterebbero moderatamente nell'arco temporale considerato.

Le importazioni dall'esterno dell'area dell'euro segnerebbero una contenuta accelerazione nel periodo in esame, pur rimanendo frenate dalla persistente debolezza della domanda totale. L'inter-scambio netto contribuirebbe solo in misura minima alla crescita del PIL in termini reali nell'orizzonte temporale della proiezione. L'avanzo delle partite correnti aumenterebbe nel periodo in rassegna, raggiungendo il 2,6 del PIL nel 2015.

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche pubblicate nel numero di settembre scorso del Bollettino, la proiezione per la crescita del PIL in termini reali resta invariata per il 2013, mentre per il 2014 è stata rivista al rialzo di 0,1 punti percentuali, soprattutto di riflesso a un effetto di trascinamento maggiormente positivo connesso a una lieve correzione al rialzo delle prospettive sul finire del 2013.

#### **PROIEZIONI RELATIVE ALL'EVOLUZIONE DEI PREZZI E DEI COSTI**

L'inflazione complessiva misurata sullo IAPC si è ridotta allo 0,9 per cento nel novembre 2013, dal 2,5 del 2012. Il calo dell'inflazione nel corso del 2013 riflette in ampia misura il minore contributo delle quotazioni dell'energia e degli alimentari, nonché la debole dinamica dei prezzi dei servizi e dei beni industriali non energetici (cfr. la sezione 3 di questo numero del Bollettino).

In prospettiva, l'inflazione si attesterebbe su livelli contenuti, registrando un lieve aumento sul finire del 2014 e un ulteriore rialzo nel 2015, con la graduale ripresa dell'attività economica. Il tasso annuo di inflazione dovrebbe collocarsi all'1,4 per cento nel 2013, all'1,1 nel 2014 e all'1,3 nel 2015.

Le moderate prospettive per l'inflazione riflettono l'impatto al ribasso delle quotazioni dell'energia dovuto al calo dei prezzi dei contratti *future* per il petrolio, al precedente apprezzamento dell'euro e al persistente sottoutilizzo della capacità produttiva nell'economia. Più in dettaglio, le quotazioni dell'energia dovrebbero scendere ulteriormente nel 2014 e nel 2015, rispecchiando il profilo ipotizzato per i prezzi del greggio. Secondo le attese, la componente energetica dovrebbe contribuire all'inflazione complessiva in misura trascurabile nel 2014 e lievemente negativa nel 2015, ben al di sotto delle medie storiche. I prezzi degli alimentari dovrebbero decelerare nei primi tre trimestri del 2014, a causa di un effetto base negativo e della contrazione attesa delle quotazioni delle materie prime a livello internazionale ed europeo; nel 2015 registrerebbero un certo incremento riconducibile agli ulteriori aumenti ipotizzati per i corsi delle materie prime alimentari (cfr. figura). L'inflazione al netto dell'energia e degli alimentari dovrebbe salire moderatamente durante il 2014

Proiezioni macroeconomiche <sup>1)</sup>

(dati trimestrali)

**IAPC dell'area dell'euro**  
(variazioni percentuali sui dodici mesi)**PIL in termini reali dell'area dell'euro<sup>2)</sup>**  
(variazioni percentuali sul trimestre precedente)

1) Gli intervalli di valori delle proiezioni centrali presentano un'ampiezza pari al doppio della media degli scarti, in valore assoluto, fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate negli anni scorsi. La metodologia adottata per il calcolo degli intervalli, 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.

2) Dati corretti per il numero di giornate lavorative.

per raggiungere un livello dell'1,4 per cento nel 2015. A seguito dell'ipotizzata attenuazione nel 2014 e nel 2015 delle spinte al rialzo legate ai precedenti incrementi delle imposte indirette, l'inflazione al netto dell'energia, degli alimentari e delle variazioni delle imposte indirette registrerebbe un aumento lievemente più forte nel periodo in rassegna (cfr. anche il riquadro 5 della sezione 3 di questo numero del Bollettino).

Le pressioni esterne sui prezzi si sono allentate nei primi tre trimestri del 2013, a causa della debole domanda mondiale, dell'apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro e dei ribassi delle quotazioni del greggio e delle materie prime non petrolifere. Si stima che in questo arco temporale il deflatore delle importazioni sul periodo corrispondente sia diminuito; se da un lato continuerà a scendere nei prossimi trimestri a seguito di questi fattori, dall'altro dovrebbe aumentare lievemente dalla metà del 2014, via via che l'impatto al ribasso del precedente apprezzamento dell'euro viene meno, i prezzi delle materie prime non energetiche aumentano e la domanda di importazioni acquisisce slancio, favorendo margini di profitto più elevati.

Passando alle spinte interne sui prezzi, la crescita dei redditi per occupato dovrebbe rimanere invariata all'1,8 per cento nel 2013 e nel 2014, per poi salire al 2,1 nel 2015. Il costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe rallentare, passando dall'1,8 per cento nel 2012 all'1,4 nel 2013 e allo 0,9 nel 2014, a causa dell'incremento ciclico dell'espansione della produttività, che rifletterebbe la reazione ritardata dell'occupazione all'aumento dell'attività, unitamente alla crescita pressoché invariata dei redditi per occupato. Nel 2015 l'accelerazione lievemente più marcata dei redditi per occupato rispetto a quella della produttività del lavoro dovrebbe determinare un contenuto incremento della crescita del costo unitario del lavoro.

Dopo il forte calo del 2012, l'indicatore dei margini di profitto (misurato dalla differenza tra deflatore del PIL al costo dei fattori e crescita del costo unitario del lavoro) dovrebbe stabilizzarsi nel 2013, grazie al

graduale, seppur modesto, miglioramento dell'attività in corso d'anno. In seguito, le condizioni economiche in progressivo miglioramento dovrebbero sostenere una moderata ripresa dei margini di profitto.

Nel 2013 e nel 2014 gli aumenti dei prezzi amministrati e delle imposte indirette inclusi nei piani di risanamento dei conti pubblici fornirebbero un contributo al rialzo significativo all'inflazione. Nel 2015 tale contributo dovrebbe risultare inferiore nello scenario di base della proiezione. Tuttavia, ciò è dovuto in parte alla mancanza di informazioni dettagliate sulle misure di bilancio per quell'anno.

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche pubblicate nel numero di settembre scorso del Bollettino, la proiezione per l'inflazione complessiva è stata rivista al ribasso di 0,1 punti percentuali per il 2013, di riflesso ai recenti dati inferiori alle attese, e di 0,2 punti percentuali per il 2014, anche per effetto dei prezzi più contenuti delle materie prime.

#### **PROSPETTIVE PER I CONTI PUBBLICI**

Sulla base delle ipotesi esposte nel riquadro 1, il disavanzo delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro registrerebbe una diminuzione dal 3,7 per cento del PIL nel 2012 al 3,2 nel 2013 e scenderebbe ancora nei due anni seguenti, rispettivamente al 2,6 e al 2,4 per cento. La riduzione del disavanzo indicata per il 2013 riflette l'azione di risanamento dei conti pubblici intrapresa in molti paesi dell'area e la parziale sospensione dell'assistenza pubblica a favore del settore finanziario. Per il 2014 e il 2015 l'andamento sarebbe invece riconducibile al contributo favorevole della componente ciclica e al protratto rafforzamento della componente strutturale. Quest'ultima dovrebbe tuttavia migliorare a un ritmo più lento rispetto al 2013 ed è essenzialmente sospinta da una continua crescita moderata della spesa pubblica. Di conseguenza il saldo strutturale di bilancio, ossia il saldo corretto per il ciclo economico e al netto di tutte le misure temporanee, registrerebbe un miglioramento visibile nel 2013 e meno marcato nel resto dell'orizzonte di proiezione. Si prevede che il rapporto fra debito pubblico lordo e PIL dell'area dell'euro registri un massimo del 93,6 per cento nel 2014, per poi scendere al 93,1 nel 2015.

#### **Riquadro 2**

##### **ANALISI DI SENSIBILITÀ ALLA POLITICA DI BILANCIO**

Generalmente si conducono analisi di sensibilità allo scopo di quantificare i rischi inerenti allo scenario di base delle proiezioni in relazione a profili alternativi per talune ipotesi sottostanti. Il presente riquadro illustra i risultati che si otterrebbero qualora fossero attuate ulteriori misure di riequilibrio dei conti pubblici allo scopo di conseguire gli obiettivi di bilancio.

Come menzionato nel riquadro 1, le ipotesi concernenti le politiche di bilancio includono tutti i provvedimenti già approvati dai parlamenti nazionali, o che sono stati definiti in dettaglio dai governi e probabilmente supereranno l'*iter* legislativo. Per la maggior parte dei paesi le misure considerate nello scenario di base delle proiezioni non sono pienamente sufficienti per realizzare il risanamento richiesto nel quadro del meccanismo correttivo o di quello preventivo del Patto di stabilità e crescita. L'impegno a soddisfare tali requisiti si riflette ampiamente negli obiettivi di bilancio delineati dai governi negli aggiornamenti dei rispettivi programmi di stabilità del 2013, nella documentazione relativa ai programmi UE-FMI e, in certa misura, nei recenti progetti di documenti programmatici di bilancio per il 2014. Tuttavia gli interventi tesi al raggiungimento di tali obiettivi spesso mancano oppure non sono sufficientemente precisati nel dettaglio, e dunque

non se ne tiene conto nello scenario di base delle proiezioni, in particolare con riferimento al 2015, anno che non è incluso nelle manovre di finanza pubblica e leggi di bilancio della maggior parte dei paesi. Pertanto, non solo è necessario ma è anche probabile che entro il 2015 i governi adottino ulteriori misure di risanamento in aggiunta a quelle considerate nello scenario di base. Un'analisi di sensibilità alla politica di bilancio può fornire un'indicazione dell'impatto di tali misure sulla crescita del PIL in termini reali e sull'inflazione al consumo. Condurre un'analisi di questo tipo è importante per valutare i rischi che circondano lo scenario di base delle proiezioni.

### Ipotesi alla base dell'analisi di sensibilità del bilancio

Il punto di partenza dell'analisi di sensibilità alla politica di bilancio è il divario (*fiscal gap*) fra gli obiettivi di bilancio dei governi e lo scenario dei conti pubblici utilizzato per le proiezioni. Per ottenere un'indicazione del probabile risanamento aggiuntivo si considerano la situazione e le informazioni specifiche per paese in termini sia di dimensioni sia di composizione del *fiscal gap*. In particolare, le informazioni specifiche per paese servono a cogliere le incertezze che circondano gli obiettivi di bilancio, la probabilità di ulteriori misure di riequilibrio e i relativi effetti di retroazione a livello macroeconomico.

In base a queste premesse, per l'area dell'euro si valuta un risanamento aggiuntivo sostanzialmente pari a zero nel 2013 e a circa lo 0,2 per cento del PIL nel 2014, mentre nel 2015 le misure di riequilibrio dovrebbero probabilmente risultare più cospicue, ossia intorno allo 0,6 per cento del PIL (il valore cumulato si collocherebbe quindi a circa lo 0,8 entro la fine del 2015). Per quanto riguarda la composizione delle misure di bilancio, l'analisi di sensibilità cerca di integrare i profili nazionali e temporali specifici degli interventi di risanamento aggiuntivi più probabili. Nel quadro di questo esercizio, al livello di aggregazione dell'area dell'euro si valuta che il risanamento dei conti sia leggermente sbilanciato verso il lato della spesa, ma emergono anche incrementi dell'imposizione fiscale diretta e indiretta e dei contributi previdenziali.

### Impatto macroeconomico delle misure di risanamento aggiuntive

La tavola seguente presenta in sintesi i risultati della simulazione dell'impatto derivante dall'analisi di sensibilità alle misure di risanamento aggiuntive sulla crescita del PIL in termini reali e sull'inflazione al consumo per l'area dell'euro, con l'ausilio del New Area-Wide Model<sup>1)</sup> della BCE.

#### Impatto macroeconomico stimato delle misure di risanamento aggiuntive sulla crescita del PIL in termini reali e sullo IAPC dell'area dell'euro

Ipotesi (% del PIL)	2013	2014	2015
Obiettivi di bilancio dei governi <sup>1)</sup>	-3,1	-2,4	-1,6
Scenario dei conti pubblici per le proiezioni	-3,2	-2,6	-2,4
Misure di risanamento aggiuntive (cumulate) <sup>2)</sup>	0,0	0,2	0,8
Effetti delle misure di risanamento aggiuntive (punti percentuali) <sup>3)</sup>			
Crescita del PIL in termini reali	0,0	-0,1	-0,3
IAPC	0,0	0,0	0,2

1) Obiettivi in termini nominali riportati nella recente documentazione sui programmi UE-FMI per i paesi pertinenti, nelle ultime raccomandazioni rivolte ai paesi nel quadro della procedura per i disavanzi eccessivi, nei progetti di documenti programmatici di bilancio per il 2014 e negli aggiornamenti dei programmi di stabilità del 2013 per i paesi non soggetti a procedura per i disavanzi eccessivi.

2) Analisi di sensibilità basata sulle valutazioni degli esperti dell'Eurosistema.

3) Scostamenti dallo scenario di base in punti percentuali per la crescita del PIL in termini reali e lo IAPC (su base annua in entrambi i casi). La simulazione dell'impatto macroeconomico è stata effettuata con l'ausilio del New Area-Wide Model della BCE.



L'impatto macroeconomico delle misure di risanamento aggiuntive risulta limitato nel 2013 e nel 2014. Nel 2015 si stima un impatto sulla crescita del PIL in termini reali intorno a -0,3 punti percentuali, mentre quello sull'inflazione al consumo sarebbe pari a circa 0,2. Soprattutto per il 2015 l'analisi evidenzia dunque alcuni rischi al ribasso per la crescita del PIL rispetto allo scenario di base delle proiezioni, poiché quest'ultimo non include ancora tutte le misure di risanamento che i governi intendono attuare. Al tempo stesso emergono anche rischi al rialzo per l'inflazione, poiché si valuta che il risanamento aggiuntivo scaturirà in parte da incrementi dell'imposizione indiretta.

Va rilevato che questa analisi di sensibilità alla politica di bilancio si incentra unicamente sui potenziali effetti a breve termine di probabili misure aggiuntive di riequilibrio dei conti. Se da un lato anche interventi di risanamento ben concepiti spesso hanno ricadute negative di breve periodo sulla crescita del PIL, dall'altro vi sono effetti positivi a più lungo termine sull'attività che non risultano evidenti nell'orizzonte di tale analisi<sup>2)</sup>.

Infine, i risultati dell'analisi non devono essere interpretati come una critica all'adozione di sforzi di risanamento aggiuntivi nell'orizzonte di proiezione. Serve infatti ulteriore impegno nel riequilibrio dei conti per ripristinare delle finanze pubbliche solide nell'area dell'euro. In assenza di tale riequilibrio, vi è il rischio di ricadute negative sui prezzi dei titoli di Stato. Inoltre le ulteriori possibili conseguenze negative sul clima di fiducia potrebbero ostacolare la ripresa dell'economia.

- 1) Per una descrizione del modello cfr. Christoffel, K., G. Coenen e A. Warne, "The New Area-Wide Model of the euro area: A micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis", *Working Paper Series*, n. 944, BCE, 2008.
- 2) Per un'analisi più dettagliata degli effetti macroeconomici del riequilibrio dei bilanci, cfr. il riquadro *Il ruolo dei moltiplicatori fiscali nell'attuale dibattito sul risanamento* nel numero di dicembre 2012 di questo Bollettino.

### Riquadro 3

#### PREVISIONI FORMULATE DA ALTRE ORGANIZZAZIONI

Varie organizzazioni, sia internazionali sia del settore privato, hanno pubblicato previsioni relative all'area dell'euro. Tuttavia, tali previsioni non sono perfettamente confrontabili tra loro né con le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, 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 (cfr. tavola seguente).

Secondo le previsioni attualmente diffuse da altre organizzazioni, il PIL in termini reali dell'area dell'euro registrerebbe un calo dello 0,4 per cento nel 2013, che coincide appieno con le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema. Si prevede quindi un graduale incremento compreso fra lo 0,9 e l'1,1 per cento nel 2014 e fra l'1,3 e l'1,7 per cento nel 2015, ossia un profilo simile a quello delineato dalle proiezioni dell'Eurosistema.

Per l'inflazione misurata sullo IAPC le previsioni di altre organizzazioni indicano un tasso medio annuo compreso fra l'1,4 e l'1,5 per cento nel 2013, che risulta prossimo alle proiezioni.

L'inflazione si porterebbe in media fra l'1,2 e l'1,5 per cento nel 2014 e fra l'1,2 e l'1,6 per cento nel 2015 nelle altre previsioni disponibili.

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

(variazioni percentuali annue)

	Data di pubblicazione	PIL in termini reali			IAPC		
		2013	2014	2015	2013	2014	2015
Proiezioni degli esperti dell'Eurosistema	dicembre 2013	-0,4 [-0,5 - -0,3]	1,1 [0,4 - 1,8]	1,5 [0,4 - 2,6]	1,4 [1,4 - 1,4]	1,1 [0,6 - 1,6]	1,3 [0,5 - 2,1]
Commissione europea	novembre 2013	-0,4	1,1	1,7	1,5	1,5	1,4
OCSE	novembre 2013	-0,4	1,0	1,6	1,4	1,2	1,2
<i>Euro Zone Barometer</i>	novembre 2013	-0,4	1,1	1,5	1,5	1,4	1,6
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	novembre 2013	-0,4	0,9	1,3	1,4	1,3	1,6
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	novembre 2013	-0,4	1,0	1,5	1,4	1,5	1,6
FMI	ottobre 2013	-0,4	1,0	1,4	1,5	1,5	1,4

Fonti: *Economic Forecasts* della Commissione europea, autunno 2013; *World Economic Outlook* dell'FMI, ottobre 2013; *Economic Outlook* dell'OCSE, novembre 2013; *Consensus Economics Forecasts*; MJEconomics e *Survey of Professional Forecasters* della BCE.

Note: i tassi di crescita indicati nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema 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.



# STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO





# INDICE <sup>1)</sup>

## 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](mailto:statistics@ecb.europa.eu). Per maggiore dettaglio e serie temporali più lunghe si rimanda allo *Statistical Data Warehouse* della BCE nella sezione "Statistics" del sito della BCE ([sdw.ecb.europa.eu](http://sdw.ecb.europa.eu)).

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

---

#### Segni convenzionali nelle tavole

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



# TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

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

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

	M1 <sup>2)</sup>	M2 <sup>2)</sup>	M3 <sup>2) 3)</sup>	M3 <sup>2) 3)</sup> media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche <sup>2)</sup>	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM <sup>2)</sup>	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor; valori percentuali in ragione d'anno; valori medi)	Tassi a pronti a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno; fine periodo) <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8
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 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	0,2	0,21	2,14
3° trim.	7,0	4,1	2,2	-	-1,9	2,2	0,22	2,05
2013 giu.	7,6	4,3	2,4	2,5	-1,6	0,7	0,21	2,14
lug.	7,1	4,1	2,2	2,3	-1,9	2,0	0,22	1,95
ago.	6,8	4,0	2,3	2,2	-2,1	2,7	0,23	2,17
set.	6,7	3,8	2,0	1,9	-2,0	3,1	0,22	2,05
ott.	6,6	3,2	1,4	.	-2,1	.	0,23	1,95
nov.	.	.	.	.	.	.	0,22	1,99

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

	IAPC <sup>1)</sup>	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	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	5,7	2,2	1,6	3,2	80,6	0,3	10,1
2012	2,5	2,8	1,8	-0,7	-2,4	78,6	-0,7	11,4
2013 1° trim.	1,9	1,2	1,7	-1,2	-2,3	77,5	-1,0	12,0
2° trim.	1,4	-0,1	0,9	-0,6	-0,7	77,9	-1,0	12,1
3° trim.	1,3	-0,6	-	-0,4	-0,6	78,4	.	12,1
2013 giu.	1,6	0,1	-	-	-0,1	-	-	12,1
lug.	1,6	0,0	-	-	-1,8	78,3	-	12,1
ago.	1,3	-0,9	-	-	-1,1	-	-	12,1
set.	1,1	-0,9	-	-	1,1	-	-	12,2
ott.	0,7	-1,4	-	-	.	78,4	-	12,1
nov.	0,9	.	-	-	.	-	-	.

### 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 <sup>6)</sup> (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti e di portafoglio				Nominale	Reale (IPC)	
2011	19,2	2,3	145,3	667,1	-15,4	126,7	103,4	100,6	1,3920
2012	131,2	94,9	68,8	689,4	-13,3	127,5	97,9	95,5	1,2848
2012 4° trim.	68,2	35,0	45,4	689,4	-13,3	127,5	97,9	95,5	1,2967
2013 1° trim.	26,4	30,7	-7,5	687,8	-12,4	129,1	100,8	98,2	1,3206
2° trim.	58,1	52,1	18,4	564,3	-13,8	126,8	100,9	98,2	1,3062
3° trim.	56,8	41,6	-38,9	586,8	.	.	101,9	99,1	1,3242
2013 giu.	30,1	18,5	7,9	564,3	-	-	101,6	98,8	1,3189
lug.	28,4	19,7	-44,4	588,7	-	-	101,5	98,8	1,3080
ago.	13,8	8,3	17,4	613,0	-	-	102,2	99,5	1,3310
set.	14,6	13,7	-11,9	586,8	-	-	102,0	99,1	1,3348
ott.	.	.	.	579,6	-	-	102,9	99,7	1,3635
nov.	.	.	.	.	-	-	102,7	99,4	1,3493

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

	1 novembre 2013	8 novembre 2013	15 novembre 2013	22 novembre 2013	29 novembre 2013
<b>Oro e crediti in oro</b>	343.919	343.920	343.920	343.920	343.920
<b>Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	244.795	243.869	244.216	244.948	244.327
<b>Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	22.175	22.370	22.467	22.805	23.363
<b>Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	21.467	18.709	19.111	19.381	19.342
<b>Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	740.153	729.686	721.884	717.615	719.033
Operazioni di rifinanziamento principali	89.319	89.524	87.744	86.881	97.210
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	650.810	640.159	634.139	630.553	621.749
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	24	2	0	181	74
Crediti connessi a scarti di garanzia	1	1	1	1	1
<b>Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	80.406	83.212	83.992	81.441	77.195
<b>Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	593.354	593.175	592.233	592.272	592.189
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	241.614	241.554	241.554	241.456	241.421
Altri titoli	351.740	351.621	350.679	350.816	350.768
<b>Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche</b>	28.328	28.328	28.328	28.328	28.328
<b>Altre attività</b>	239.794	242.163	242.867	242.891	243.259
<b>Attività totali</b>	2.314.393	2.305.431	2.299.017	2.293.601	2.290.956

#### 2. Passività

	1 novembre 2013	8 novembre 2013	15 novembre 2013	22 novembre 2013	29 novembre 2013
<b>Banconote in circolazione</b>	924.528	923.581	922.566	920.986	927.496
<b>Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	467.102	477.246	459.760	446.103	429.609
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	226.935	230.569	231.888	217.957	215.501
Depositi <i>overnight</i>	52.127	62.442	43.861	44.039	56.147
Depositi a tempo determinato	188.000	184.000	184.000	184.000	157.764
Operazioni temporanee di <i>fine tuning</i>	0	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	39	234	11	108	196
<b>Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	5.692	5.538	5.328	5.393	5.141
<b>Certificati di debito</b>	0	0	0	0	0
<b>Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	110.342	89.084	106.442	117.054	133.880
<b>Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	123.510	129.496	122.724	122.692	114.348
<b>Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	1.241	1.332	1.327	2.208	2.282
<b>Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	4.999	4.542	4.929	5.191	5.110
<b>Contropartite dei DSP dell'FMI</b>	53.565	53.565	53.565	53.565	53.565
<b>Altre passività</b>	228.460	226.091	227.421	225.455	224.571
<b>Rivalutazioni</b>	304.534	304.534	304.534	304.534	304.534
<b>Capitale e riserve</b>	90.420	90.420	90.420	90.420	90.420
<b>Passività totali</b>	2.314.393	2.305.431	2.299.017	2.293.601	2.290.956

Fonte: BCE.

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

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

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

Fonte: BCE.

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

### 1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante procedura d'asta <sup>1), 2)</sup>

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)
				Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile			
				Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	8	9
Operazioni di rifinanziamento principali								
2013 28 ago.	97.126	63	97.126	0,50	-	-	-	7
4 set.	95.621	66	95.621	0,50	-	-	-	7
11	97.170	70	97.170	0,50	-	-	-	7
18	96.249	79	96.249	0,50	-	-	-	7
25	97.027	74	97.027	0,50	-	-	-	7
2 ott.	94.466	73	94.466	0,50	-	-	-	7
9	93.366	68	93.366	0,50	-	-	-	7
16	91.234	70	91.234	0,50	-	-	-	7
23	90.605	67	90.605	0,50	-	-	-	7
30	89.319	66	89.319	0,50	-	-	-	7
6 nov.	89.524	64	89.524	0,50	-	-	-	7
13	87.744	67	87.744	0,25	-	-	-	7
20	86.881	71	86.881	0,25	-	-	-	7
27	97.210	78	97.210	0,25	-	-	-	7
4 dic.	94.625	78	94.625	0,25	-	-	-	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine <sup>5)</sup>								
2013 12 giu.	3.591	20	3.591	0,50	-	-	-	28
27	9.477	50	9.477	0,50	-	-	-	91
10 lug.	3.536	21	3.536	0,50	-	-	-	28
1 ago	2.683	43	2.683	0,50	-	-	-	91
7	3.910	24	3.910	0,50	-	-	-	35
29	6.823	38	6.823	0,46	-	-	-	91
11 set.	3.430	23	3.430	0,50	-	-	-	28
26 <sup>6)</sup>	8.607	51	8.607	-	-	-	-	84
9 ott.	3.447	21	3.447	0,50	-	-	-	35
31 <sup>6)</sup>	1.930	43	1.930	-	-	-	-	91
13 nov.	3.194	21	3.194	0,25	-	-	-	28
28 <sup>6)</sup>	5.926	47	5.926	-	-	-	-	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 <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2013 28 ago.	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
11	Raccolta di depositi a tempo determinato	297.762	128	190.500	-	-	0,50	0,09	0,08	7
18	Raccolta di depositi a tempo determinato	272.916	122	190.500	-	-	0,50	0,09	0,08	7
25	Raccolta di depositi a tempo determinato	248.472	116	190.500	-	-	0,50	0,19	0,11	7
2 ott.	Raccolta di depositi a tempo determinato	265.066	117	187.500	-	-	0,50	0,09	0,08	7
9	Raccolta di depositi a tempo determinato	251.347	117	188.000	-	-	0,50	0,09	0,08	7
16	Raccolta di depositi a tempo determinato	219.440	117	188.000	-	-	0,50	0,15	0,09	7
23	Raccolta di depositi a tempo determinato	240.212	132	188.000	-	-	0,50	0,12	0,09	7
30	Raccolta di depositi a tempo determinato	215.802	119	188.000	-	-	0,50	0,18	0,12	7
6 nov.	Raccolta di depositi a tempo determinato	257.518	131	184.000	-	-	0,50	0,13	0,10	7
13	Raccolta di depositi a tempo determinato	254.702	126	184.000	-	-	0,25	0,10	0,09	7
20	Raccolta di depositi a tempo determinato	218.118	122	184.000	-	-	0,25	0,11	0,09	7
27	Raccolta di depositi a tempo determinato	157.764	108	157.764	-	-	0,25	0,25	0,16	7
4 dic.	Raccolta di depositi a tempo determinato	190.189	130	184.000	-	-	0,25	0,25	0,14	7

Fonte: BCE.

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

### 1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

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

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

Aggregato soggetto a riserva nel periodo: (fine periodo)	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva positivo <sup>1)</sup>		Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi a vista e depositi con durata prestabilita o rimborsabili con preavviso fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi con durata prestabilita o rimborsabili con preavviso oltre 2 anni	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni
	1	2	3	4	5	6
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 mag.	18.639,0	9.884,9	610,0	2.571,8	1.496,7	4.075,6
giu.	18.577,4	9.948,3	593,5	2.531,5	1.426,0	4.078,1
lug.	18.343,3	9.826,4	596,3	2.515,3	1.422,1	3.983,3
ago.	18.252,7	9.835,6	587,7	2.494,7	1.353,8	3.981,0
set.	18.133,7	9.806,2	572,8	2.483,8	1.301,4	3.969,5

#### 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 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	274,5	169,6	0,0	0,50
8 ott.	103,8	268,4	164,7	0,0	0,50
12 nov.	103,8	244,9	141,1	0,0	0,50
10 dic.	103,3	.	.	.	.

#### 3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema											
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità <sup>2)</sup>	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità <sup>3)</sup>	Banconote in circolazione	Conti delle amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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 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
10 set.	531,8	97,5	692,3	0,4	251,1	79,2	191,7	920,4	72,6	34,7	274,5	1.274,2
8 ott.	538,2	96,2	674,6	0,2	248,2	58,9	189,8	918,3	80,1	41,9	268,4	1.245,6
12 nov.	550,9	90,8	652,4	0,1	244,6	52,1	187,2	920,4	70,9	63,4	244,9	1.217,4

Fonte: BCE.

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



## MONETA, BANCHE E ALTRE SOCIETÀ FINANZIARIE

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

#### 1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività <sup>3)</sup>
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Eurosistema</b>														
2011	4.700,4	2.780,5	18,0	1,0	2.761,5	717,2	557,0	10,1	150,1	-	20,3	779,2	8,1	395,0
2012	5.287,6	3.351,2	16,9	1,0	3.333,3	723,1	568,4	10,5	144,2	-	23,4	799,9	8,3	381,8
2013 2° trim.	4.399,4	2.572,6	15,1	1,2	2.556,3	741,7	588,9	25,3	127,4	-	23,6	665,0	8,3	388,4
3° trim.	4.303,2	2.455,0	15,1	1,2	2.438,7	727,9	576,7	26,5	124,7	-	24,6	690,7	8,3	396,8
2013 lug.	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
ago.	4.353,7	2.485,8	15,0	1,2	2.469,5	730,1	579,4	25,9	124,8	-	24,0	711,3	8,3	394,2
set.	4.303,2	2.455,0	15,1	1,2	2.438,7	727,9	576,7	26,5	124,7	-	24,6	690,7	8,3	396,8
ott. <sup>4)</sup>	4.228,5	2.399,5	15,1	1,2	2.383,3	724,6	575,7	25,7	123,3	-	25,2	671,7	8,4	399,0
<b>IFM escluso l'Eurosistema</b>														
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	32.697,6	17.992,9	1.153,4	11.042,6	5.796,9	4.901,6	1.627,0	1.423,3	1.851,3	66,8	1.227,8	4.044,0	214,6	4.249,9
2013 2° trim.	32.009,2	17.529,1	1.101,8	10.978,7	5.448,6	4.959,6	1.785,2	1.407,3	1.767,1	50,9	1.246,4	4.003,4	209,5	4.010,4
3° trim.	31.385,2	17.303,4	1.090,4	10.781,1	5.431,9	4.841,3	1.744,7	1.392,8	1.703,8	58,9	1.232,9	3.894,1	210,4	3.844,2
2013 lug.	31.695,8	17.418,7	1.105,2	10.897,7	5.415,7	4.916,0	1.753,1	1.405,8	1.757,1	52,2	1.249,2	3.942,2	210,1	3.907,5
ago.	31.536,9	17.384,6	1.090,2	10.768,4	5.526,0	4.893,2	1.755,3	1.401,8	1.736,1	58,1	1.223,4	3.949,8	210,1	3.817,7
set.	31.385,2	17.303,4	1.090,4	10.781,1	5.431,9	4.841,3	1.744,7	1.392,8	1.703,8	58,9	1.232,9	3.894,1	210,4	3.844,2
ott. <sup>4)</sup>	31.354,5	17.192,5	1.103,0	10.737,5	5.352,0	4.825,2	1.763,9	1.374,6	1.686,7	55,8	1.234,5	3.950,4	209,0	3.887,1

#### 2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>4)</sup>	Obbligazioni <sup>5)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività <sup>3)</sup>
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosistema</b>											
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 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
3° trim.	4.303,2	944,6	2.225,0	82,0	49,2	2.093,8	-	0,0	444,8	225,4	463,5
2013 lug.	4.364,2	944,3	2.281,6	114,7	50,6	2.116,3	-	0,0	449,5	232,9	455,8
ago.	4.353,7	945,3	2.250,3	81,3	46,3	2.122,7	-	0,0	469,1	229,4	459,5
set.	4.303,2	944,6	2.225,0	82,0	49,2	2.093,8	-	0,0	444,8	225,4	463,5
ott. <sup>4)</sup>	4.228,5	950,4	2.153,1	79,7	69,2	2.004,2	-	0,0	444,4	213,5	467,1
<b>IFM escluso l'Eurosistema</b>											
2011	33.533,5	-	17.312,0	195,5	10.752,1	6.364,4	570,6	5.008,2	2.229,1	3.805,2	4.608,3
2012	32.697,6	-	17.201,8	170,8	10.869,2	6.161,9	534,7	4.848,9	2.343,9	3.491,0	4.277,2
2013 2° trim.	32.009,2	-	17.074,6	236,7	11.085,1	5.752,8	486,9	4.590,6	2.391,8	3.407,5	4.057,8
3° trim.	31.385,2	-	16.854,3	190,9	10.929,7	5.733,8	476,8	4.470,5	2.392,7	3.271,7	3.919,2
2013 lug.	31.695,8	-	16.947,4	203,8	11.006,4	5.737,3	487,0	4.538,1	2.405,1	3.363,3	3.954,9
ago.	31.536,9	-	16.949,0	181,5	10.950,5	5.817,0	502,5	4.506,4	2.388,8	3.339,6	3.850,6
set.	31.385,2	-	16.854,3	190,9	10.929,7	5.733,8	476,8	4.470,5	2.392,7	3.271,7	3.919,2
ott. <sup>4)</sup>	31.354,5	-	16.766,5	165,5	10.918,8	5.682,2	474,6	4.447,5	2.398,9	3.296,8	3.970,3

Fonte: BCE.

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

## 2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

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

### 1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività <sup>2)</sup>
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze</b>											
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	26.247,1	12.213,8	1.170,3	11.043,5	3.629,2	2.195,4	1.433,8	767,0	4.843,9	222,9	4.570,3
2013 2° trim.	25.930,0	12.096,7	1.116,9	10.979,9	3.806,8	2.374,1	1.432,6	792,5	4.668,3	217,7	4.347,9
3° trim.	25.415,0	11.887,8	1.105,5	10.782,3	3.740,7	2.321,4	1.419,3	792,6	4.584,7	218,7	4.190,4
2013 lug.	25.678,5	12.019,2	1.120,3	10.898,9	3.771,5	2.339,8	1.431,8	785,7	4.636,1	218,4	4.247,7
ago.	25.459,2	11.874,8	1.105,2	10.769,6	3.762,5	2.334,8	1.427,7	781,6	4.661,1	218,4	4.160,7
set.	25.415,0	11.887,8	1.105,5	10.782,3	3.740,7	2.321,4	1.419,3	792,6	4.584,7	218,7	4.190,4
ott. <sup>(p)</sup>	25.462,9	11.856,8	1.118,1	10.738,6	3.739,8	2.339,5	1.400,3	793,1	4.622,1	217,4	4.233,7
<b>Transazioni</b>											
2011	993,2	60,3	-55,6	115,9	127,8	151,9	-24,1	-29,9	-37,2	7,8	864,3
2012	85,4	-37,2	-4,7	-32,5	113,1	183,6	-70,5	38,6	-153,5	-14,1	138,6
2013 2° trim.	-440,4	-69,9	-23,6	-46,3	79,7	79,7	0,0	9,1	2,5	-0,3	-463,9
3° trim.	-436,0	-97,4	-12,6	-84,8	-71,4	-58,5	-12,9	-8,4	-79,2	1,1	-180,7
2013 lug.	-255,0	-70,4	2,3	-72,7	-40,0	-39,6	-0,4	-12,0	-31,7	0,6	-101,4
ago.	-159,7	-47,0	-15,0	-32,0	-6,2	-2,7	-3,5	-2,5	-15,6	0,1	-88,4
set.	-21,3	20,0	0,2	19,9	-25,2	-16,2	-9,0	6,1	-31,8	0,4	9,1
ott. <sup>(p)</sup>	61,8	-23,1	12,5	-35,6	-15,1	4,6	-19,6	-5,6	64,6	-1,2	42,2

### 2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle amministrazioni centrali	Depositi di altre amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>3)</sup>	Obbligazioni <sup>4)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività <sup>2)</sup>	Eccesso di passività tra IFM rispetto alle attività
<b>Consistenze</b>										
2011	26.718,7	857,5	259,3	10.764,3	520,4	3.006,2	2.219,1	4.089,5	5.020,5	-17,9
2012	26.247,1	876,8	252,1	10.933,6	467,9	2.853,4	2.395,9	3.789,7	4.729,7	-52,0
2013 2° trim.	25.930,0	885,9	344,6	11.130,9	435,9	2.696,1	2.335,8	3.648,8	4.507,1	-55,0
3° trim.	25.415,0	894,0	272,9	10.978,8	417,9	2.642,0	2.372,6	3.497,1	4.382,7	-43,1
2013 lug.	25.678,5	892,8	318,5	11.057,0	434,8	2.655,8	2.367,2	3.596,2	4.410,8	-54,5
ago.	25.459,2	894,2	262,8	10.996,8	444,4	2.645,5	2.392,2	3.569,1	4.310,1	-55,9
set.	25.415,0	894,0	272,9	10.978,8	417,9	2.642,0	2.372,6	3.497,1	4.382,7	-43,1
ott. <sup>(p)</sup>	25.462,9	897,9	245,2	10.988,1	418,8	2.637,5	2.376,6	3.510,3	4.437,3	-48,9
<b>Transazioni</b>										
2011	993,2	49,1	-0,8	168,1	-29,0	50,0	141,4	-199,9	860,6	-46,1
2012	85,4	19,5	-5,1	187,0	-18,2	-124,8	155,4	-254,1	148,0	-22,4
2013 2° trim.	-440,4	18,4	42,2	85,7	-23,4	-66,7	49,4	-104,7	-437,7	-3,6
3° trim.	-436,0	8,1	-71,7	-63,2	-18,1	-42,0	6,7	-129,6	-151,2	25,0
2013 lug.	-255,0	6,9	-26,1	-69,9	-1,1	-33,7	-2,0	-26,0	-103,7	0,7
ago.	-159,7	1,4	-55,7	21,2	9,5	-12,5	10,6	-49,8	-98,8	14,4
set.	-21,3	-0,2	10,1	-14,6	-26,4	4,3	-1,9	-53,8	51,3	9,9
ott. <sup>(p)</sup>	61,8	3,9	-28,0	12,8	1,0	3,2	-7,9	32,8	49,2	-5,2

Fonte: BCE.

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

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

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

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

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro <sup>3)</sup>		Attività nette sull'estero <sup>4)</sup>					
	1	2	3	4	5				6	7		8	9	10	11	12
<b>Consistenze</b>																
2011	4.807,0	3.800,6	8.607,6	891,7	9.499,2	-	7.678,0	3.164,7	13.286,3	11.018,1	-	927,7				
2012	5.110,0	3.882,3	8.992,4	790,1	9.782,5	-	7.568,4	3.406,0	13.059,4	10.858,2	-	1.037,5				
2013 2° trim.	5.264,3	3.873,9	9.138,2	686,5	9.824,6	-	7.385,8	3.451,5	12.935,8	10.707,4	-	1.006,0				
3° trim.	5.345,8	3.852,5	9.198,4	664,8	9.863,2	-	7.365,9	3.437,3	12.865,8	10.630,7	-	1.080,3				
2013 lug.	5.300,7	3.870,7	9.171,4	683,1	9.854,5	-	7.382,0	3.449,9	12.888,2	10.659,2	-	1.039,1				
ago.	5.338,8	3.856,0	9.194,8	685,7	9.880,5	-	7.393,7	3.452,4	12.878,9	10.649,9	-	1.079,8				
set.	5.345,8	3.852,5	9.198,4	664,8	9.863,2	-	7.365,9	3.437,3	12.865,8	10.630,7	-	1.080,3				
ott. <sup>5)</sup>	5.397,9	3.820,9	9.218,9	663,2	9.882,1	-	7.392,3	3.463,4	12.829,0	10.608,4	-	1.113,5				
<b>Transazioni</b>																
2011	91,4	69,5	161,0	-8,1	152,8	-	211,9	95,8	49,6	104,0	130,7	162,5				
2012	310,3	78,1	388,4	-55,4	332,9	-	-117,0	184,9	-101,7	-70,0	-16,0	99,2				
2013 2° trim.	66,4	-7,4	58,9	-33,9	25,0	-	-32,9	23,2	-75,7	-94,2	-86,3	77,9				
3° trim.	84,8	-20,4	64,5	-28,9	35,6	-	-36,8	-21,1	-72,4	-70,9	-64,4	56,6				
2013 lug.	38,0	-1,8	36,2	-4,3	31,9	-	-28,7	-7,9	-44,2	-40,0	-32,1	7,0				
ago.	37,1	-16,3	20,8	-5,2	15,6	-	-3,8	4,7	-16,7	-18,9	-16,4	22,7				
set.	9,7	-2,3	7,5	-19,4	-11,9	-	-4,2	-18,0	-11,5	-12,1	-15,9	26,9				
ott. <sup>5)</sup>	53,9	-30,5	23,4	-1,4	22,0	-	22,8	12,3	-35,5	-14,3	-14,5	40,8				
<b>Variazioni percentuali</b>																
2011	1,9	1,9	1,9	-0,9	1,6	1,7	2,9	3,2	0,4	1,0	1,2	162,5				
2012	6,5	2,1	4,5	-6,5	3,5	3,6	-1,5	5,9	-0,8	-0,6	-0,1	99,2				
2013 2° trim.	7,6	0,1	4,3	-17,0	2,4	2,5	-1,0	2,7	-1,1	-1,6	-1,0	282,5				
3° trim.	6,7	0,1	3,8	-17,6	2,0	1,9	-1,3	0,7	-1,2	-2,0	-1,6	309,4				
2013 lug.	7,1	0,2	4,1	-17,7	2,2	2,3	-1,0	2,2	-1,2	-1,9	-1,4	266,2				
ago.	6,8	0,4	4,0	-16,4	2,3	2,2	-1,2	2,2	-1,2	-2,1	-1,5	279,7				
set.	6,7	0,1	3,8	-17,6	2,0	1,9	-1,3	0,7	-1,2	-2,0	-1,6	309,4				
ott. <sup>5)</sup>	6,6	-1,2	3,2	-17,9	1,4	.	-0,9	0,8	-1,4	-2,1	-1,7	321,7				

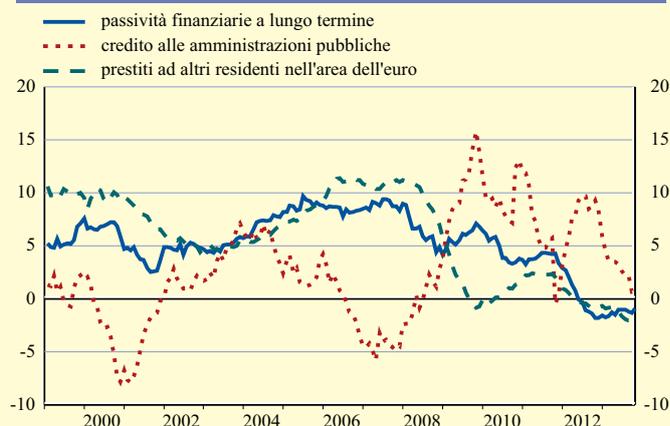
### F1 Aggregati monetari <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

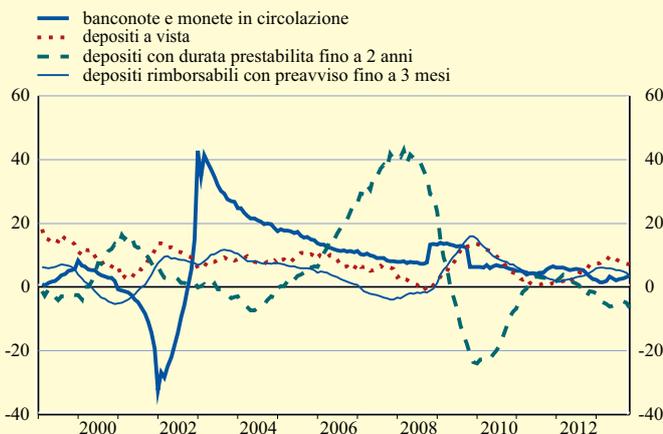
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine <sup>2)</sup>	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2011	843,9	3.963,1	1.838,6	1.961,9	146,2	537,8	207,7	2.812,9	115,3	2.544,2	2.205,7
2012	863,9	4.246,1	1.801,8	2.080,6	123,7	483,3	183,2	2.685,0	106,1	2.395,2	2.382,1
2013 2° trim.	880,8	4.383,5	1.751,5	2.122,4	117,7	438,6	130,2	2.562,8	96,6	2.401,5	2.324,9
3° trim.	893,7	4.452,1	1.719,6	2.132,9	110,4	421,7	132,7	2.505,5	93,6	2.393,1	2.373,7
2013 lug.	885,2	4.415,5	1.742,4	2.128,3	120,6	435,7	126,8	2.525,8	95,6	2.398,6	2.362,1
ago.	890,8	4.448,0	1.727,5	2.128,4	123,0	434,5	128,3	2.515,1	95,4	2.393,8	2.389,3
set.	893,7	4.452,1	1.719,6	2.132,9	110,4	421,7	132,7	2.505,5	93,6	2.393,1	2.373,7
ott. <sup>(p)</sup>	898,1	4.499,9	1.692,2	2.128,7	118,2	422,8	122,2	2.516,6	92,7	2.400,5	2.382,6
Transazioni											
2011	48,9	42,6	35,8	33,8	-16,8	-29,6	38,2	17,5	-2,5	56,0	140,8
2012	20,2	290,1	-36,5	114,6	-17,0	-20,0	-18,4	-105,8	-10,2	-156,1	155,1
2013 2° trim.	11,6	54,7	-27,7	20,3	-4,4	-18,7	-10,8	-54,2	-4,3	-8,0	33,7
3° trim.	12,9	71,9	-32,0	11,7	-15,4	-16,8	3,3	-46,0	-3,0	-6,5	18,7
2013 lug.	4,4	33,6	-8,3	6,5	3,0	-2,7	-4,6	-29,3	-1,0	-2,2	3,8
ago.	5,6	31,5	-16,8	0,5	-5,9	-1,4	2,1	-13,5	-0,1	-3,0	12,8
set.	2,9	6,8	-6,9	4,7	-12,5	-12,7	5,8	-3,2	-1,8	-1,3	2,1
ott. <sup>(p)</sup>	4,3	49,6	-26,4	-4,1	7,9	1,2	-10,5	18,8	-0,9	7,9	-3,1
Variazioni percentuali											
2011	6,1	1,1	2,0	1,8	-9,8	-5,1	29,2	0,7	-2,1	2,3	6,9
2012	2,4	7,3	-2,0	5,8	-11,8	-3,9	-9,6	-3,8	-8,8	-6,1	6,9
2013 2° trim.	2,1	8,8	-5,6	5,4	-9,3	-11,2	-35,6	-4,8	-14,8	-3,2	6,5
3° trim.	3,1	7,4	-4,9	4,5	-17,9	-11,9	-30,9	-6,5	-14,9	-1,5	5,5
2013 lug.	2,5	8,1	-5,4	5,3	-6,6	-11,1	-39,5	-6,0	-14,9	-1,2	5,7
ago.	2,7	7,6	-4,5	4,8	-9,8	-10,1	-35,4	-6,5	-14,2	-1,6	6,0
set.	3,1	7,4	-4,9	4,5	-17,9	-11,9	-30,9	-6,5	-14,9	-1,5	5,5
ott. <sup>(p)</sup>	3,7	7,2	-6,6	3,5	-9,8	-12,6	-35,9	-5,4	-14,8	-0,9	5,1

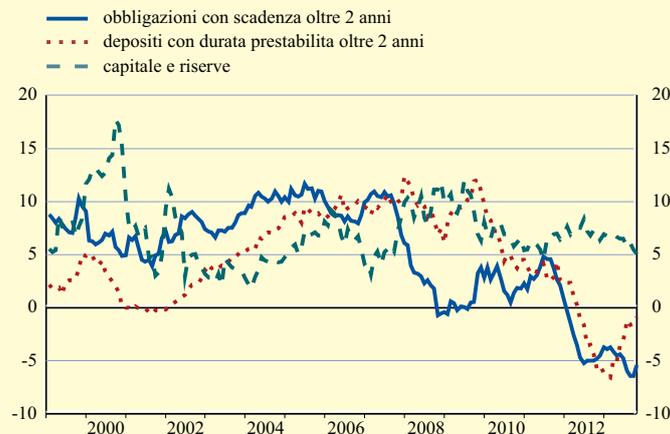
#### F3 Componenti degli aggregati monetari <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

2) 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 <sup>1)</sup>

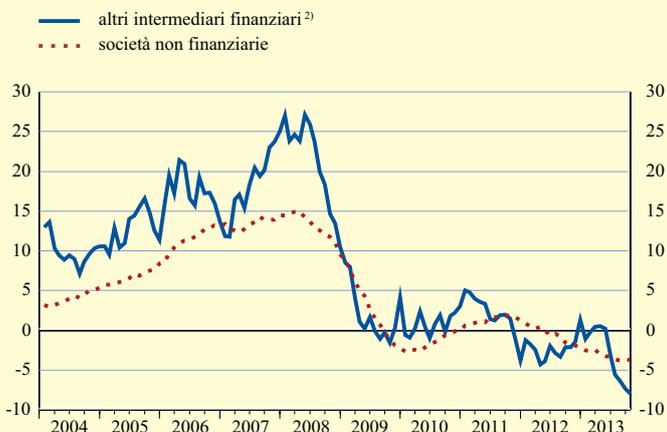
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 3. Prestiti in contropartita di M3

	Società di assicurazione e fondi pensione		Società non finanziarie				Famiglie <sup>3)</sup>					
	Totale	Altri intermediari finanziari <sup>2)</sup>	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 <sup>4)</sup>	Prestiti corretti per cessioni e cartolarizzazioni <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Consistenze</b>												
2011	91,1	965,3	4.729,6	-	1.147,7	860,6	2.721,2	5.232,1	-	625,9	3.777,2	828,9
2012	89,0	977,2	4.549,5	-	1.132,5	795,8	2.621,2	5.242,5	-	601,8	3.824,3	816,5
2013 2° trim.	94,3	932,2	4.443,3	-	1.107,9	770,0	2.565,4	5.237,6	-	587,2	3.842,0	808,4
2013 3° trim.	95,4	904,7	4.394,6	-	1.083,4	762,3	2.548,9	5.236,0	-	582,1	3.845,5	808,3
2013 lug.	96,1	908,0	4.424,7	-	1.094,6	771,6	2.558,4	5.230,5	-	588,2	3.835,5	806,8
2013 ago.	96,4	910,8	4.411,2	-	1.086,7	770,4	2.554,1	5.231,6	-	586,4	3.839,4	805,8
2013 set.	95,4	904,7	4.394,6	-	1.083,4	762,3	2.548,9	5.236,0	-	582,1	3.845,5	808,3
2013 ott. <sup>6)</sup>	97,2	898,3	4.378,3	-	1.071,6	762,3	2.544,4	5.234,6	-	575,4	3.853,0	806,2
<b>Transazioni</b>												
2011	1,3	-37,5	58,6	64,5	24,0	-22,9	57,4	81,6	102,3	-11,6	85,8	7,4
2012	-2,0	13,0	-106,7	-61,1	6,9	-51,3	-62,3	25,6	34,3	-17,8	48,3	-4,9
2013 2° trim.	1,2	-36,9	-50,1	-50,5	-24,1	-6,5	-19,4	-8,4	0,0	-5,0	0,4	-3,8
2013 3° trim.	1,4	-38,6	-36,6	-38,8	-17,0	-8,2	-11,3	2,8	10,6	-0,6	3,6	-0,1
2013 lug.	1,8	-22,6	-13,4	-15,4	-8,9	0,1	-4,6	-5,7	3,9	1,6	-6,4	-1,0
2013 ago.	0,7	-9,3	-13,0	-12,5	-7,8	-1,4	-3,8	2,7	4,0	-1,5	3,9	0,3
2013 set.	-1,1	-6,7	-10,1	-10,9	-0,3	-6,9	-3,0	5,9	2,6	-0,7	6,1	0,5
2013 ott. <sup>6)</sup>	1,9	-5,1	-12,1	-14,0	-9,7	0,6	-3,1	1,1	2,7	-5,9	8,4	-1,4
<b>Variazioni percentuali</b>												
2011	1,6	-3,8	1,3	1,4	2,1	-2,6	2,2	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 2° trim.	11,8	-3,1	-3,3	-2,4	-1,9	-6,2	-3,0	0,0	0,3	-3,6	0,9	-1,2
2013 3° trim.	9,9	-7,3	-3,6	-2,8	-3,1	-5,6	-3,2	0,1	0,3	-2,3	0,8	-1,0
2013 lug.	14,8	-5,6	-3,7	-2,8	-3,7	-5,8	-3,0	0,1	0,3	-2,6	0,8	-1,2
2013 ago.	12,7	-6,3	-3,8	-2,9	-4,4	-5,3	-3,1	0,1	0,3	-2,5	0,7	-1,2
2013 set.	9,9	-7,3	-3,6	-2,8	-3,1	-5,6	-3,2	0,1	0,3	-2,3	0,8	-1,0
2013 ott. <sup>6)</sup>	8,3	-7,9	-3,7	-2,9	-4,2	-5,2	-3,0	0,1	0,3	-3,1	0,9	-1,4

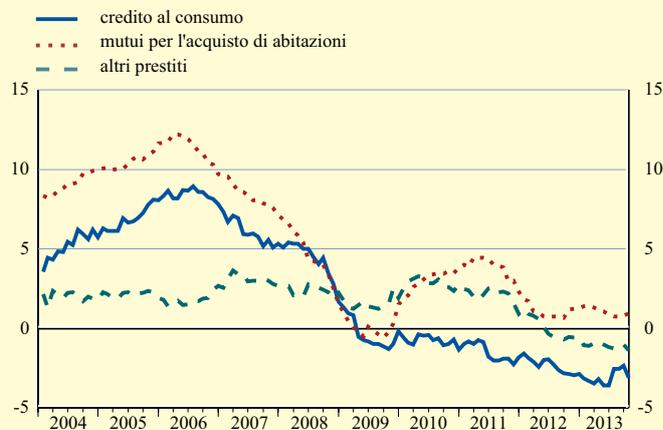
### F5 Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



### F6 Prestiti alle famiglie <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

2) 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 <sup>1), 2)</sup>

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

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

	Società di assicurazione e fondi pensione				Altri intermediari finanziari					Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	Pronti contro termine con controparti centrali 6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2012	81,6	64,2	4,5	12,9	1.169,6	196,2	599,6	229,5	340,5	4.538,8	1.124,1	794,7	2.620,0
2013 2° trim.	95,2	79,2	3,8	12,2	1.188,4	252,7	628,3	218,8	341,2	4.451,7	1.118,2	770,8	2.562,7
3° trim.	98,5	82,1	3,5	12,9	1.050,6	137,7	504,3	215,9	330,4	4.394,2	1.080,6	763,9	2.549,7
2013 ago.	100,2	84,1	3,6	12,5	1.036,8	132,0	489,6	215,1	332,1	4.402,0	1.073,8	771,2	2.557,0
set.	98,5	82,1	3,5	12,9	1.050,6	137,7	504,3	215,9	330,4	4.394,2	1.080,6	763,9	2.549,7
ott. <sup>(p)</sup>	100,4	83,3	3,7	13,5	1.025,6	129,5	480,8	215,9	328,9	4.376,3	1.066,0	764,2	2.546,0
Transazioni													
2012	-1,7	0,6	-1,8	-0,5	51,9	38,7	21,1	13,1	17,7	-107,9	6,2	-51,4	-62,7
2013 2° trim.	3,6	3,6	-0,1	0,1	-16,0	17,8	-1,1	-2,9	-12,0	-40,5	-16,2	-5,0	-19,3
3° trim.	3,7	3,2	-0,3	0,7	-42,0	-8,0	-32,1	2,8	-12,7	-45,4	-30,0	-7,4	-7,9
2013 ago.	2,7	2,5	-0,1	0,2	0,3	16,0	3,6	1,4	-4,6	-32,4	-26,0	-2,3	-4,1
set.	-1,6	-2,0	0,0	0,4	13,1	5,7	14,0	0,5	-1,4	-1,5	9,8	-6,1	-5,2
ott. <sup>(p)</sup>	1,9	1,2	0,2	0,6	-23,6	-8,2	-22,9	0,3	-1,0	-13,7	-12,5	1,0	-2,2
Variazioni percentuali													
2012	-2,0	0,9	-28,6	-3,5	4,6	24,7	3,6	6,1	5,5	-2,3	0,5	-6,0	-2,3
2013 2° trim.	11,4	17,3	-29,6	-2,2	3,9	42,7	8,8	-0,7	-1,5	-3,3	-1,9	-6,2	-3,0
3° trim.	10,0	14,6	-37,6	5,2	-4,0	12,4	-4,1	-0,5	-5,5	-3,6	-3,1	-5,6	-3,2
2013 ago.	13,3	18,9	-32,1	0,2	-1,8	19,9	-0,3	-0,1	-5,6	-3,8	-4,4	-5,3	-3,1
set.	10,0	14,6	-37,6	5,2	-4,0	12,4	-4,1	-0,5	-5,5	-3,6	-3,1	-5,6	-3,2
ott. <sup>(p)</sup>	8,4	11,3	-31,6	7,8	-5,6	3,7	-7,7	-0,2	-5,4	-3,7	-4,2	-5,2	-3,0

### 2. Prestiti alle famiglie <sup>3)</sup>

	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	Imprese individuali 10	11	12	13	14
Consistenze														
2012	5.252,5	604,3	136,4	175,2	292,7	3.830,9	14,4	56,6	3.760,0	817,3	419,4	139,8	80,7	596,9
2013 2° trim.	5.243,4	589,5	130,9	171,3	287,3	3.840,4	13,7	55,7	3.771,1	813,5	414,1	144,7	78,4	590,3
3° trim.	5.237,8	583,0	130,4	170,4	282,3	3.847,1	12,6	55,8	3.778,7	807,7	413,6	138,4	77,6	591,7
2013 ago.	5.229,4	586,2	128,9	170,9	286,4	3.838,9	12,6	56,0	3.770,3	804,3	410,7	136,6	78,5	589,2
set.	5.237,8	583,0	130,4	170,4	282,3	3.847,1	12,6	55,8	3.778,7	807,7	413,6	138,4	77,6	591,7
ott. <sup>(p)</sup>	5.235,2	576,5	127,0	168,6	280,9	3.854,1	12,8	55,8	3.785,5	804,5	412,0	136,6	77,4	590,5
Transazioni														
2012	25,0	-17,8	-3,2	-6,2	-8,4	47,8	0,2	0,2	47,4	-4,9	-5,7	-0,4	-6,9	2,3
2013 2° trim.	6,6	-0,1	1,5	-1,0	-0,6	3,3	0,2	-0,3	3,4	3,4	-2,1	3,7	0,1	-0,3
3° trim.	-1,2	-2,1	0,0	-1,0	-1,1	6,8	-1,1	0,1	7,8	-5,9	-1,5	-6,0	-0,7	0,9
2013 ago.	-2,5	-3,1	-1,2	-0,9	-1,1	0,4	-0,1	-0,1	0,6	0,2	-1,1	-0,9	-0,1	1,2
set.	9,9	0,4	1,8	-0,5	-1,0	8,1	0,0	-0,2	8,4	1,4	2,0	1,8	-0,9	0,4
ott. <sup>(p)</sup>	-0,2	-5,6	-3,1	-1,7	-0,8	7,8	0,2	0,1	7,6	-2,4	-1,6	-1,5	-0,1	-0,8
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 2° trim.	0,0	-3,6	-2,4	-5,0	-3,3	0,9	-0,1	-2,1	0,9	-1,2	-1,6	-1,1	-7,3	-0,3
3° trim.	0,1	-2,3	-0,8	-3,9	-2,1	0,8	-10,1	-2,4	0,9	-1,0	-1,2	-1,1	-5,6	-0,4
2013 ago.	0,1	-2,5	-1,9	-4,2	-1,8	0,7	-8,8	-2,3	0,8	-1,2	-2,0	-2,2	-5,3	-0,4
set.	0,1	-2,3	-0,8	-3,9	-2,1	0,8	-10,1	-2,4	0,9	-1,0	-1,2	-1,1	-5,6	-0,4
ott. <sup>(p)</sup>	0,1	-3,1	-2,8	-4,9	-2,2	0,9	-8,3	-2,6	1,0	-1,4	-1,6	-2,1	-5,5	-0,6

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 dettagli, cfr. le Note generali.
- 3) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

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

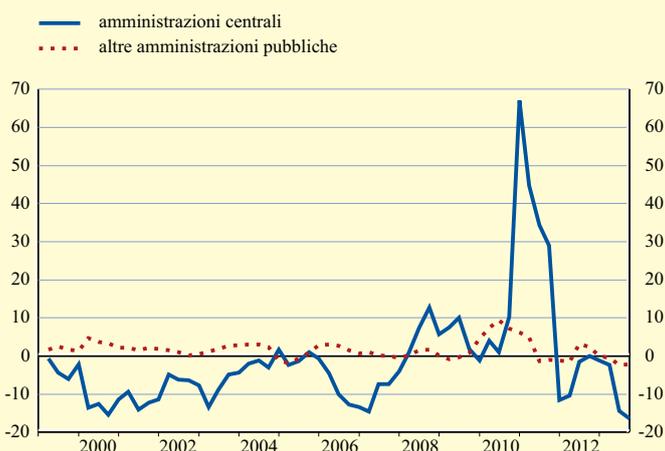
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

### 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 <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
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	2.866,5	1.905,2	961,3	60,7	900,6
2012 4° trim.	1.153,4	341,8	221,6	565,9	24,1	2.866,5	1.905,2	961,3	60,7	900,6
2013 1° trim.	1.124,3	312,4	217,0	568,8	26,0	2.890,2	1.888,6	1.001,6	60,0	941,6
2° trim.	1.101,8	290,3	218,1	565,3	28,0	2.877,1	1.892,9	984,2	58,0	926,1
3° trim. <sup>(p)</sup>	1.090,4	285,1	213,8	560,0	31,6	2.764,7	1.805,5	958,0	59,3	898,7
<b>Transazioni</b>										
2011	-54,9	-45,9	-0,3	14,6	-23,3	15,6	-26,2	41,6	12,9	28,7
2012	-3,6	-4,1	-4,9	2,9	2,4	-130,7	-102,4	-28,3	-1,0	-27,3
2012 4° trim.	-9,5	0,6	-9,9	1,9	-2,1	-103,7	-57,5	-46,2	1,9	-48,1
2013 1° trim.	-29,5	-29,5	-4,5	2,5	1,9	11,6	-26,2	37,8	-1,0	38,9
2° trim.	-22,1	-21,8	1,1	-3,5	2,0	18,8	25,3	-6,5	-1,3	-5,2
3° trim. <sup>(p)</sup>	-12,5	-5,1	-4,5	-6,5	3,5	-92,8	-78,7	-15,3	1,9	-17,2
<b>Variazioni percentuali</b>										
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	-2,9	-1,8	-2,9
2012 4° trim.	-0,3	-1,2	-2,2	0,5	11,2	-4,2	-5,0	-2,9	-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	-1,5
2° trim.	-5,9	-14,4	-9,5	-0,1	11,6	-4,2	-5,8	-0,9	3,2	-1,2
3° trim. <sup>(p)</sup>	-6,3	-16,3	-7,7	-1,0	20,1	-5,6	-7,0	-3,0	2,5	-3,3

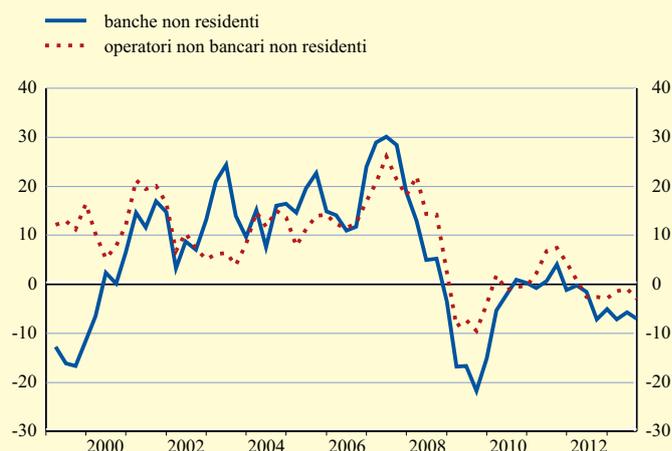
### F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

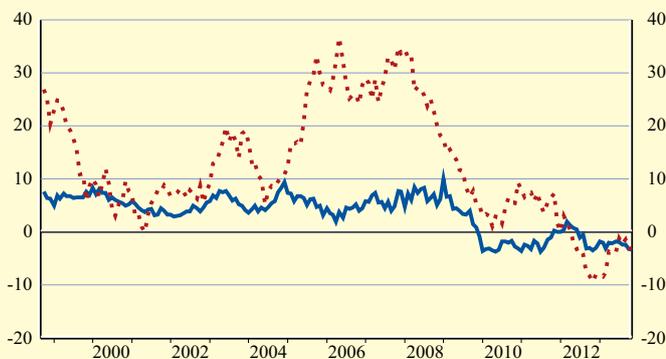
### 1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari							
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>Consistenze</b>															
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	691,4	106,5	81,4	484,4	6,4	0,2	12,5	2.016,3	410,8	236,6	1.020,7	13,6	0,3	334,4	256,7
2013 2° trim.	678,8	104,2	78,0	479,4	7,9	0,3	9,0	2.123,7	455,5	230,7	994,0	16,9	0,2	426,3	343,4
3° trim.	669,6	106,5	74,6	470,7	8,2	0,1	9,5	1.960,5	443,2	235,4	969,7	17,2	0,3	294,7	212,3
2013 lug.	683,5	109,0	80,4	475,0	8,3	0,3	10,6	2.049,8	435,5	232,5	986,8	17,5	0,2	377,2	287,5
ago.	675,2	104,0	80,6	472,9	8,4	0,4	8,9	1.966,4	436,1	235,6	978,0	16,8	0,3	299,5	206,9
set.	669,6	106,5	74,6	470,7	8,2	0,1	9,5	1.960,5	443,2	235,4	969,7	17,2	0,3	294,7	212,3
ott. <sup>(p)</sup>	668,9	105,6	77,4	467,9	7,9	0,1	9,9	1.928,3	436,9	225,5	964,3	17,3	0,4	283,9	199,3
<b>Transazioni</b>															
2011	0,0	11,5	4,2	-14,2	1,1	-0,1	-2,6	2,4	28,8	-29,1	5,7	-2,6	0,1	-0,4	5,5
2012	-12,5	15,2	2,6	-27,6	2,0	0,0	-4,7	-176,6	24,1	-49,5	-166,0	-2,0	-0,3	17,2	13,3
2013 2° trim.	-17,9	-9,3	-5,4	-0,7	0,0	0,0	-2,5	15,1	14,3	-6,9	-21,3	1,8	0,0	27,2	29,4
3° trim.	-9,1	2,4	-3,7	-9,2	0,9	-0,2	0,6	-80,1	-11,8	4,8	-24,4	0,2	0,1	-49,1	-40,2
2013 lug.	4,9	4,9	2,4	-4,3	0,3	0,0	1,6	-72,0	-19,2	1,9	-6,4	0,6	0,0	-49,0	-55,9
ago.	-8,9	-5,0	-0,2	-2,6	0,5	0,1	-1,7	-1,8	0,2	2,9	-9,1	-0,7	0,1	4,7	10,2
set.	-5,2	2,6	-5,9	-2,3	0,0	-0,2	0,7	-6,2	7,2	0,0	-8,9	0,2	0,0	-4,7	5,4
ott. <sup>(p)</sup>	-0,5	-0,8	2,8	-2,6	-0,2	0,0	0,4	-30,6	-5,7	-9,4	-4,9	0,1	0,1	-10,8	-13,0
<b>Variazioni percentuali</b>															
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	-1,8	16,5	3,4	-5,4	50,8	-	-32,1	-8,0	6,2	-17,4	-14,0	-14,0	-	4,3	4,2
2013 2° trim.	-1,9	6,6	-0,2	-4,2	27,9	-	-8,2	-1,2	12,1	-8,9	-9,0	12,4	-	11,5	16,3
3° trim.	-3,2	5,6	-5,2	-5,0	31,7	-	-13,3	-3,1	2,5	-1,0	-6,3	27,1	-	-3,3	2,7
2013 lug.	-2,4	3,9	-0,3	-4,6	27,3	-	5,3	-2,2	4,8	-5,5	-4,7	29,0	-	-2,0	-2,5
ago.	-2,3	5,3	2,9	-4,9	32,2	-	-15,5	-1,4	5,3	-1,5	-5,9	24,6	-	2,4	5,2
set.	-3,2	5,6	-5,2	-5,0	31,7	-	-13,3	-3,1	2,5	-1,0	-6,3	27,1	-	-3,3	2,7
ott. <sup>(p)</sup>	-3,3	-0,3	-2,3	-4,6	26,2	-	-3,0	-3,1	4,5	-8,2	-6,2	30,2	-	-1,9	1,1

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

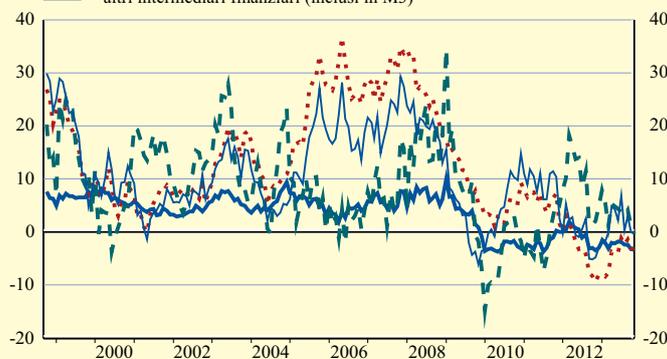
- società di assicurazione e fondi pensione (totale)
- altri intermediari finanziari (totale)



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

(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) <sup>3)</sup>
- altri intermediari finanziari (inclusi in M3) <sup>4)</sup>



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

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

	Società non finanziarie							Famiglie <sup>3)</sup>						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Consistenze</b>														
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	1.764,1	1.150,8	408,3	106,8	85,4	2,0	10,9	6.119,1	2.346,4	979,1	747,8	1.937,3	98,0	10,4
2013 2° trim.	1.762,3	1.151,8	389,6	116,2	92,4	1,7	10,6	6.210,0	2.446,4	929,0	770,4	1.970,0	88,2	6,1
3° trim.	1.792,3	1.174,7	392,2	118,9	95,0	1,8	9,7	6.202,8	2.460,2	902,5	783,6	1.965,2	84,9	6,3
2013 lug.	1.763,7	1.148,4	392,6	117,3	93,3	1,9	10,3	6.211,1	2.450,4	920,7	775,0	1.971,0	87,1	6,9
ago.	1.787,1	1.165,8	395,6	117,2	94,7	1,8	12,1	6.221,0	2.463,3	914,6	778,3	1.971,4	86,7	6,6
set.	1.792,3	1.174,7	392,2	118,9	95,0	1,8	9,7	6.202,8	2.460,2	902,5	783,6	1.965,2	84,9	6,3
ott. <sup>4)</sup>	1.813,9	1.182,0	402,4	120,3	94,8	1,8	12,6	6.209,9	2.478,9	891,1	791,0	1.958,6	84,5	5,7
<b>Transazioni</b>														
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	84,2	101,6	-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 2° trim.	15,8	29,7	-19,9	5,7	0,8	0,0	-0,5	46,0	69,9	-35,6	12,3	6,6	-4,9	-2,2
3° trim.	33,8	25,2	2,4	3,8	3,2	0,1	-0,8	-6,0	14,1	-26,5	14,0	-4,6	-3,3	0,2
2013 lug.	2,9	-2,8	3,2	1,1	1,4	0,2	-0,2	1,8	4,2	-7,8	4,5	1,2	-1,1	0,8
ago.	23,2	16,9	2,3	1,0	1,4	-0,1	1,8	9,8	12,7	-6,7	4,1	0,3	-0,3	-0,3
set.	7,7	11,1	-3,0	1,7	0,4	0,0	-2,3	-17,6	-2,8	-11,9	5,4	-6,2	-1,8	-0,3
ott. <sup>4)</sup>	23,3	8,1	11,1	1,3	-0,2	0,1	2,9	7,1	19,0	-11,7	7,4	-6,5	-0,5	-0,6
<b>Variazioni percentuali</b>														
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	9,6	-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 2° trim.	5,7	8,9	-5,1	15,0	10,8	-4,2	-12,8	3,6	7,0	-3,8	3,1	4,9	-15,4	-57,7
3° trim.	6,1	8,1	-2,0	14,9	11,0	2,0	-12,2	3,2	7,2	-6,4	4,9	3,9	-15,8	-50,3
2013 lug.	6,2	8,9	-3,3	12,7	13,1	22,1	-13,3	3,6	7,6	-4,6	3,6	4,6	-15,9	-51,0
ago.	6,4	8,4	-2,1	13,3	13,2	10,3	4,6	3,7	8,0	-5,1	4,0	4,2	-15,2	-50,3
set.	6,1	8,1	-2,0	14,9	11,0	2,0	-12,2	3,2	7,2	-6,4	4,9	3,9	-15,8	-50,3
ott. <sup>4)</sup>	6,5	8,2	-1,3	14,5	11,5	4,8	5,5	3,3	8,5	-8,1	6,2	2,9	-15,7	-52,0

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



Fonte: BCE.

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

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

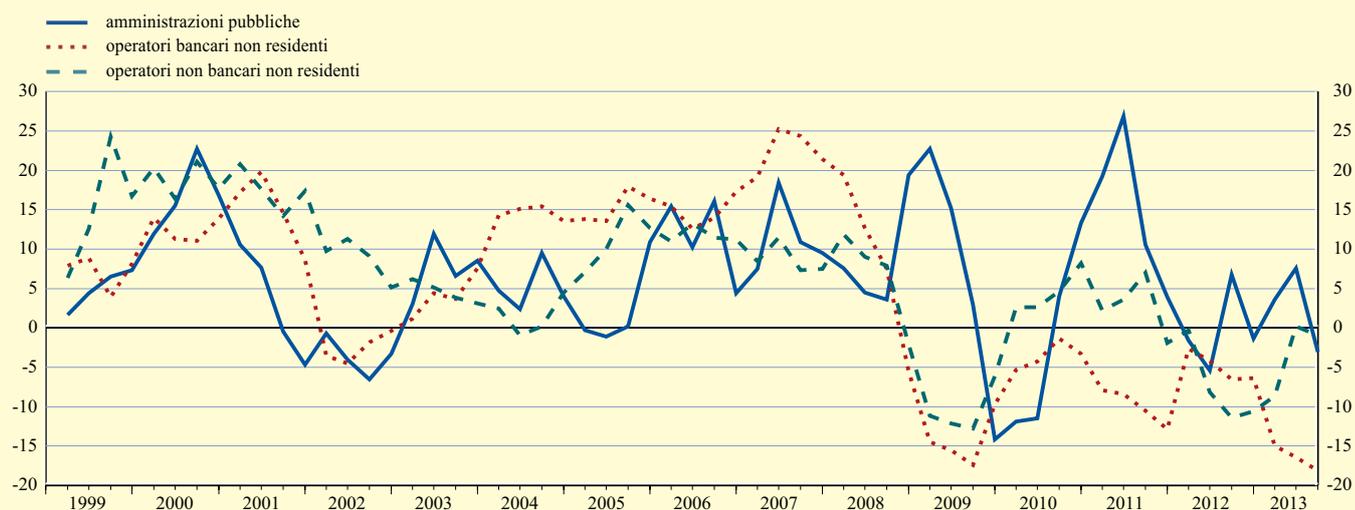
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
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	2.891,9	2.013,8	878,1	38,7	839,3
2012 4° trim.	449,1	170,8	62,8	111,7	103,8	2.891,9	2.013,8	878,1	38,7	839,3
2013 1° trim.	500,5	208,9	67,2	111,8	112,5	2.901,6	1.986,8	914,8	36,5	878,2
2° trim.	547,1	236,7	70,9	115,4	124,2	2.803,6	1.871,1	932,5	34,3	898,2
3° trim. <sup>(p)</sup>	495,4	190,9	70,7	113,7	120,0	2.662,7	1.743,6	925,5	43,0	882,5
<b>Transazioni</b>										
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	-242,6	-138,6	-104,0	-5,1	-98,9
2012 4° trim.	-61,5	-32,3	-30,2	0,4	0,6	-209,3	-141,7	-67,6	-3,4	-64,2
2013 1° trim.	50,3	38,2	4,1	0,1	7,9	-2,1	-32,9	30,8	-2,0	32,8
2° trim.	46,7	27,7	3,8	3,6	11,7	-68,4	-98,2	29,8	-1,8	31,5
3° trim. <sup>(p)</sup>	-51,1	-45,8	-0,1	-1,6	-3,5	-127,8	-119,0	-2,3	9,0	-11,4
<b>Variazioni percentuali</b>										
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 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	12,8	-13,0	-15,0	-8,7	-33,1	-7,2
2° trim.	7,5	23,7	-28,2	2,9	16,5	-11,6	-16,4	0,1	-14,7	0,8
3° trim. <sup>(p)</sup>	-3,0	-6,0	-24,1	2,2	16,1	-13,2	-18,1	-0,9	4,9	-1,2

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

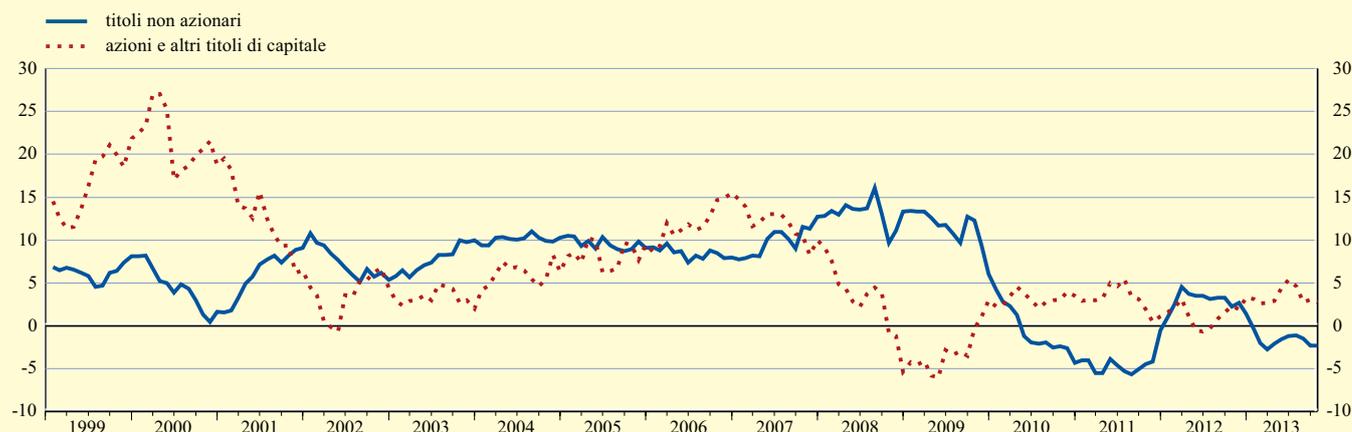
## 2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM <sup>1), 2)</sup>

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

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Consistenze</b>												
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	1.748,4	102,9	1.594,2	32,8	1.399,6	23,6	872,8	1.528,5	475,7	752,1	300,7
2013 2° trim.	5.774,5	1.650,0	117,1	1.755,9	29,3	1.380,6	26,7	814,9	1.554,7	468,9	777,5	308,4
3° trim.	5.648,4	1.601,6	102,2	1.714,9	29,8	1.364,0	28,8	807,1	1.552,7	456,3	776,6	319,8
2013 lug.	5.720,0	1.639,7	117,4	1.724,4	28,7	1.378,4	27,4	803,9	1.560,3	478,9	770,2	311,1
ago.	5.698,3	1.625,6	110,5	1.723,9	31,4	1.374,3	27,5	805,1	1.533,3	457,2	766,1	310,0
set.	5.648,4	1.601,6	102,2	1.714,9	29,8	1.364,0	28,8	807,1	1.552,7	456,3	776,6	319,8
ott. <sup>(p)</sup>	5.625,8	1.586,1	100,7	1.734,9	29,0	1.346,4	28,2	800,6	1.556,2	458,1	776,4	321,7
<b>Transazioni</b>												
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	-67,5	-3,9	-46,2	49,9	6,6	38,0	5,3
2013 2° trim.	7,8	-48,6	-5,2	83,4	-1,7	-0,8	0,0	-19,3	19,7	9,9	9,2	0,6
3° trim.	-126,5	-50,2	-14,4	-45,9	0,9	-16,3	2,3	-2,9	-13,4	-14,1	-8,7	9,4
2013 lug.	-51,8	-11,2	2,3	-35,8	-0,2	-2,1	1,1	-6,0	-0,8	9,1	-12,0	2,0
ago.	-23,2	-14,0	-8,0	1,6	2,5	-3,3	-0,2	-1,7	-25,6	-22,3	-2,6	-0,7
set.	-51,5	-25,0	-8,7	-11,7	-1,4	-10,9	1,3	4,8	13,0	-1,0	5,9	8,1
ott. <sup>(p)</sup>	-29,5	-16,9	-0,5	9,9	-0,5	-18,4	-0,4	-2,7	-3,4	2,4	-5,8	0,1
<b>Variazioni percentuali</b>												
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 2° trim.	-1,2	-7,6	19,7	10,4	-8,8	-3,5	7,7	-7,2	5,4	-1,3	8,1	9,7
3° trim.	-2,3	-11,0	-2,1	6,5	-1,9	0,9	15,5	-6,0	3,0	-4,7	4,5	12,3
2013 lug.	-1,1	-9,4	22,0	9,4	-13,3	-0,4	14,4	-6,3	4,6	0,3	5,7	9,3
ago.	-1,5	-10,8	6,8	9,6	2,6	0,5	13,7	-6,4	2,7	-4,2	5,3	8,0
set.	-2,3	-11,0	-2,1	6,5	-1,9	0,9	15,5	-6,0	3,0	-4,7	4,5	12,3
ott. <sup>(p)</sup>	-2,3	-11,0	-1,9	6,3	-2,5	0,0	0,2	-4,3	2,8	-4,4	4,3	11,1

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

**2.7 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM <sup>1), 2)</sup>**  
(percentuali sul totale; consistenze in miliardi di euro; dati di fine periodo)

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

	IFM <sup>3)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute (consistenze)	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute (consistenze)	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Prestiti a</b>														
<i>Residenti nell'area dell'euro</i>														
2011	6.153,8	-	-	-	-	-	-	12.322,7	96,2	3,8	1,9	0,3	1,1	0,4
2012	5.796,9	-	-	-	-	-	-	12.196,0	96,4	3,6	1,7	0,2	0,9	0,5
2013 2° trim.	5.448,6	-	-	-	-	-	-	12.080,5	96,5	3,5	1,8	0,2	0,9	0,4
3° trim. <sup>(p)</sup>	5.431,9	-	-	-	-	-	-	11.871,5	96,6	3,4	1,7	0,1	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	1.905,2	47,3	52,7	31,9	1,9	3,5	10,1	961,3	40,1	59,9	38,2	2,0	2,9	9,9
2013 2° trim.	1.892,9	44,2	55,8	35,8	2,1	2,8	9,4	984,2	39,6	60,4	39,4	2,7	2,6	9,1
3° trim. <sup>(p)</sup>	1.805,5	41,7	58,3	36,6	2,4	3,6	9,8	958,0	40,3	59,7	38,7	2,6	2,6	9,0
<b>Titoli non azionari</b>														
<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	1.851,3	94,4	5,6	2,7	0,1	0,4	2,0	3.050,3	98,1	1,9	1,2	0,1	0,1	0,4
2013 2° trim.	1.767,1	93,4	6,6	2,9	0,1	0,3	2,9	3.192,5	98,2	1,8	1,0	0,1	0,1	0,5
3° trim. <sup>(p)</sup>	1.703,8	94,0	6,0	2,8	0,1	0,3	2,1	3.137,5	98,1	1,9	1,0	0,1	0,1	0,4
<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 2° trim.	407,8	55,1	44,9	20,9	0,2	0,2	17,1	407,2	34,7	65,3	40,5	4,8	0,9	10,4
3° trim. <sup>(p)</sup>	419,8	52,6	47,4	21,3	0,2	0,2	15,3	387,3	36,6	63,4	37,6	4,3	0,9	9,4
<b>Depositi di</b>														
<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	11.039,9	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2013 2° trim.	5.752,8	93,1	6,9	4,4	0,2	1,0	0,6	11.321,8	97,0	3,0	2,1	0,1	0,1	0,4
3° trim. <sup>(p)</sup>	5.733,8	93,1	6,9	4,4	0,2	1,1	0,7	11.120,5	96,8	3,2	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	2.013,8	58,3	41,7	27,7	1,6	1,0	7,3	878,1	52,3	47,7	31,4	1,9	1,2	6,3
2013 2° trim.	1.871,1	56,7	43,3	29,1	1,3	0,9	7,1	932,5	50,4	49,6	33,3	2,5	1,0	6,4
3° trim. <sup>(p)</sup>	1.743,6	54,1	45,9	30,9	1,6	1,3	7,6	925,5	51,2	48,8	32,2	2,2	1,3	6,3

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

	Tutte le valute (consistenze)	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2011	5.236,8	82,0	18,0	9,4	1,7	2,0	2,6
2012	5.068,0	81,8	18,2	9,6	1,6	1,9	2,5
2013 2° trim.	4.825,2	81,0	19,0	10,9	1,2	1,8	2,6
3° trim. <sup>(p)</sup>	4.710,1	80,7	19,3	11,0	1,2	1,8	2,7

Fonte: BCE.

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

## 2.8 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

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

### 1. Attività

	Totale	Depositi e prestiti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale (escl. quote di 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							
2013 mar.	7.606,9	503,6	3.069,6	2.142,1	1.026,1	247,9	617,7
apr.	7.764,8	520,4	3.134,7	2.159,8	1.042,3	248,7	659,0
mag.	7.825,1	519,2	3.130,8	2.191,8	1.049,8	248,2	685,4
giu.	7.592,4	524,1	3.045,5	2.095,0	1.018,5	249,0	660,4
lug.	7.706,9	527,2	3.067,1	2.168,6	1.042,8	250,6	650,5
ago.	7.656,0	525,1	3.057,4	2.139,4	1.040,4	251,0	642,6
set. <sup>(p)</sup>	7.768,0	507,6	3.099,3	2.224,1	1.064,7	251,1	621,2
Transazioni							
2013 1° trim.	228,2	25,2	82,1	34,2	32,3	1,6	52,9
2° trim.	152,7	31,8	55,7	19,2	2,3	1,2	42,6
3° trim.	53,5	-10,9	56,3	23,1	32,8	2,0	-49,8

### 2. Passività

	Totale	Depositi e prestiti ricevuti	Quote di fondi di investimento emesse			Altre passività (incl. prodotti finanziari derivati)	
			Totale	Detenute da residenti nell'area dell'euro			
				Fondi di investimento	Detenute da non residenti nell'area dell'euro		
	1	2	3	4	5	6	7
Consistenze in essere							
2013 mar.	7.606,9	158,1	6.890,0	5.000,7	814,2	1.889,3	558,8
apr.	7.764,8	166,2	7.005,3	5.088,6	828,2	1.916,8	593,3
mag.	7.825,1	169,2	7.035,6	5.101,4	831,6	1.934,2	620,4
giu.	7.592,4	164,2	6.819,0	4.996,1	793,4	1.822,9	609,2
lug.	7.706,9	163,4	6.945,9	5.100,5	818,3	1.845,4	597,5
ago.	7.656,0	169,7	6.890,4	5.076,5	814,7	1.813,9	595,9
set. <sup>(p)</sup>	7.768,0	167,1	7.036,8	5.179,0	839,0	1.857,8	564,1
Transazioni							
2013 1° trim.	228,2	9,4	160,6	96,4	31,2	64,2	58,2
2° trim.	152,7	9,3	97,4	98,1	-7,6	-0,7	46,0
3° trim.	53,5	3,5	97,3	98,1	32,5	-0,9	-47,2

### 3. Quote di fondi di investimento suddivise per strategia di investimento e tipologia di fondo

	Totale	Fondi suddivisi per strategia di investimento					Fondi suddivisi per tipologia		Per memoria: fondi comuni monetari	
		Fondi obbligazionari	Fondi azionari	Fondi misti	Fondi immobiliari	Hedge fund	Altri fondi	Fondi aperti		Fondi chiusi
Consistenze in essere										
2013 feb.	6.743,4	2.406,9	1.792,0	1.645,7	325,5	143,7	429,7	6.657,8	85,6	903,0
mar.	6.890,0	2.447,1	1.840,7	1.685,5	327,6	150,3	438,9	6.804,0	86,1	912,1
apr.	7.005,3	2.505,6	1.855,6	1.717,8	330,0	151,7	444,6	6.918,9	86,5	901,7
mag.	7.035,6	2.498,9	1.875,3	1.724,4	331,0	154,0	452,0	6.947,1	88,5	900,1
giu.	6.819,0	2.416,6	1.783,0	1.683,8	331,1	153,6	450,9	6.731,4	87,6	856,2
lug.	6.945,9	2.430,7	1.847,5	1.721,9	333,6	151,9	460,3	6.858,2	87,8	851,1
ago.	6.890,4	2.407,2	1.819,9	1.715,4	332,7	154,2	461,0	6.802,6	87,8	869,6
set. <sup>(p)</sup>	7.036,8	2.425,2	1.906,9	1.743,0	334,4	157,2	470,1	6.947,2	89,6	846,2
Transazioni										
2013 mar.	53,1	18,6	6,6	19,8	0,7	2,8	4,5	52,5	0,6	1,3
apr.	70,2	41,3	7,7	16,7	0,9	-0,7	4,2	70,1	0,2	-0,8
mag.	45,5	24,7	6,0	7,0	2,9	0,9	3,9	43,7	1,8	-0,7
giu.	-18,3	-24,5	-11,5	8,2	2,4	1,3	5,9	-18,6	0,3	-42,1
lug.	57,4	18,1	16,8	18,0	2,5	-0,2	2,2	57,1	0,3	0,7
ago.	3,0	-4,8	-0,5	6,0	0,4	1,2	0,5	3,0	0,0	14,5
set. <sup>(p)</sup>	36,9	-5,1	19,9	14,4	0,8	3,6	3,4	35,4	1,4	-22,2

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 <sup>1)</sup>, suddivisi per emittente

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

### 1. Titoli non azionari

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
		Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze in essere											
2012 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.	3.045,5	1.649,4	404,2	770,9	247,9	8,4	218,0	1.396,1	324,9	551,1	15,2
3° trim. <sup>(p)</sup>	3.099,3	1.686,0	393,6	798,3	257,7	9,1	227,3	1.413,3	343,8	549,7	14,9
Transazioni											
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.	55,7	28,8	-0,4	24,5	4,0	0,1	0,7	26,9	2,4	12,7	0,2
3° trim. <sup>(p)</sup>	56,3	27,7	-11,9	22,0	8,8	0,5	8,3	28,7	20,8	2,5	-0,3

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

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
		Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze in essere											
2012 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.	2.095,0	738,5	58,9	-	52,4	28,1	599,0	1.356,6	181,7	482,2	109,5
3° trim. <sup>(p)</sup>	2.224,1	813,3	72,6	-	56,3	30,4	654,0	1.410,8	197,2	502,7	112,4
Transazioni											
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.	19,2	1,8	1,3	-	-0,2	0,2	0,6	17,4	0,7	6,3	13,8
3° trim. <sup>(p)</sup>	23,1	8,9	1,2	-	0,3	0,6	6,8	14,3	3,0	11,9	0,4

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

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
		Totale	IFM <sup>2)</sup>	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari <sup>2)</sup>	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze in essere											
2012 4° trim.	962,8	829,6	72,1	-	757,5	-	-	133,2	28,9	41,4	0,6
2013 1° trim.	1.026,1	888,7	74,5	-	814,2	-	-	137,4	32,5	43,5	0,6
2° trim.	1.018,5	880,2	86,8	-	793,4	-	-	138,3	31,4	46,0	0,6
3° trim. <sup>(p)</sup>	1.064,7	925,1	86,1	-	839,0	-	-	139,6	33,9	46,3	0,5
Transazioni											
2013 1° trim.	32,3	33,2	2,0	-	31,2	-	-	-0,9	2,1	0,9	0,0
2° trim.	2,3	4,2	11,8	-	-7,6	-	-	-1,9	-0,8	-0,1	0,0
3° trim. <sup>(p)</sup>	32,8	31,1	-1,4	-	32,5	-	-	1,7	1,5	1,4	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 <sup>1)</sup>				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<b>Consistenze</b>													
2012 3° trim.	2.091,7	303,6	1.407,5	1.092,5	476,1	159,5	23,9	4,4	127,3	193,1	85,8	36,0	65,8
4° trim.	2.057,2	285,8	1.388,2	1.070,4	469,8	164,3	24,7	4,0	124,9	195,6	87,9	35,7	63,9
2013 1° trim.	2.027,2	291,9	1.357,0	1.040,5	462,7	164,1	24,7	4,0	123,7	193,7	86,6	35,8	62,1
2° trim.	1.994,0	276,5	1.339,5	1.032,8	456,5	162,0	23,0	3,6	118,0	194,1	88,6	33,9	61,4
3° trim.	1.954,6	269,0	1.318,7	1.023,3	449,7	157,5	18,8	3,5	115,6	180,8	87,5	34,3	64,3
<b>Transazioni</b>													
2012 3° trim.	-81,1	-3,6	-61,5	-63,7	-	4,5	0,5	0,0	-2,7	-14,5	0,8	-1,6	-0,7
4° trim.	-37,5	-17,5	-17,7	-21,2	-	4,6	1,1	-0,4	-1,8	1,3	2,3	0,3	-6,3
2013 1° trim.	-29,1	6,2	-30,5	-28,9	-	-0,3	0,2	0,0	-1,5	0,4	-1,2	0,0	-4,0
2° trim.	-33,2	-15,1	-17,2	-7,8	-	-2,0	-1,6	-0,4	-5,5	1,0	2,6	-1,9	-2,6
3° trim.	-40,7	-6,9	-20,3	-9,2	-	-4,6	-4,1	0,0	-2,5	-13,8	-0,8	0,5	0,5

### 2. Passività

	Totale	Prestiti e depositi ricevuti	Titoli di debito emessi			Capitale e riserve	Altre passività
			Totale	Fino a 2 anni	Oltre 2 anni		
1	2	3	4	5	6	7	
<b>Consistenze</b>							
2012 3° trim.	2.091,7	145,9	1.688,6	51,3	1.637,3	31,0	226,2
4° trim.	2.057,2	140,4	1.664,1	52,1	1.612,1	30,6	222,0
2013 1° trim.	2.027,2	141,5	1.627,7	54,2	1.573,5	30,7	227,3
2° trim.	1.994,0	129,1	1.611,4	53,7	1.557,7	29,0	224,6
3° trim.	1.954,6	124,2	1.576,3	53,7	1.522,6	28,2	225,9
<b>Transazioni</b>							
2012 3° trim.	-81,1	-5,5	-70,7	-2,5	-68,2	-1,4	-3,6
4° trim.	-37,5	-5,2	-24,0	-0,1	-23,9	-0,5	-7,8
2013 1° trim.	-29,1	1,9	-34,1	2,1	-36,2	-0,4	3,5
2° trim.	-33,2	-12,2	-15,7	-0,5	-15,2	-1,6	-3,7
3° trim.	-40,7	-4,1	-35,8	0,0	-35,8	-0,9	0,0

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

	Prestiti cartolarizzati originati da IFM dell'area dell'euro							Titoli non azionari					
	Totale	Settore debitore dell'area dell'euro <sup>2)</sup>					Settore debitore esterno all'area dell'euro	Totale	Residenti nell'area dell'euro			Non residenti nell'area dell'euro	
		Famiglie	Società non azionarie	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche			Totale	IFM	Non IFM		
													Società veicolo finanziarie
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<b>Consistenze</b>													
2012 3° trim.	1.092,5	788,3	237,1	17,1	0,2	5,5	31,8	193,1	111,1	34,6	76,5	29,5	82,0
4° trim.	1.070,4	771,0	233,7	17,5	0,2	5,4	31,5	195,6	114,4	34,1	80,4	31,3	81,2
2013 1° trim.	1.040,5	751,3	229,6	15,0	0,2	5,4	29,0	193,7	112,8	32,9	79,9	31,8	80,9
2° trim.	1.032,8	759,3	224,2	15,1	0,2	5,1	29,1	194,1	115,3	34,8	80,5	31,9	78,8
3° trim.	1.023,3	758,0	213,8	15,2	0,2	5,5	30,6	180,8	109,9	30,6	79,4	30,5	70,8
<b>Transazioni</b>													
2012 3° trim.	-63,7	-47,0	-12,3	-1,0	0,0	-0,8	-1,6	-14,5	-6,8	-4,3	-2,5	-0,9	-7,7
4° trim.	-21,2	-17,7	-2,5	0,5	0,0	-0,1	0,3	1,3	4,2	0,0	4,2	1,9	-2,9
2013 1° trim.	-28,9	-20,8	-4,2	-2,3	0,0	0,0	-0,7	0,4	-0,7	-1,1	0,5	-0,5	1,1
2° trim.	-7,8	7,8	-5,2	0,2	0,0	-0,3	-0,1	1,0	2,9	2,1	0,8	0,0	-1,8
3° trim.	-9,2	-1,5	-9,4	0,2	0,0	0,5	1,1	-13,8	-5,6	-4,4	-1,2	-1,3	-8,2

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 3° trim.	7.062,3	780,2	447,8	2.736,0	792,7	1.555,8	86,3	253,1	263,8	146,5
4° trim.	7.036,3	768,3	453,3	2.674,7	825,9	1.612,1	76,9	253,8	222,2	149,1
2011 1° trim.	7.139,8	769,6	456,4	2.735,9	843,8	1.621,7	76,6	261,7	223,5	150,4
2° trim.	7.155,4	772,7	463,9	2.747,2	842,6	1.623,9	79,8	254,1	222,2	148,9
3° trim.	7.154,4	789,7	462,9	2.772,6	788,2	1.581,1	87,6	255,4	268,7	148,4
4° trim.	7.164,5	782,5	472,6	2.731,4	793,8	1.616,0	91,3	253,4	273,6	150,0
2012 1° trim.	7.452,4	794,5	469,8	2.877,0	807,2	1.710,4	102,3	258,0	283,1	150,0
2° trim.	7.481,9	783,7	469,5	2.890,5	802,5	1.712,9	106,4	261,3	304,4	150,8
3° trim.	7.696,4	783,6	478,8	3.007,4	821,9	1.787,1	108,5	263,1	295,0	151,0
4° trim.	7.781,9	787,0	477,9	3.053,6	819,2	1.825,7	109,7	261,9	293,8	153,3
2013 1° trim.	7.917,5	792,7	479,8	3.091,4	836,0	1.901,1	114,3	264,8	283,1	154,1
2° trim. <sup>(p)</sup>	7.858,8	769,0	482,4	3.078,1	837,4	1.890,6	101,1	264,0	281,0	155,3

**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 3° trim.	2.736,0	2.309,6	601,8	1.280,4	255,3	18,6	153,6	426,4
4° trim.	2.674,7	2.250,9	599,4	1.243,5	234,3	17,6	156,1	423,8
2011 1° trim.	2.735,9	2.318,7	625,2	1.286,3	236,2	17,2	153,7	417,1
2° trim.	2.747,2	2.330,0	630,6	1.289,7	235,4	16,8	157,5	417,2
3° trim.	2.772,6	2.353,0	637,0	1.312,4	227,7	16,9	159,0	419,5
4° trim.	2.731,4	2.307,7	635,5	1.267,4	224,0	16,5	164,3	423,8
2012 1° trim.	2.877,0	2.427,3	670,4	1.325,1	236,0	17,1	178,7	449,6
2° trim.	2.890,5	2.423,5	675,7	1.309,5	238,4	17,0	183,0	467,0
3° trim.	3.007,4	2.515,1	707,8	1.348,8	246,0	17,4	195,1	492,3
4° trim.	3.053,6	2.549,6	693,3	1.387,0	251,7	18,1	199,5	503,9
2013 1° trim.	3.091,4	2.596,6	727,9	1.388,5	255,0	17,5	207,7	494,8
2° trim. <sup>(p)</sup>	3.078,1	2.588,5	699,6	1.406,9	257,0	17,9	207,1	489,6

**3. Passività e ricchezza finanziaria netta**

	Totale	Prestiti ricevuti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Passività				Altri conti attivi/passivi e strumenti derivati	Ricchezza netta
					Totale	Riserve tecniche di assicurazione				
						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 3° trim.	6.877,4	276,1	39,2	441,4	5.941,9	3.223,4	1.908,5	809,9	178,9	185,0
4° trim.	6.871,7	250,3	40,3	451,7	5.960,8	3.260,7	1.889,6	810,4	168,6	164,6
2011 1° trim.	6.920,7	263,1	39,9	466,1	5.976,3	3.287,7	1.859,9	829,1	175,3	219,1
2° trim.	6.944,2	262,9	42,4	454,8	6.007,9	3.309,9	1.872,0	826,4	176,2	211,2
3° trim.	7.052,1	270,0	41,6	410,1	6.140,7	3.293,1	2.023,9	824,2	189,5	102,4
4° trim.	7.071,5	263,8	41,3	408,8	6.169,8	3.305,8	2.047,1	817,3	187,8	93,0
2012 1° trim.	7.229,8	272,2	44,4	439,1	6.283,3	3.343,3	2.103,0	836,9	190,8	222,6
2° trim.	7.300,8	281,3	43,3	421,2	6.350,1	3.345,4	2.169,4	835,2	205,0	181,1
3° trim.	7.374,7	292,8	44,9	452,8	6.388,7	3.391,9	2.163,4	833,4	195,5	321,8
4° trim.	7.474,0	267,1	48,8	482,7	6.455,2	3.427,2	2.201,8	826,2	220,1	307,9
2013 1° trim.	7.560,1	276,4	48,9	494,2	6.526,7	3.463,9	2.215,8	847,0	213,9	357,4
2° trim. <sup>(p)</sup>	7.599,2	276,2	45,1	502,3	6.551,1	3.468,2	2.237,5	845,4	224,5	259,7

Fonte: BCE.



## CONTI DELL'AREA DELL'EURO

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

(miliardi di euro)

Impieghi	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>2° trim. 2013</b>						
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						643
<i>Saldo commerciale</i> <sup>1)</sup>						-73
<b>Formazione del conto dei redditi</b>						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	1.186	117	761	58	251	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	40	9	24	4	4	
Consumo di capitale fisso	382	101	217	11	51	
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i> <sup>1)</sup>	540	278	227	34	0	
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>						
Margine operativo lordo e reddito misto						7
Redditi da lavoro dipendente						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	892	31	462	324	76	126
Interessi	328	29	53	170	76	45
Altri redditi da capitale	564	2	408	154	0	81
<i>Reddito nazionale netto</i> <sup>1)</sup>	2.011	1.717	-5	60	240	
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	313	243	56	13	0	5
Contributi sociali	447	447				1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	476	1	17	36	421	1
Altri trasferimenti correnti	197	68	26	49	53	11
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	46	34	10	1	1	2
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	47			47		1
Altro	103	34	16	1	52	8
<i>Reddito netto disponibile</i> <sup>1)</sup>	1.987	1.519	-72	61	479	
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.883	1.367			516	
Spese per consumi individuali	1.690	1.367			322	
Spese per consumi collettivi	194				194	
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	15	0	1	14	0	0
<i>Risparmio netto/conto corrente verso l'estero</i> <sup>1)</sup>	104	167	-73	47	-36	-51
<b>Conto capitale</b>						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	435	138	240	9	48	
Investimenti fissi lordi	440	139	244	8	48	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-5	-1	-4	0	0	
Consumo di capitale fisso						
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0	-1	1	0	1	0
Trasferimenti in conto capitale	49	9	1	5	33	5
Imposte in conto capitale	9	6	0	3		0
Altri trasferimenti in conto capitale	40	3	1	3	33	5
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i> <sup>1)</sup>	54	130	-82	60	-55	-54
Discrepanza statistica	0	-35	35	0	0	0

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Per i dettagli del calcolo delle poste di saldo, cfr. le Note tecniche.

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

(miliardi di euro)

Risorse	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>2° trim. 2013</b>						
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						570
<i>Saldo commerciale</i>						
<b>Formazione del conto dei redditi</b>						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	2.148	505	1.230	107	306	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	243					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) <sup>2)</sup>	2.391					
Redditi da lavoro dipendente						
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Consumo di capitale fisso						
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i>						
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>						
Margine operativo lordo e reddito misto	540	278	227	34	0	
Redditi da lavoro dipendente	1.190	1.190				3
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	282				282	1
Redditi da capitale	892	280	229	350	34	126
Interessi	322	52	34	227	9	52
Altri redditi da capitale	571	228	195	123	25	74
<i>Reddito nazionale netto</i>						
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
Reddito nazionale netto	2.011	1.717	-5	60	240	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	317				317	1
Contributi sociali	446	1	18	50	376	2
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	474	474				3
Altri trasferimenti correnti	170	87	14	48	21	37
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	47			47		1
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	46	36	9	1	0	2
Altro	78	52	6	0	20	33
<i>Reddito netto disponibile</i>						
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
Reddito netto disponibile	1.987	1.519	-72	61	479	
Spese per consumi finali						
Spese per consumi individuali						
Spese per consumi collettivi						
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	15	15				0
<i>Risparmio netto/conto corrente verso l'estero</i>						
<b>Conto capitale</b>						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	104	167	-73	47	-36	-51
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	382	101	217	11	51	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	51	8	16	15	12	3
Imposte in conto capitale	9				9	0
Altri trasferimenti in conto capitale	43	8	16	15	4	3
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>						
Discrepanza statistica						

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

(miliardi di euro)

Attività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>2° trim. 2013</b>								
<b>Bilancio di apertura: attività finanziarie</b>								
Totale delle attività finanziarie		19.906	17.579	34.093	17.536	7.585	4.418	18.434
Oro monetario e DSP				485				
Banconote, monete e depositi		7.082	2.034	10.398	2.403	813	771	3.315
Titoli di debito a breve termine		41	67	558	416	67	37	660
Titoli di debito a lungo termine		1.226	245	6.645	3.037	3.029	436	4.229
Prestiti		84	3.077	13.225	4.280	489	828	2.476
<i>di cui: a lungo termine</i>		63	1.884	10.273	3.076	363	730	.
Azioni e altre partecipazioni		4.615	8.326	1.885	7.001	2.786	1.543	6.897
Azioni quotate		786	1.137	390	2.317	412	207	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.411	6.812	1.199	3.522	434	1.155	.
Quote di fondi di investimento		1.418	377	295	1.162	1.940	180	.
Riserve tecniche di assicurazione		6.338	184	3	0	244	4	259
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		521	3.647	895	398	157	799	599
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie</b>								
Totale delle transazioni in attività finanziarie		95	-37	-414	190	25	117	-25
Oro monetario e DSP				0				0
Banconote, monete e depositi		60	4	-284	-1	-16	80	-92
Titoli di debito a breve termine		-5	-6	-49	23	-11	-5	3
Titoli di debito a lungo termine		-15	-5	69	34	35	6	6
Prestiti		0	-10	-77	73	-2	57	43
<i>di cui: a lungo termine</i>		1	-2	-47	41	1	44	.
Azioni e altre partecipazioni		25	-19	-6	35	11	-5	44
Azioni quotate		9	11	0	12	-4	15	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		-1	-15	14	27	3	-21	.
Quote di fondi di investimento		16	-15	-20	-5	13	1	.
Riserve tecniche di assicurazione		31	-1	0	0	1	0	2
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		0	1	-66	27	7	-17	-31
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Conto delle altre variazioni: attività finanziarie</b>								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		-93	-158	-293	-221	-74	-27	-159
Oro monetario e DSP				-118				
Banconote, monete e depositi		-2	-2	-48	19	0	0	-31
Titoli di debito a breve termine		0	0	-2	2	0	0	-9
Titoli di debito a lungo termine		0	0	-84	-60	-35	-3	-41
Prestiti		0	-7	-31	-39	0	0	-19
<i>di cui: a lungo termine</i>		0	-3	-29	-37	0	0	.
Azioni e altre partecipazioni		-58	-132	-16	-129	-37	-24	-72
Azioni quotate		-20	-22	-11	-77	0	6	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		-24	-107	-3	-45	-3	-28	.
Quote di fondi di investimento		-14	-3	-2	-7	-33	-2	.
Riserve tecniche di assicurazione		-34	-1	0	0	-2	0	0
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		0	-17	5	-13	0	0	12
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Bilancio di chiusura: attività finanziarie</b>								
Totale delle attività finanziarie		19.908	17.385	33.387	17.505	7.536	4.508	18.250
Oro monetario e DSP				367				
Banconote, monete e depositi		7.140	2.036	10.066	2.421	797	851	3.192
Titoli di debito a breve termine		35	60	507	441	56	32	655
Titoli di debito a lungo termine		1.211	240	6.630	3.011	3.029	439	4.194
Prestiti		84	3.060	13.117	4.315	486	886	2.500
<i>di cui: a lungo termine</i>		63	1.880	10.196	3.081	364	773	.
Azioni e altre partecipazioni		4.582	8.175	1.862	6.906	2.761	1.514	6.868
Azioni quotate		776	1.126	378	2.251	408	228	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.386	6.690	1.210	3.504	433	1.106	.
Quote di fondi di investimento		1.420	359	273	1.150	1.919	179	.
Riserve tecniche di assicurazione		6.336	183	3	0	243	4	261
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		521	3.631	834	412	164	782	580
<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
<b>2° trim. 2013</b>								
<b>Bilancio di apertura: passività finanziarie</b>								
Totale delle passività		6.854	27.169	32.916	17.117	7.574	10.722	16.716
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			33	23.837	33	0	271	2.643
Titoli di debito a breve termine			92	632	147	3	691	281
Titoli di debito a lungo termine			979	4.591	3.088	53	6.863	3.273
Prestiti		6.160	8.388		4.000	303	2.247	3.361
<i>di cui: a lungo termine</i>		5.816	6.122		2.275	110	1.959	.
Azioni e altre partecipazioni		8	13.785	2.621	9.661	489	4	6.484
Azioni quotate			3.891	379	247	136	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		8	9.894	1.330	2.673	352	4	.
Quote di fondi di investimento				912	6.741			.
Riserve tecniche di assicurazione			36	350	64	6.580	1	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati			650	3.542	1.171	146	646	674
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>	-1.233	13.053	-9.589	1.177	419	11	-6.304	
<b>Conto finanziario, transazioni in passività</b>								
Totale delle transazioni in passività		0	10	-459	178	24	172	29
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0	-246	0	0	6	-11
Titoli di debito a breve termine			-1	-26	-3	0	-15	-7
Titoli di debito a lungo termine			14	-98	47	-2	151	16
Prestiti		3	-18		54	-1	33	15
<i>di cui: a lungo termine</i>		-2	1		35	-1	41	.
Azioni e altre partecipazioni		0	34	-37	67	0	0	20
Azioni quotate			15	38	0	0	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	19	-31	-20	0	0	.
Quote di fondi di investimento				-44	87			.
Riserve tecniche di assicurazione		0	1	2	0	32	0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati			-3	-20	-55	13	-4	-5
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>	54	96	-47	46	12	1	-55	-54
<b>Conto delle altre variazioni: passività finanziarie</b>								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		-9	-224	-186	-172	-10	-36	-270
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0	-62	2	0	0	-3
Titoli di debito a breve termine			0	-4	-2	0	0	-3
Titoli di debito a lungo termine			-17	-50	-8	-1	-43	-103
Prestiti		-6	-23		-17	0	-1	-48
<i>di cui: a lungo termine</i>		-7	-17		-16	0	-1	.
Azioni e altre partecipazioni		0	-159	-74	-128	7	0	-115
Azioni quotate			-52	-9	13	4	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	-107	-52	22	3	0	.
Quote di fondi di investimento				-12	-164			.
Riserve tecniche di assicurazione		0	0	0	0	-37	0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati			-4	-24	4	-19	8	2
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>	-229	-84	66	-107	-49	-64	9	111
<b>Bilancio di chiusura: passività finanziarie</b>								
Totale delle passività finanziarie		6.844	26.955	32.270	17.122	7.587	10.858	16.474
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			33	23.529	35	0	276	2.629
Titoli di debito a breve termine			92	602	142	2	676	272
Titoli di debito a lungo termine			976	4.443	3.127	50	6.971	3.187
Prestiti		6.157	8.347		4.036	302	2.280	3.327
<i>di cui: a lungo termine</i>		5.807	6.105		2.294	109	1.999	.
Azioni e altre partecipazioni		8	13.659	2.510	9.600	497	4	6.389
Azioni quotate			3.854	408	261	140	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		8	9.806	1.247	2.675	355	4	.
Quote di fondi di investimento				856	6.665			.
Riserve tecniche di assicurazione			36	351	66	6.575	1	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati			643	3.497	1.120	162	649	671
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>	-1.408	13.064	-9.570	1.116	383	-51	-6.350	

Fonte: BCE.

### 3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri)

Impieghi	2009	2010	2011	3° trim. 2011- 2° trim. 2012	4° trim. 2011- 3° trim. 2012	1° trim. 2012- 4° trim. 2012	2° trim. 2012- 1° trim. 2013	3° trim. 2012- 2° trim. 2013
<b>Formazione del conto dei redditi</b>								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)								
Redditi da lavoro dipendente	4.448	4.509	4.621	4.651	4.665	4.671	4.677	4.683
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	85	81	95	111	116	124	124	125
Consumo di capitale fisso	1.387	1.417	1.458	1.478	1.487	1.496	1.504	1.512
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i> <sup>1)</sup>	2.098	2.198	2.257	2.232	2.211	2.190	2.177	2.183
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Redditi da lavoro dipendente								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Redditi da capitale	2.970	2.813	3.015	2.990	2.951	2.878	2.824	2.778
Interessi	1.594	1.382	1.540	1.536	1.505	1.454	1.402	1.358
Altri redditi da capitale	1.375	1.430	1.475	1.454	1.445	1.424	1.423	1.420
<i>Reddito nazionale netto</i> <sup>1)</sup>	7.540	7.759	7.978	8.008	8.015	8.030	8.027	8.039
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.029	1.057	1.115	1.141	1.154	1.172	1.177	1.194
Contributi sociali	1.677	1.703	1.751	1.770	1.776	1.787	1.794	1.801
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.769	1.814	1.840	1.861	1.873	1.883	1.895	1.906
Altri trasferimenti correnti	770	773	779	787	789	787	790	794
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	179	179	181	183	184	184	183	184
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	181	181	183	186	186	186	186	186
Altro	410	413	415	418	418	418	421	425
<i>Reddito netto disponibile</i> <sup>1)</sup>	7.432	7.649	7.870	7.897	7.904	7.920	7.914	7.923
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	7.152	7.315	7.476	7.511	7.516	7.520	7.520	7.534
Spese per consumi individuali	6.383	6.542	6.700	6.734	6.740	6.746	6.744	6.756
Spese per consumi collettivi	769	773	776	776	777	774	776	778
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	61	56	58	60	58	58	57	58
<i>Risparmio netto</i> <sup>1)</sup>	280	334	394	386	387	401	394	389
<b>Conto capitale</b>								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	1.702	1.778	1.871	1.824	1.794	1.776	1.743	1.727
Investimenti fissi lordi	1.752	1.760	1.816	1.799	1.784	1.768	1.738	1.724
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	-50	18	55	24	10	9	4	3
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	1	1	0	10	10	9	3	1
Trasferimenti in conto capitale	183	221	174	176	182	193	200	210
Imposte in conto capitale	34	25	31	29	29	26	26	29
Altri trasferimenti in conto capitale	149	196	142	147	153	168	174	181
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> <i>(dal conto capitale)</i> <sup>1)</sup>	-27	-19	-12	38	79	122	164	186

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	3° trim. 2011- 2° trim. 2012	4° trim. 2011- 3° trim. 2012	1° trim. 2012- 4° trim. 2012	2° trim. 2012- 1° trim. 2013	3° trim. 2012- 2° trim. 2013
<b>Formazione del conto dei redditi</b>								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	8.018	8.206	8.431	8.471	8.478	8.481	8.482	8.503
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	894	942	973	974	974	977	972	977
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) <sup>2)</sup>	8.913	9.148	9.405	9.445	9.452	9.458	9.454	9.480
Redditi da lavoro dipendente								
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti								
Consumo di capitale fisso								
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i>								
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>								
Margine operativo lordo e reddito misto	2.098	2.198	2.257	2.232	2.211	2.190	2.177	2.183
Redditi da lavoro dipendente	4.458	4.520	4.633	4.664	4.678	4.684	4.691	4.697
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	996	1.037	1.079	1.094	1.100	1.112	1.108	1.113
Redditi da capitale	2.957	2.816	3.024	3.009	2.977	2.921	2.875	2.823
Interessi	1.554	1.333	1.486	1.489	1.465	1.422	1.373	1.329
Altri redditi da capitale	1.403	1.483	1.538	1.520	1.512	1.499	1.502	1.494
<i>Reddito nazionale netto</i>								
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
Reddito nazionale netto	7.540	7.759	7.978	8.008	8.015	8.030	8.027	8.039
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.034	1.060	1.121	1.146	1.160	1.178	1.182	1.200
Contributi sociali	1.675	1.703	1.752	1.769	1.775	1.784	1.792	1.798
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.762	1.807	1.834	1.855	1.867	1.877	1.889	1.900
Altri trasferimenti correnti	665	665	672	677	680	681	681	681
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	181	181	183	186	186	186	186	186
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	177	175	176	178	179	178	178	179
Altro	308	309	313	313	315	316	317	317
<i>Reddito netto disponibile</i>								
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
Reddito netto disponibile	7.432	7.649	7.870	7.897	7.904	7.920	7.914	7.923
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	58	60	58	58	57	58
<i>Risparmio netto</i>								
<b>Conto capitale</b>								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	280	334	394	386	387	401	394	389
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.387	1.417	1.458	1.478	1.487	1.496	1.504	1.512
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	192	230	180	184	191	205	212	222
Imposte in conto capitale	34	25	31	29	29	26	26	29
Altri trasferimenti in conto capitale	158	205	149	155	162	179	185	193
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>								

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

### 3.3 Famiglie

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

	2009	2010	2011	3° trim. 2011- 2° trim. 2012	4° trim. 2011- 3° trim. 2012	1° trim. 2012- 4° trim. 2012	2° trim. 2012- 1° trim. 2013	3° trim. 2012- 2° trim. 2013
<b>Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta</b>								
Redditi da lavoro dipendente (+)	4.458	4.520	4.633	4.664	4.678	4.684	4.691	4.697
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.439	1.448	1.490	1.494	1.495	1.496	1.499	1.504
Interessi attivi (+)	233	201	227	230	228	222	216	212
Interessi passivi (-)	148	124	146	143	138	131	125	120
Altri redditi da capitali attivi (+)	729	721	749	754	748	744	737	732
Altri redditi da capitali passivi (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc. (-)	843	850	884	907	920	934	941	951
Contributi sociali netti (-)	1.672	1.698	1.746	1.765	1.772	1.782	1.789	1.796
Prestazioni sociali nette (+)	1.757	1.802	1.829	1.850	1.862	1.872	1.883	1.895
Trasferimenti correnti netti attivi (+)	72	71	71	70	69	71	73	74
<b>= Reddito lordo disponibile</b>	<b>6.016</b>	<b>6.081</b>	<b>6.212</b>	<b>6.235</b>	<b>6.239</b>	<b>6.232</b>	<b>6.234</b>	<b>6.237</b>
Spese per consumi finali (-)	5.157	5.291	5.440	5.467	5.469	5.474	5.469	5.476
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	60	56	58	59	57	57	57	57
<b>= Risparmio lordo</b>	<b>920</b>	<b>845</b>	<b>830</b>	<b>827</b>	<b>828</b>	<b>815</b>	<b>822</b>	<b>818</b>
Consumo di capitale fisso (-)	379	386	393	397	399	401	402	403
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	9	13	2	2	0	1	0	0
Altre variazioni nella ricchezza netta (+)	-364	536	-235	-576	-469	-147	-603	-446
<b>= Variazioni nella ricchezza netta</b>	<b>185</b>	<b>1.008</b>	<b>204</b>	<b>-144</b>	<b>-40</b>	<b>269</b>	<b>-184</b>	<b>-32</b>
<b>Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta</b>								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	555	558	572	566	561	555	548	543
Consumo di capitale fisso (-)	379	386	393	397	399	401	402	403
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	2	40	124	161	172	191	172	166
Banconote, monete e depositi	121	118	117	164	175	224	225	215
Partecipazioni in fondi comuni monetari	-45	-59	-23	-19	-28	-31	-39	-30
Titoli di debito <sup>1)</sup>	-75	-19	29	17	25	-2	-15	-18
Attività a lungo	478	420	236	225	189	142	143	133
Depositi	82	59	55	45	30	13	7	4
Titoli di debito	-1	2	71	12	-2	-91	-125	-119
Azioni e altre partecipazioni	167	112	-5	65	54	92	114	96
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	119	104	44	95	62	55	42	18
Quote di fondi comuni di investimento	48	8	-50	-30	-8	37	72	78
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	230	248	115	103	107	129	147	152
Finanziamenti: principali componenti (-)								
Prestiti	106	114	88	40	19	14	1	-12
di cui: da IFM dell'area dell'euro	64	146	81	13	1	25	21	0
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Attività non finanziarie	-628	442	134	-389	-1.024	-791	-1.089	-984
Attività finanziarie	197	140	-410	-235	504	592	420	481
Azioni e altre partecipazioni	83	49	-323	-281	315	353	295	349
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	191	120	15	91	181	179	159	120
Flussi netti restanti (+)	67	-93	29	-34	-22	-6	26	21
<b>= Variazioni nella ricchezza netta</b>	<b>185</b>	<b>1.008</b>	<b>204</b>	<b>-144</b>	<b>-40</b>	<b>269</b>	<b>-184</b>	<b>-32</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività non finanziarie (+)	29.686	30.300	30.612	30.436	30.153	29.975	29.514	29.591
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	5.766	5.808	5.946	6.023	6.032	6.117	6.132	6.173
Banconote, monete e depositi	5.474	5.596	5.727	5.821	5.837	5.948	5.979	6.029
Partecipazioni in fondi comuni monetari	242	184	166	148	136	121	112	109
Titoli di debito <sup>1)</sup>	50	28	53	54	58	49	41	35
Attività a lungo	11.576	12.114	11.937	12.189	12.437	12.690	12.852	12.811
Depositi	985	1.043	1.082	1.104	1.100	1.097	1.102	1.111
Titoli di debito	1.390	1.342	1.329	1.323	1.318	1.300	1.226	1.211
Azioni e altre partecipazioni	4.080	4.240	3.906	4.018	4.180	4.365	4.503	4.473
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	2.954	3.036	2.813	2.868	2.979	3.118	3.197	3.162
Quote di fondi di investimento	1.126	1.204	1.093	1.150	1.200	1.247	1.306	1.311
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	5.121	5.489	5.619	5.745	5.840	5.927	6.021	6.017
Restanti attività finanziarie (+)	277	264	254	232	257	225	228	237
Passività (-)								
Prestiti	5.961	6.136	6.195	6.193	6.183	6.185	6.160	6.157
di cui: da IFM dell'area dell'euro	4.998	5.242	5.281	5.294	5.283	5.290	5.279	5.280
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>41.343</b>	<b>42.350</b>	<b>42.554</b>	<b>42.686</b>	<b>42.696</b>	<b>42.823</b>	<b>42.567</b>	<b>42.655</b>

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Passività emesse dalle IFM con scadenza inferiore ai due anni e passività emesse da altri settori con scadenza inferiore all'anno.

### 3.4 Società non finanziarie

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

	2009	2010	2011	3° trim. 2011- 2° trim. 2012	4° trim. 2011- 3° trim. 2012	1° trim. 2012- 4° trim. 2012	2° trim. 2012- 1° trim. 2013	3° trim. 2012- 2° trim. 2013
<b>Reddito e risparmio</b>								
Valore aggiunto lordo (+)	4.518	4.657	4.820	4.845	4.848	4.848	4.843	4.856
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.787	2.831	2.929	2.957	2.968	2.976	2.979	2.983
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (-)	40	32	41	46	48	50	50	52
= <b>Margine operativo lordo (+)</b>	1.690	1.794	1.850	1.842	1.832	1.821	1.814	1.821
Consumo di capitale fisso (-)	782	798	825	838	844	849	855	860
= <b>Margine operativo netto (+)</b>	909	996	1.025	1.004	988	972	960	961
Redditi da capitale attivi (+)	534	559	569	568	572	562	560	548
Interessi attivi	171	158	165	161	157	150	144	138
Altri redditi da capitale	362	400	404	407	416	412	417	410
Interest and rents payable (-)	297	258	287	286	280	270	259	250
= <b>Reddito lordo di impresa (+)</b>	1.146	1.296	1.307	1.286	1.281	1.264	1.261	1.260
Utili distribuiti (-)	932	930	981	979	973	956	948	944
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	151	169	192	196	196	201	198	203
Contributi sociali da riscuotere (+)	71	69	73	74	74	74	74	74
Prestazioni sociali da erogare (-)	68	69	70	70	70	70	70	70
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	48	45	48	48	49	49	48	49
= <b>Risparmio netto</b>	17	152	90	67	67	62	71	68
<b>Investimento, finanziamento e risparmio</b>								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	65	147	209	179	152	132	99	85
Investimenti fissi lordi (+)	898	927	981	980	973	966	946	939
Consumo di capitale fisso (-)	782	798	825	838	844	849	855	860
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	-52	19	53	36	23	16	7	6
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	95	35	-27	2	27	61	48	44
Banconote, monete e depositi	88	67	7	16	39	77	85	89
Partecipazioni in fondi comuni monetari	39	-32	-46	-29	-17	-9	-8	-17
Titoli di debito <sup>1)</sup>	-31	0	12	15	6	-6	-29	-28
Attività a lungo	146	422	481	363	297	183	168	69
Depositi	0	20	69	55	13	9	-20	-15
Titoli di debito	22	8	-23	-14	-11	-4	-2	-7
Azioni e altre partecipazioni	100	247	287	198	179	112	155	106
Altri prestiti (in prevalenza intragruppo)	24	147	148	124	117	66	34	-16
Restanti attività nette (+)	64	16	-22	-32	6	42	65	111
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Debito	25	172	261	169	178	117	90	34
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	-109	-18	85	-41	-87	-134	-122	-150
di cui: titoli di debito	90	66	49	93	109	119	105	92
Azioni e altre partecipazioni	243	230	224	211	170	170	143	133
Azioni quotate	59	31	27	15	16	26	11	21
Azioni non quotate e altre partecipazioni	184	199	197	196	154	143	132	112
Trasferimenti netti di capitali attivi (-)	82	64	67	64	65	65	70	69
= <b>Risparmio netto</b>	17	152	90	67	67	62	71	68
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie								
Attività a breve	1.932	1.957	1.932	1.919	1.931	1.989	1.955	1.946
Banconote, monete e depositi	1.632	1.695	1.706	1.697	1.717	1.780	1.764	1.774
Partecipazioni in fondi comuni monetari	213	182	134	131	128	128	125	111
Titoli di debito <sup>1)</sup>	86	81	92	90	86	81	67	60
Attività a lungo	10.274	10.759	10.763	11.069	11.385	11.523	11.793	11.626
Depositi	185	196	235	282	278	284	270	261
Titoli di debito	226	242	229	233	248	244	245	240
Azioni e altre partecipazioni	7.140	7.451	7.253	7.451	7.732	7.905	8.201	8.064
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	2.723	2.869	3.046	3.103	3.126	3.090	3.077	3.060
Restanti attività nette	371	242	301	238	262	258	322	349
Passività								
Debito	9.291	9.592	9.744	9.862	9.908	9.843	9.809	9.766
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	4.729	4.702	4.717	4.689	4.631	4.503	4.477	4.439
di cui: titoli di debito	814	882	886	971	1.028	1.051	1.071	1.068
Azioni e altre partecipazioni	12.460	13.007	12.313	12.482	12.951	13.372	13.785	13.659
Azioni quotate	3.503	3.799	3.281	3.331	3.550	3.747	3.891	3.854
Azioni non quotate e altre partecipazioni	8.957	9.208	9.032	9.151	9.401	9.625	9.894	9.806

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	3° trim. 2011- 2° trim. 2012	4° trim. 2011- 3° trim. 2012	1° trim. 2012- 4° trim. 2012	2° trim. 2012- 1° trim. 2013	3° trim. 2012- 2° trim. 2013
<b>Conto finanziario, transazioni finanziarie</b>								
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	-42	-6	54	72	51	43	19	-19
Banconote, monete e depositi	-33	-9	14	15	3	16	12	8
Partecipazioni in fondi comuni monetari	5	-8	16	44	36	32	10	-12
Titoli di debito <sup>1)</sup>	-14	11	24	13	12	-5	-2	-14
Attività a lungo	293	287	134	93	111	184	176	212
Depositi	15	-4	9	-6	-16	-17	-19	-16
Titoli di debito	104	183	44	42	79	137	95	113
Prestiti	8	32	12	3	15	8	13	12
Azioni quotate	-50	-1	-12	-14	-17	-5	2	-2
Azioni non quotate e altre partecipazioni	-15	11	13	11	1	-1	-1	-1
Quote di fondi comuni di investimento	230	68	67	57	49	63	86	106
Restanti attività finanziarie (+)	18	8	-36	-7	-5	-41	-22	-24
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Titoli di debito	5	1	3	1	3	7	6	4
Prestiti	-4	7	11	7	9	-15	0	-7
Azioni e altre partecipazioni	5	7	4	4	3	1	2	2
Riserve tecniche di assicurazione	246	280	115	112	125	149	167	171
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	240	261	110	104	116	136	155	160
Riserve premi e riserve sinistri	6	19	5	9	8	13	12	11
<b>= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni</b>	<b>16</b>	<b>-4</b>	<b>18</b>	<b>34</b>	<b>17</b>	<b>45</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>
<b>Conto delle altre variazioni</b>								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	200	117	-105	-10	218	197	148	134
Altre attività nette	34	0	22	117	160	231	128	81
Altre variazioni nelle passività (-)								
Azioni e altre partecipazioni	13	-1	-47	-38	39	70	52	79
Riserve tecniche di assicurazione	169	136	16	99	190	188	163	122
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	197	125	19	94	187	186	161	120
Riserve premi e riserve sinistri	-28	11	-3	5	2	2	2	1
<b>= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</b>	<b>52</b>	<b>-19</b>	<b>-52</b>	<b>45</b>	<b>149</b>	<b>170</b>	<b>61</b>	<b>14</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	331	329	371	388	400	406	411	364
Banconote, monete e depositi	195	190	193	195	200	209	219	201
Partecipazioni in fondi comuni monetari	95	88	102	124	123	125	126	107
Titoli di debito <sup>1)</sup>	41	51	76	70	77	72	67	56
Attività a lungo	5.651	6.041	6.045	6.324	6.543	6.637	6.772	6.765
Depositi	613	607	611	608	604	594	594	596
Titoli di debito	2.467	2.638	2.660	2.827	2.939	2.998	3.029	3.029
Prestiti	434	467	479	477	487	488	489	486
Azioni quotate	397	421	375	373	388	403	412	408
Azioni non quotate e altre partecipazioni	414	417	422	439	440	432	434	433
Quote di fondi comuni di investimento	1.327	1.492	1.498	1.601	1.684	1.723	1.815	1.813
Restanti attività finanziarie (+)	227	250	271	277	273	260	255	245
Passività (-)								
Titoli di debito	42	43	46	48	50	55	56	52
Prestiti	284	296	304	309	319	288	303	302
Azioni e altre partecipazioni	441	447	404	416	446	475	489	497
Riserve tecniche di assicurazione	5.582	5.998	6.130	6.282	6.380	6.466	6.580	6.575
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	4.798	5.184	5.314	5.446	5.546	5.636	5.732	5.726
Riserve premi e riserve sinistri	784	814	816	836	834	830	847	848
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>-140</b>	<b>-164</b>	<b>-197</b>	<b>-66</b>	<b>21</b>	<b>19</b>	<b>11</b>	<b>-51</b>

Fonte: BCE.

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

## MERCATI FINANZIARI

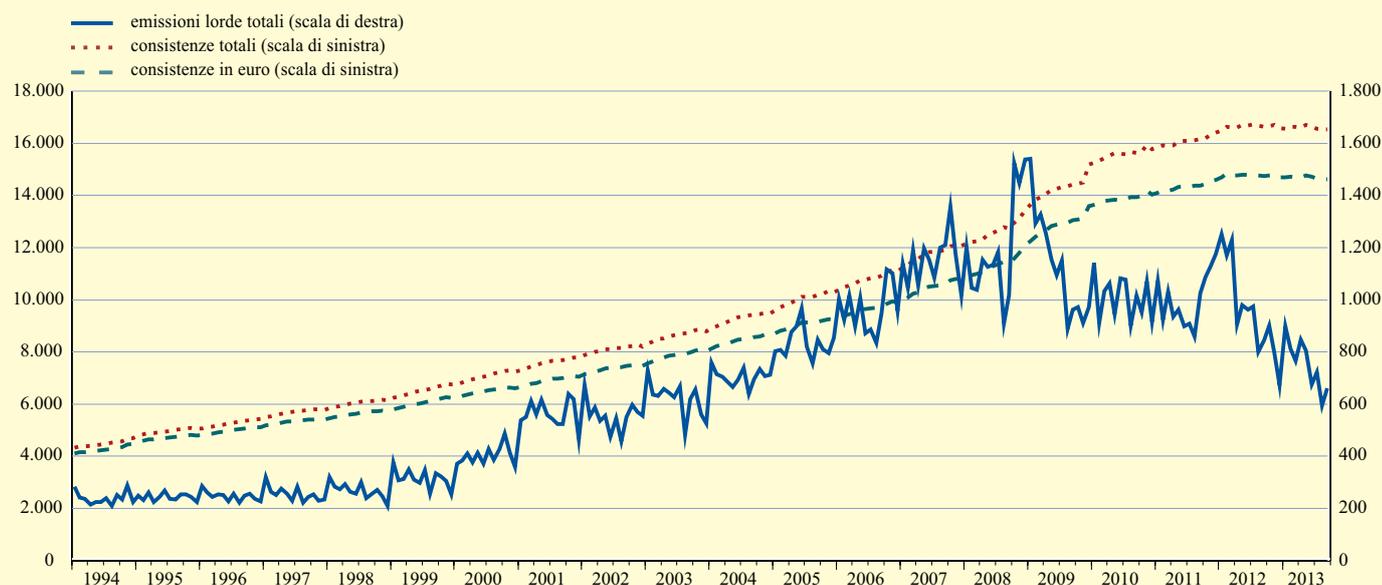
### 4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

(miliardi di euro e tassi di crescita nel periodo; dati destagionalizzati; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

	Totale in euro <sup>1)</sup>			Residenti nell'area dell'euro								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute			Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati <sup>2)</sup>	
				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
<b>Totale</b>												
2012 set.	17.053,1	810,6	-8,1	14.753,4	758,7	-12,0	16.629,1	845,2	-25,7	3,4	21,5	0,7
ott.	17.050,5	817,7	-1,1	14.760,7	778,6	9,0	16.649,5	901,7	29,1	3,1	13,7	1,0
nov.	17.081,1	720,1	27,3	14.791,1	680,5	27,0	16.696,2	795,4	47,0	2,7	-17,3	1,0
dic.	16.998,6	631,6	-116,7	14.705,5	591,9	-119,7	16.579,5	673,7	-136,7	1,6	-34,2	0,2
2013 gen.	16.992,9	816,6	-5,2	14.705,2	768,4	0,2	16.559,1	898,3	9,5	1,1	-13,3	-0,4
feb.	17.002,3	706,4	-5,2	14.724,0	666,1	3,9	16.630,7	812,1	38,7	0,4	-20,8	-0,6
mar.	16.931,9	683,8	-68,0	14.699,7	634,8	-21,7	16.628,3	767,0	-17,5	-0,2	-14,0	-1,0
apr.	16.925,4	756,9	-6,7	14.687,3	708,3	-12,6	16.607,2	846,4	-5,8	-0,2	-11,6	-1,3
mag.	16.996,4	710,8	72,1	14.764,2	665,4	78,1	16.700,1	804,4	97,1	0,0	17,9	-0,9
giu.	16.933,9	601,4	-62,0	14.712,9	558,9	-50,8	16.633,4	675,9	-60,9	-0,2	-22,5	-0,8
lug.	16.873,0	636,9	-60,7	14.646,4	588,2	-65,8	16.548,5	722,7	-73,0	-0,8	-50,4	-1,2
ago.	16.850,7	515,3	-22,5	14.622,4	481,7	-24,2	16.535,3	593,7	-16,6	-0,7	18,8	-0,7
set.	16.866,6	603,0	16,4	14.620,3	552,6	-1,7	16.526,1	662,0	-2,1	-0,5	44,3	0,0
<b>A lungo termine</b>												
2012 set.	15.620,4	256,8	23,0	13.420,3	225,4	23,7	15.068,7	252,2	21,5	4,0	64,2	1,8
ott.	15.647,3	237,0	27,2	13.443,6	212,3	23,6	15.100,6	249,5	38,9	3,8	29,0	2,3
nov.	15.700,7	219,1	52,7	13.489,3	194,3	45,0	15.157,0	222,5	59,0	3,5	1,8	2,4
dic.	15.658,7	197,3	-64,0	13.445,2	173,3	-66,0	15.088,5	193,3	-77,6	2,5	-21,6	1,6
2013 gen.	15.657,6	257,2	-0,7	13.445,3	227,0	0,4	15.058,4	259,8	-3,1	2,2	5,8	1,3
feb.	15.659,9	229,9	-7,4	13.453,2	204,5	-2,0	15.108,1	244,5	23,6	1,3	-32,7	0,6
mar.	15.602,2	246,6	-54,9	13.450,6	216,4	0,2	15.123,5	249,9	3,2	0,9	8,7	-0,1
apr.	15.599,4	247,5	-3,0	13.436,7	217,0	-14,0	15.108,2	248,7	-1,7	0,8	-8,5	-0,6
mag.	15.668,9	254,1	70,6	13.512,4	222,9	76,9	15.194,7	260,4	90,9	1,0	23,0	-0,3
giu.	15.648,1	208,0	-20,2	13.505,9	181,4	-5,9	15.173,2	201,1	-16,6	0,7	-9,4	-0,2
lug.	15.582,1	204,3	-66,0	13.427,3	172,8	-78,3	15.075,8	194,8	-87,2	0,2	-47,7	-0,9
ago.	15.577,4	117,0	-4,8	13.419,1	97,4	-8,4	15.075,6	112,5	-5,2	0,3	37,7	0,1
set.	15.602,1	222,4	25,1	13.432,6	189,5	13,9	15.088,5	214,2	21,5	0,3	62,3	0,8

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

(miliardi di euro)



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

1) Totale dei titoli non azionari denominati in euro emessi da residenti e non residenti nell'area dell'euro.

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

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

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

### 1. Consistenze ed emissioni lorde

	Consistenze						Emissioni lorde <sup>1)</sup>					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	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
	<b>Totale</b>											
2011	16.413	5.516	3.173	882	6.217	625	1.001	609	99	62	191	39
2012	16.579	5.399	3.227	1.001	6.268	684	958	589	82	67	187	32
2012 4° trim.	16.579	5.399	3.227	1.001	6.268	684	790	463	74	64	164	25
2013 1° trim.	16.628	5.260	3.224	1.030	6.425	690	826	439	81	61	212	32
2° trim.	16.633	5.121	3.238	1.037	6.559	678	776	408	65	67	202	34
3° trim.	16.526	5.002	3.238	1.065	6.550	671	659	350	51	62	171	25
2013 giu.	16.633	5.121	3.238	1.037	6.559	678	676	351	57	69	175	25
lug.	16.549	5.067	3.243	1.043	6.527	669	723	392	59	67	178	27
ago.	16.535	5.043	3.232	1.053	6.532	675	594	343	41	45	144	20
set.	16.526	5.002	3.238	1.065	6.550	671	662	315	54	73	191	29
	<b>A breve termine</b>											
2011	1.595	702	103	79	634	77	748	511	48	53	107	29
2012	1.491	601	137	81	608	64	703	490	37	52	104	21
2012 4° trim.	1.491	601	137	81	608	64	569	392	27	46	88	16
2013 1° trim.	1.505	582	140	90	624	68	574	361	31	47	112	23
2° trim.	1.460	558	135	88	624	54	539	337	26	51	102	23
3° trim.	1.438	539	133	89	630	47	486	294	25	45	104	18
2013 giu.	1.460	558	135	88	624	54	475	285	25	52	95	18
lug.	1.473	563	136	91	633	50	528	331	23	48	106	20
ago.	1.460	553	135	90	629	52	481	301	27	35	104	15
set.	1.438	539	133	89	630	47	448	250	24	52	104	18
	<b>A lungo termine<sup>2)</sup></b>											
2011	14.818	4.814	3.071	803	5.583	548	253	98	51	9	84	10
2012	15.088	4.798	3.090	920	5.660	621	254	99	45	16	83	12
2012 4° trim.	15.088	4.798	3.090	920	5.660	621	222	70	47	18	77	9
2013 1° trim.	15.124	4.678	3.084	939	5.801	621	251	78	50	14	100	9
2° trim.	15.173	4.564	3.103	948	5.934	624	237	70	40	16	101	10
3° trim.	15.088	4.464	3.105	976	5.920	624	174	56	26	17	67	8
2013 giu.	15.173	4.564	3.103	948	5.934	624	201	66	32	17	80	7
lug.	15.076	4.504	3.107	952	5.893	619	195	61	36	19	72	7
ago.	15.076	4.490	3.097	963	5.903	623	112	42	14	10	40	6
set.	15.088	4.464	3.105	976	5.920	624	214	65	30	21	88	11
	<i>di cui: a lungo termine con tasso fisso</i>											
2011	9.978	2.755	1.115	706	4.994	408	150	54	12	8	70	7
2012	10.518	2.809	1.292	822	5.151	444	165	54	18	15	71	7
2012 4° trim.	10.518	2.809	1.292	822	5.151	444	142	35	21	17	64	6
2013 1° trim.	10.654	2.763	1.344	839	5.257	450	165	41	25	12	80	7
2° trim.	10.766	2.716	1.388	847	5.360	455	155	34	21	13	79	8
3° trim.	10.756	2.668	1.414	870	5.350	454	123	32	14	14	58	5
2013 giu.	10.766	2.716	1.388	847	5.360	455	140	33	19	14	68	5
lug.	10.703	2.679	1.399	849	5.325	451	132	29	17	16	65	5
ago.	10.723	2.678	1.403	858	5.332	453	77	23	7	8	36	3
set.	10.756	2.668	1.414	870	5.350	454	161	43	18	18	74	8
	<i>di cui: a lungo termine con tasso variabile</i>											
2011	4.341	1.789	1.806	94	513	139	85	37	32	1	11	3
2012	4.144	1.735	1.703	94	437	175	77	38	24	1	8	5
2012 4° trim.	4.144	1.735	1.703	94	437	175	70	30	25	1	10	4
2013 1° trim.	4.024	1.662	1.642	96	453	170	69	30	22	1	13	3
2° trim.	3.972	1.608	1.614	98	483	169	68	31	16	2	17	2
3° trim.	3.917	1.582	1.588	103	475	169	40	20	11	3	4	2
2013 giu.	3.972	1.608	1.614	98	483	169	48	28	11	3	6	2
lug.	3.940	1.596	1.606	100	471	168	52	28	16	4	3	2
ago.	3.927	1.593	1.592	101	471	169	27	15	5	2	1	3
set.	3.917	1.582	1.588	103	475	169	42	18	11	3	8	3

Fonte: BCE.

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

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

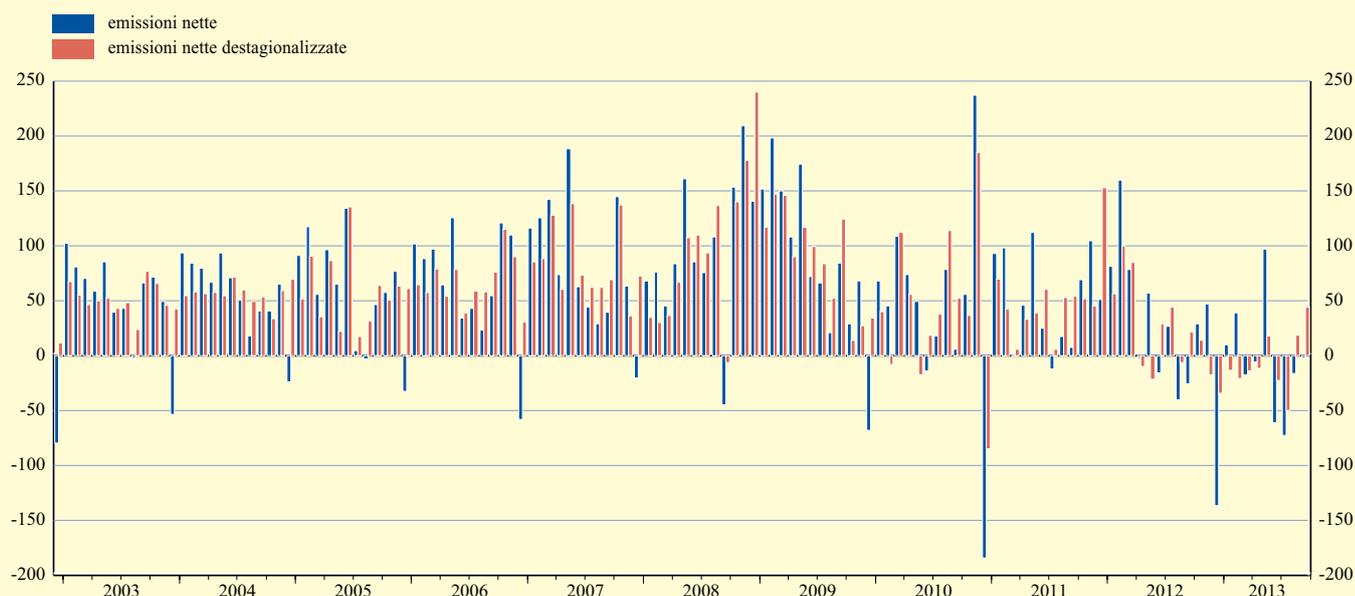
**4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento**  
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

**2. Emissioni nette**

	Dati non destagionalizzati <sup>1)</sup>						Dati destagionalizzati <sup>1)</sup>					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Totale</b>												
2011	51,0	22,1	-3,6	3,8	23,2	5,6	-	-	-	-	-	-
2012	21,6	-8,1	3,1	10,4	13,1	3,1	-	-	-	-	-	-
2012 4° trim.	-20,2	-40,4	26,6	8,0	-9,5	-4,9	-12,6	-28,6	6,3	11,1	4,7	-6,2
2013 1° trim.	10,3	-46,2	-6,1	9,2	51,9	1,5	-16,0	-60,9	1,5	6,8	35,9	0,7
2° trim.	10,1	-41,0	5,6	3,5	45,4	-3,3	-5,4	-39,9	4,9	2,3	30,4	-3,0
3° trim.	-30,6	-36,8	0,6	10,2	-2,4	-2,1	4,2	-35,6	14,7	10,7	15,1	-0,6
2013 giu.	-60,9	-49,4	-28,5	-3,8	27,2	-6,5	-22,5	-27,9	-6,8	2,9	16,5	-7,2
lug.	-73,0	-48,6	6,4	8,5	-31,3	-8,1	-50,4	-57,1	8,2	5,6	0,2	-7,2
ago.	-16,6	-24,7	-11,5	8,8	5,4	5,2	18,8	-29,4	7,0	14,4	18,3	8,6
set.	-2,1	-37,2	6,8	13,2	18,5	-3,5	44,3	-20,4	29,0	12,2	26,9	-3,3
<b>A lungo termine</b>												
2011	46,8	11,4	-2,3	2,8	31,0	3,9	-	-	-	-	-	-
2012	31,4	0,5	1,2	10,2	15,3	4,2	-	-	-	-	-	-
2012 4° trim.	6,8	-18,0	19,0	10,5	-4,1	-0,7	3,1	-7,7	1,0	11,3	-1,5	-0,1
2013 1° trim.	7,9	-39,3	-5,7	6,2	46,7	0,0	-6,1	-46,9	1,5	5,9	34,9	-1,5
2° trim.	24,2	-33,3	7,0	4,1	45,1	1,4	1,7	-39,3	7,1	3,1	31,0	-0,2
3° trim.	-23,6	-30,7	1,3	10,1	-4,4	0,1	17,4	-27,6	12,2	10,6	19,7	2,5
2013 giu.	-16,6	-33,2	-18,0	6,1	28,2	0,3	-9,4	-33,0	0,8	5,8	19,6	-2,7
lug.	-87,2	-54,6	6,1	5,9	-40,4	-4,2	-47,7	-58,2	4,2	6,3	0,2	-0,3
ago.	-5,2	-16,8	-11,2	9,4	9,8	3,6	37,7	-13,7	7,5	14,5	24,0	5,4
set.	21,5	-20,9	9,1	14,8	17,6	0,9	62,3	-10,9	24,8	11,2	34,8	2,3

**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.

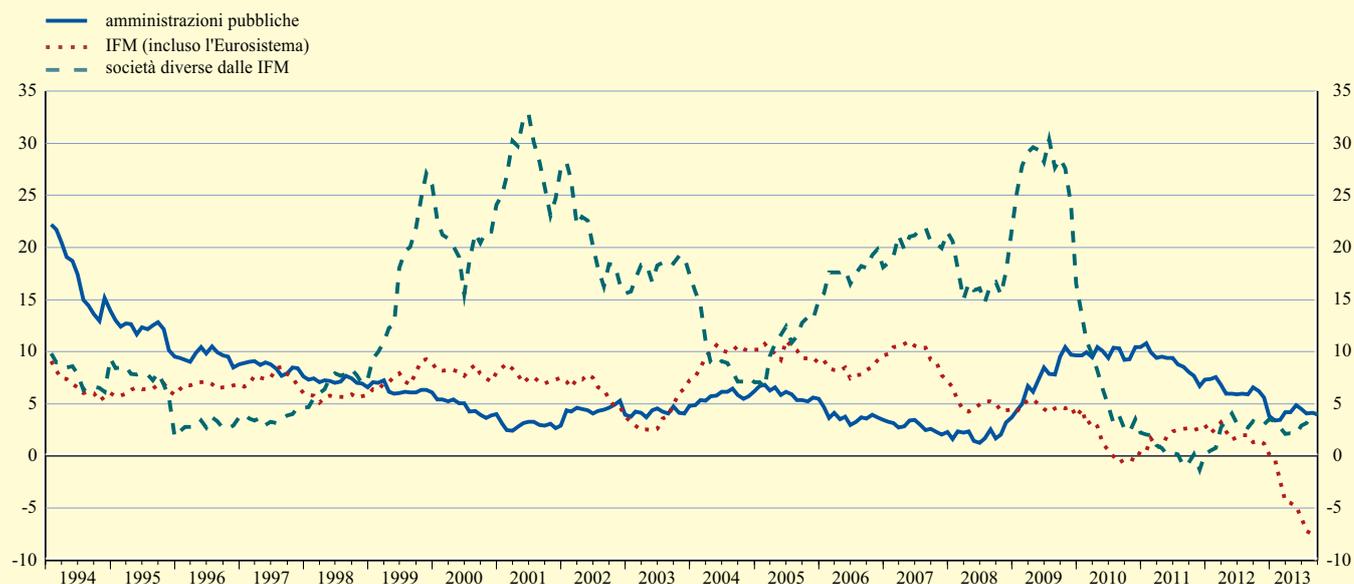
#### 4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(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 set.	3,4	2,1	0,5	12,6	3,9	10,9	0,7	-2,6	-2,7	13,8	3,3	3,2
ott.	3,1	1,7	0,0	12,8	3,8	10,8	1,0	-1,7	-3,7	13,6	3,7	3,4
nov.	2,7	0,7	0,2	12,5	3,9	8,0	1,0	-1,0	-4,3	13,3	3,7	2,0
dic.	1,6	-1,8	1,2	14,1	2,5	6,1	0,2	-3,7	-0,3	14,8	2,4	-3,8
2013 gen.	1,1	-2,3	1,0	13,5	2,2	4,6	-0,4	-5,8	0,2	14,3	2,4	-4,0
feb.	0,4	-4,4	0,9	13,2	2,6	0,3	-0,6	-8,4	2,8	13,7	3,3	-6,1
mar.	-0,2	-6,1	-0,6	12,6	3,6	-0,8	-1,0	-9,5	1,5	11,3	3,9	-4,7
apr.	-0,2	-6,2	-0,7	12,4	3,5	0,4	-1,3	-10,6	2,3	10,9	3,5	-2,7
mag.	0,0	-6,5	-0,4	10,8	4,5	-0,4	-0,9	-11,5	3,4	8,5	5,3	-2,9
giu.	-0,2	-7,3	0,5	10,0	4,4	-2,6	-0,8	-10,8	1,2	5,5	6,4	-2,1
lug.	-0,8	-8,8	1,0	9,7	4,1	-4,7	-1,2	-11,6	1,8	5,5	5,9	-5,6
ago.	-0,7	-9,2	2,0	10,2	4,2	-3,6	-0,7	-10,0	1,2	7,1	5,1	-1,4
set.	-0,5	-9,0	2,6	9,5	4,1	-3,8	0,0	-8,5	3,7	7,7	4,3	-3,2
	A lungo termine											
2012 set.	4,0	1,3	0,6	13,7	6,0	11,8	1,8	-1,9	-2,2	13,9	5,1	7,6
ott.	3,8	1,4	0,0	14,1	5,7	10,7	2,3	-0,5	-3,1	16,7	5,4	6,8
nov.	3,5	1,2	0,1	14,1	5,2	9,5	2,4	0,7	-3,9	17,9	4,6	7,0
dic.	2,5	0,1	0,5	15,2	3,3	9,2	1,6	-1,1	-1,0	18,7	2,6	4,9
2013 gen.	2,2	-0,3	0,3	14,8	2,9	8,6	1,3	-2,2	-0,4	18,0	2,5	3,8
feb.	1,3	-2,4	-0,3	14,0	3,3	4,5	0,6	-4,9	0,5	15,8	3,2	1,0
mar.	0,9	-4,3	-0,9	13,0	4,3	2,9	-0,1	-6,6	0,5	11,9	3,6	-1,6
apr.	0,8	-4,5	-1,0	13,9	4,3	3,2	-0,6	-8,3	1,1	11,0	3,3	-0,1
mag.	1,0	-4,9	-0,7	12,7	5,1	2,9	-0,3	-10,0	2,5	7,8	5,5	-1,0
giu.	0,7	-5,9	0,3	12,1	4,8	1,6	-0,2	-10,5	1,7	5,9	7,1	-1,7
lug.	0,2	-7,2	0,8	11,6	4,5	0,3	-0,9	-12,0	2,0	5,7	6,5	-3,1
ago.	0,3	-7,5	1,7	12,0	4,5	0,7	0,1	-10,1	3,0	8,3	5,8	0,3
set.	0,3	-7,5	2,2	10,4	4,4	0,3	0,8	-8,4	3,8	9,0	5,3	2,2

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



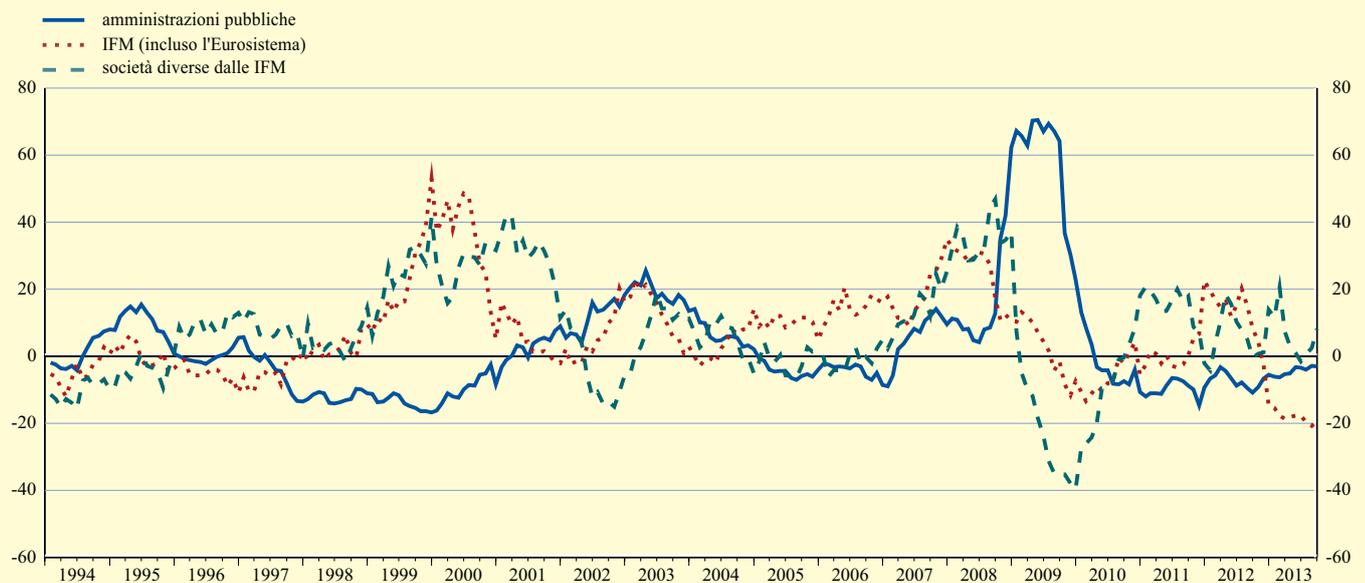
Fonte: BCE.

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

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

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'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	-1,3	-6,1	-2,0	22,3	16,1
2012	5,3	4,1	2,3	10,5	5,9	7,3	-0,8	-0,2	-4,9	-0,8	6,6	23,3
2012 4° trim.	5,6	2,9	3,9	15,5	5,9	6,8	-3,3	-0,7	-8,1	-1,1	-2,4	20,3
2013 1° trim.	4,4	0,4	6,5	15,7	4,3	6,0	-6,7	-4,1	-10,6	-1,2	-7,6	7,8
2° trim.	3,7	-3,3	7,8	14,5	5,1	4,5	-7,7	-6,7	-11,3	1,4	-1,8	-0,8
3° trim.	3,1	-4,9	8,5	12,5	4,8	3,4	-8,1	-9,6	-9,3	6,2	-1,9	-5,4
2013 apr.	3,8	-3,1	8,1	15,4	4,9	4,6	-7,6	-6,3	-11,0	0,8	-3,9	0,5
mag.	3,7	-3,5	7,3	14,3	5,2	5,0	-7,5	-6,4	-12,0	1,6	1,3	-1,6
giu.	3,5	-4,0	8,3	13,2	5,1	3,9	-8,0	-8,5	-10,7	4,6	-0,6	-3,5
lug.	3,2	-5,1	8,4	12,8	5,0	3,5	-8,6	-9,6	-9,7	5,0	-4,2	-6,7
ago.	3,0	-5,1	8,8	12,7	4,6	3,3	-8,1	-10,0	-8,9	7,0	-2,2	-5,0
set.	2,7	-5,0	8,0	10,8	4,3	2,9	-7,2	-9,9	-8,0	8,9	2,0	-5,2
	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	5,6	4,6	2,0	10,8	6,0	7,2	-0,5	2,1	-6,6	-1,9	6,3	22,9
2012 4° trim.	5,7	3,3	3,3	16,4	6,0	6,3	-3,3	1,5	-10,1	-1,7	-2,9	20,5
2013 1° trim.	4,2	0,1	4,8	17,6	4,4	5,3	-7,0	-2,8	-12,2	-1,2	-8,4	7,9
2° trim.	3,5	-4,0	5,3	16,4	5,0	4,4	-7,9	-5,9	-12,6	2,9	-2,4	-1,4
3° trim.	2,9	-5,9	5,9	14,0	4,8	3,8	-8,4	-9,7	-10,1	7,7	-2,3	-5,8
2013 apr.	3,7	-3,5	5,9	17,4	4,8	4,6	-7,7	-5,2	-12,4	2,8	-4,6	-0,3
mag.	3,5	-4,2	4,9	15,9	5,2	4,9	-7,7	-5,8	-13,1	3,1	0,8	-1,9
giu.	3,2	-4,9	5,3	15,1	5,1	3,9	-8,4	-8,2	-12,0	5,5	-1,0	-4,1
lug.	3,0	-6,1	5,9	14,6	5,1	4,1	-8,9	-9,7	-10,2	6,5	-4,5	-7,2
ago.	2,8	-6,1	6,4	14,0	4,7	3,9	-8,5	-10,2	-9,7	8,4	-2,7	-5,4
set.	2,3	-6,3	5,6	12,0	4,4	2,8	-7,6	-10,2	-8,7	10,6	1,7	-5,5

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



Fonte: BCE.

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

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

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

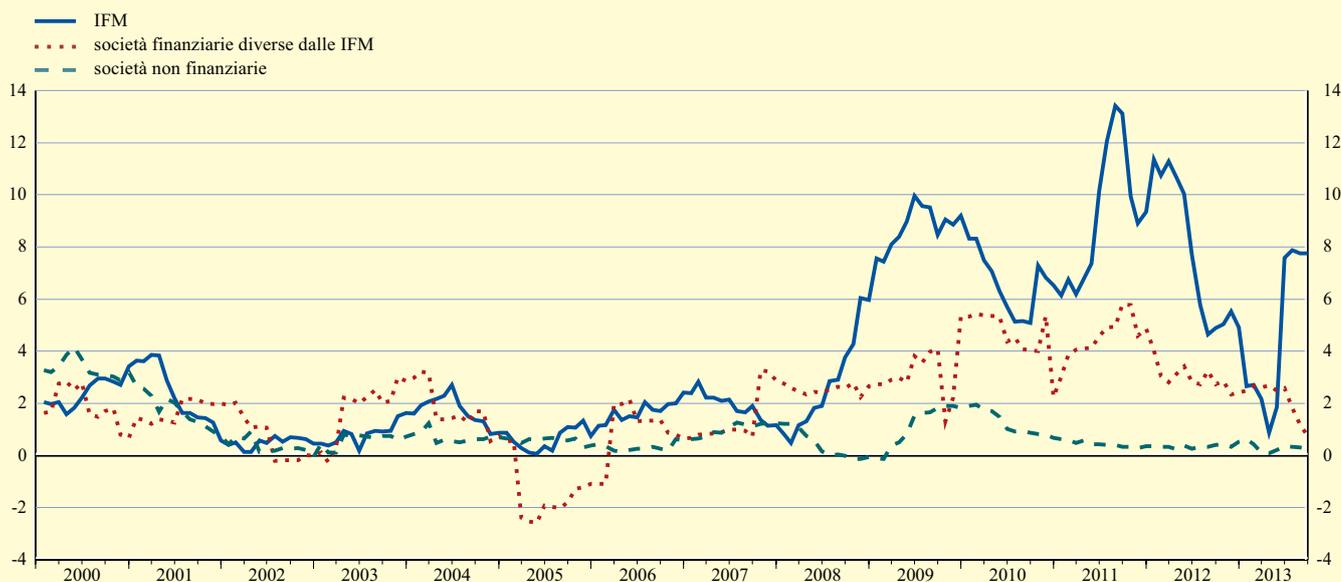
##### 1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 2008=100	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2011 set.	3.725,1	105,9	2,0	350,5	13,1	264,5	5,8	3.110,1	0,3
ott.	4.017,6	105,9	1,7	360,5	9,9	288,1	5,8	3.369,0	0,3
nov.	3.866,8	106,0	1,5	329,8	8,9	271,6	4,6	3.265,3	0,3
dic.	3.878,6	106,1	1,6	339,3	9,3	270,8	4,9	3.268,5	0,4
2012 gen.	4.091,7	106,3	1,7	375,5	11,4	298,1	4,0	3.418,2	0,4
feb.	4.257,8	106,3	1,5	394,7	10,7	311,3	3,1	3.551,9	0,3
mar.	4.241,7	106,4	1,5	373,1	11,3	311,1	2,8	3.557,5	0,3
apr.	4.067,5	106,5	1,4	327,3	10,7	292,0	3,1	3.448,2	0,2
mag.	3.761,8	106,5	1,5	280,9	10,0	265,1	3,4	3.215,8	0,4
giu.	3.924,4	106,6	1,1	317,6	7,7	284,7	2,8	3.322,1	0,3
lug.	4.050,4	106,8	1,0	309,9	5,8	291,8	2,7	3.448,7	0,3
ago.	4.175,1	106,8	0,9	349,7	4,6	309,1	3,2	3.516,4	0,3
set.	4.231,4	106,9	0,9	365,0	4,9	323,6	2,7	3.542,9	0,4
ott.	4.308,1	107,0	1,0	383,6	5,0	333,4	2,9	3.591,1	0,4
nov.	4.396,1	106,9	0,9	395,7	5,5	342,0	2,3	3.658,4	0,3
dic.	4.500,1	107,2	1,0	402,4	4,9	357,0	2,4	3.740,7	0,5
2013 gen.	4.655,0	107,3	0,9	441,6	2,7	370,3	2,5	3.843,1	0,6
feb.	4.639,6	107,1	0,8	416,1	2,7	364,2	2,7	3.859,4	0,4
mar.	4.641,6	106,9	0,5	380,4	2,2	368,7	2,6	3.892,6	0,1
apr.	4.744,5	106,8	0,3	410,8	0,9	394,6	2,7	3.939,1	0,1
mag.	4.865,4	107,1	0,5	443,0	1,9	407,6	2,5	4.014,8	0,2
giu.	4.665,5	107,9	1,2	418,8	7,6	394,2	2,6	3.852,4	0,4
lug.	4.904,4	108,0	1,1	451,6	7,9	417,9	1,8	4.034,9	0,3
ago.	4.888,4	107,9	1,1	461,9	7,8	415,3	1,2	4.011,2	0,3
set.	5.129,8	107,9	1,0	492,2	7,8	426,8	0,7	4.210,8	0,3

#### 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)

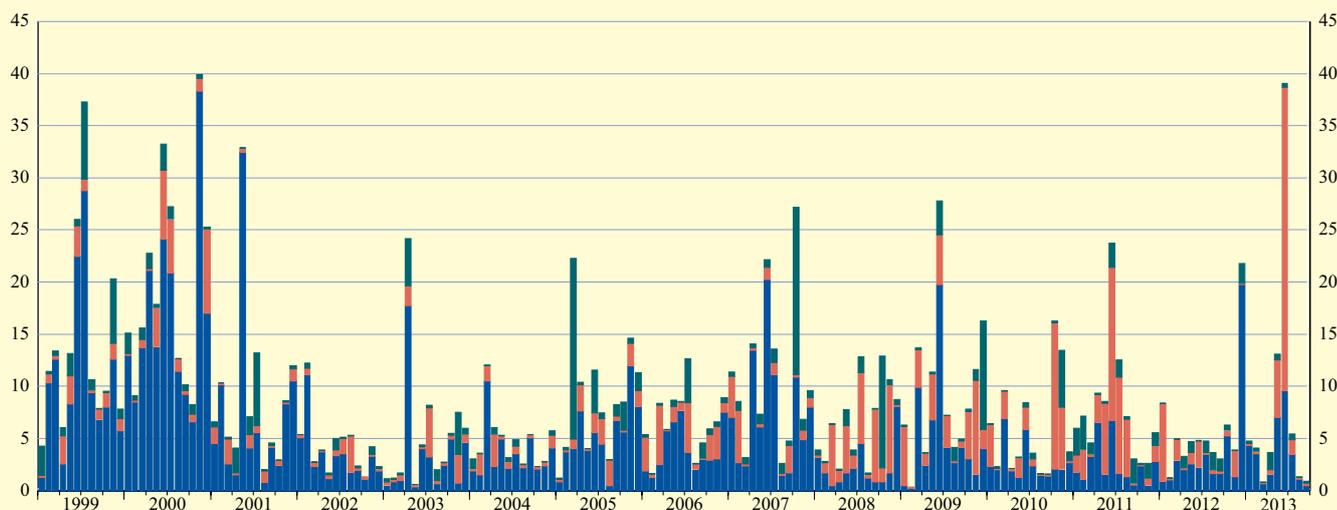
##### 2. Transazioni nel mese

	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 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.	4,1	11,4	-7,3	0,3	0,0	0,3	0,3	0,0	0,3	3,5	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	37,3	29,2	0,0	29,1	0,3	0,1	0,3	9,6	1,7	7,9
lug.	5,4	3,2	2,2	1,4	0,0	1,4	0,6	1,9	-1,4	3,5	1,2	2,2
ago.	1,1	2,3	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	-0,5	1,1	1,8	-0,7
set.	0,7	1,7	-0,9	0,1	0,0	0,1	0,1	0,6	-0,4	0,5	1,1	-0,6

#### 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 <sup>1)</sup>

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

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

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso <sup>2)</sup>		A vista	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2012 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	1,47	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	2,08	1,28	1,23	0,36	0,82	1,63	1,78	0,88
ago.	0,30	1,81	1,87	2,05	1,15	1,22	0,37	0,70	1,57	1,85	0,51
set.	0,30	1,71	1,86	2,06	1,15	1,17	0,35	0,81	1,68	1,87	0,56
ott.	0,29	1,72	1,83	2,07	1,13	1,14	0,34	0,78	1,65	2,28	0,28

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

	Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Debiti da carte di credito revolving <sup>3)</sup>	Credito al consumo			(TAEG) <sup>4)</sup>	Prestiti per acquisto di abitazione				(TAEG) <sup>4)</sup>	Prestiti a imprese individuali e a società di persone		
			Periodo iniziale di determinazione del tasso				Periodo iniziale di determinazione del tasso					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 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	5,36	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	5,77	6,11	7,88	7,27	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	5,74	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	17,03	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	16,96	5,63	6,12	7,63	7,13	2,84	2,97	2,90	3,17	3,28	3,19	3,75	3,18
ago.	7,74	17,01	5,62	6,15	7,64	7,15	2,80	3,01	2,97	3,18	3,31	3,00	4,06	3,15
set.	7,77	16,99	5,80	6,07	7,62	7,20	2,83	3,05	3,05	3,25	3,35	3,04	3,99	3,16
ott.	7,67	16,98	5,70	6,04	7,63	7,13	2,77	3,04	3,12	3,27	3,35	3,10	3,95	3,26

### 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
2012 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.	4,19	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.	4,17	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.	4,16	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.	4,11	4,76	4,76	4,12	4,12	3,61	3,48	2,10	2,71	3,21	3,52	2,68	2,79
giu.	4,12	4,54	4,60	4,40	4,34	3,56	3,41	2,05	2,60	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
ago.	4,09	4,50	4,81	4,41	4,06	3,41	3,39	2,03	2,56	2,82	3,00	2,88	3,10
set.	4,12	4,53	4,67	4,39	4,16	3,41	3,42	2,08	2,54	2,86	2,78	2,89	3,28
ott.	4,15	4,60	4,84	4,39	4,14	3,51	3,50	2,16	2,67	3,09	2,86	3,28	3,35

Fonte: BCE.

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

**4.5 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro<sup>1)</sup> \***  
(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

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

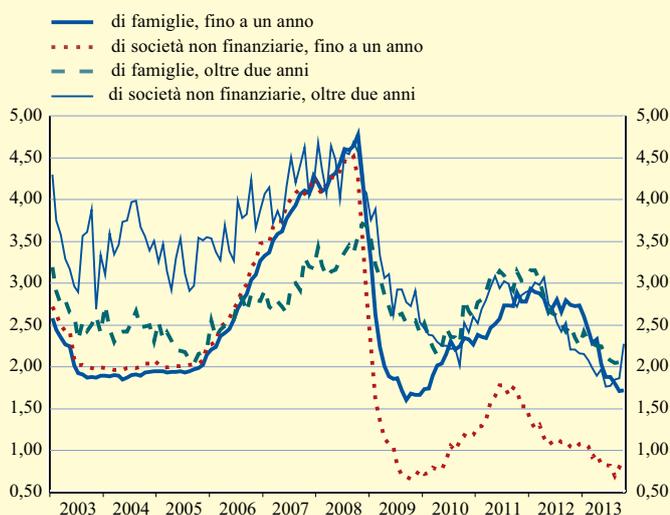
	Depositi da famiglie				Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso <sup>2),3)</sup>		A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita		
	1	fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	6	fino a 2 anni	oltre 2 anni	
2012 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	1,47	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	2,64	1,28	1,23	0,36	1,46	2,77	1,66
ago.	0,30	2,22	2,63	1,15	1,22	0,37	1,44	2,82	1,50
set.	0,30	2,16	2,63	1,15	1,17	0,35	1,41	2,85	1,66
ott.	0,29	2,09	2,60	1,13	1,14	0,34	1,35	2,83	1,35

**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 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	3,67	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	3,62	3,24	3,14
lug.	3,51	3,24	3,40	7,59	6,18	4,84	3,62	3,26	3,14
ago.	3,52	3,22	3,37	7,58	6,16	4,82	3,63	3,26	3,12
set.	3,55	3,22	3,37	7,64	6,16	4,82	3,65	3,24	3,13
ott.	3,50	3,20	3,35	7,61	6,10	4,80	3,62	3,27	3,12

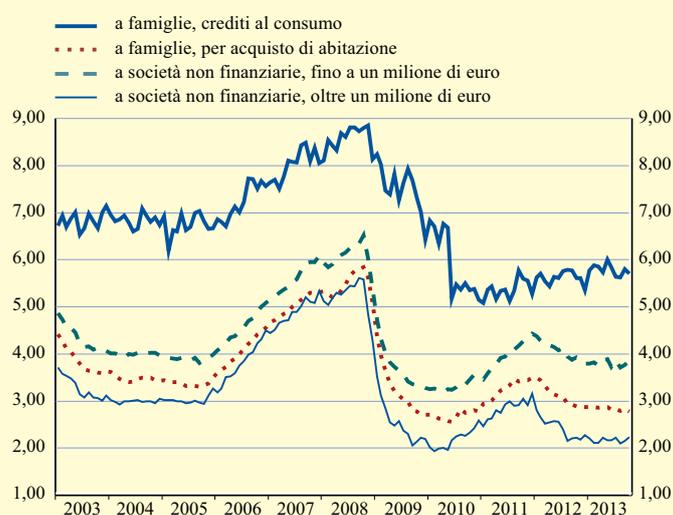
**F21 Nuovi depositi con durata prestabilita**

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



**F22 Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno**

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



Fonte: BCE.

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

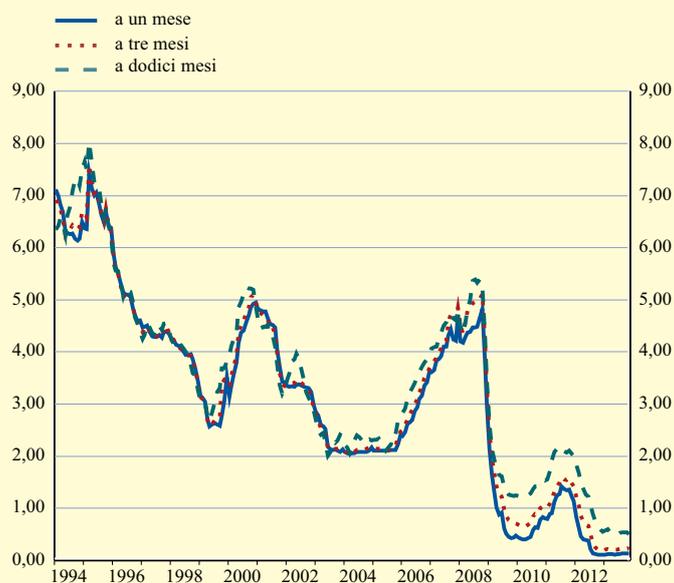
## 4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro <sup>1), 2)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 1	Depositi a un mese (Euribor) 2	Depositi a tre mesi (Euribor) 3	Depositi a sei mesi (Euribor) 4	Depositi a dodici mesi (Euribor) 5	Depositi a tre mesi (Libor) 6	Depositi a tre mesi (Libor) 7
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 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
3° trim.	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,26	0,15
2012 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
set.	0,08	0,13	0,22	0,34	0,54	0,25	0,15
ott.	0,09	0,13	0,23	0,34	0,54	0,24	0,15
nov.	0,10	0,13	0,22	0,33	0,51	0,24	0,14

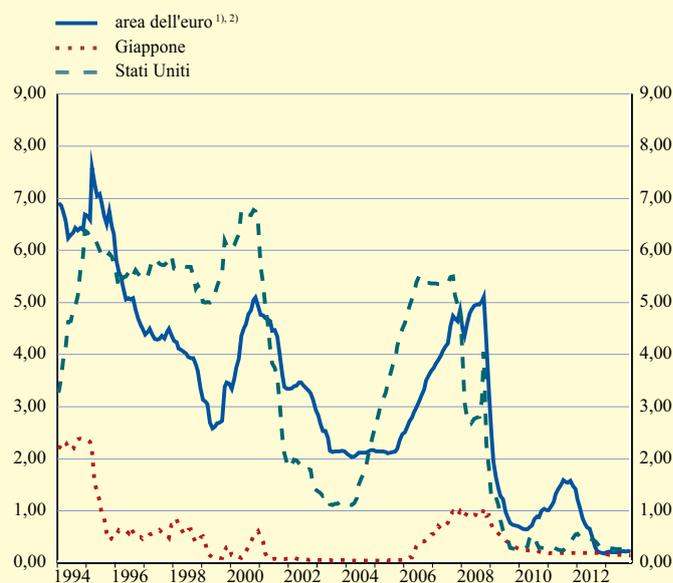
## F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro <sup>1), 2)</sup>

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



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

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



Fonte: BCE.

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

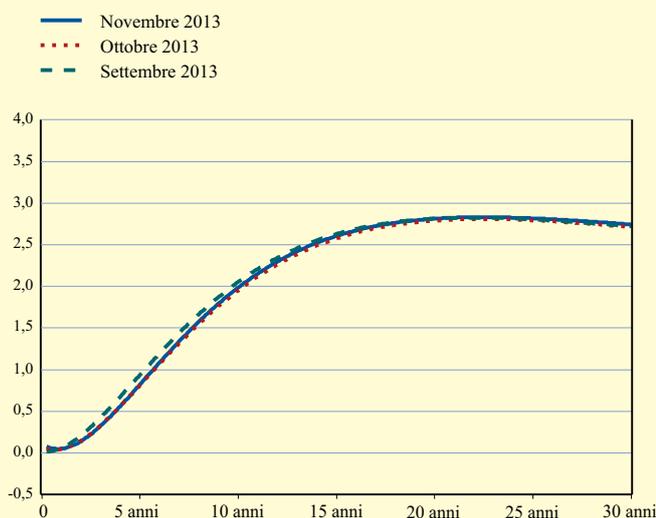
#### 4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

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

	Tassi a pronti								Tassi istantanei a termine			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	7 anni	10 anni	10 anni- 3 mesi (spread)	10 anni- 2 anni (spread)	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 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
3° trim.	0,02	0,07	0,22	0,94	1,45	2,05	2,03	1,84	0,17	0,60	2,25	3,74
2012 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
set.	0,02	0,07	0,22	0,94	1,45	2,05	2,03	1,84	0,17	0,60	2,25	3,74
ott.	0,05	0,05	0,15	0,82	1,32	1,95	1,90	1,80	0,09	0,45	2,10	3,74
nov.	0,08	0,05	0,14	0,82	1,34	1,99	1,91	1,84	0,08	0,43	2,14	3,79

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

(valori percentuali su base annua; fine periodo)



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

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



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

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

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

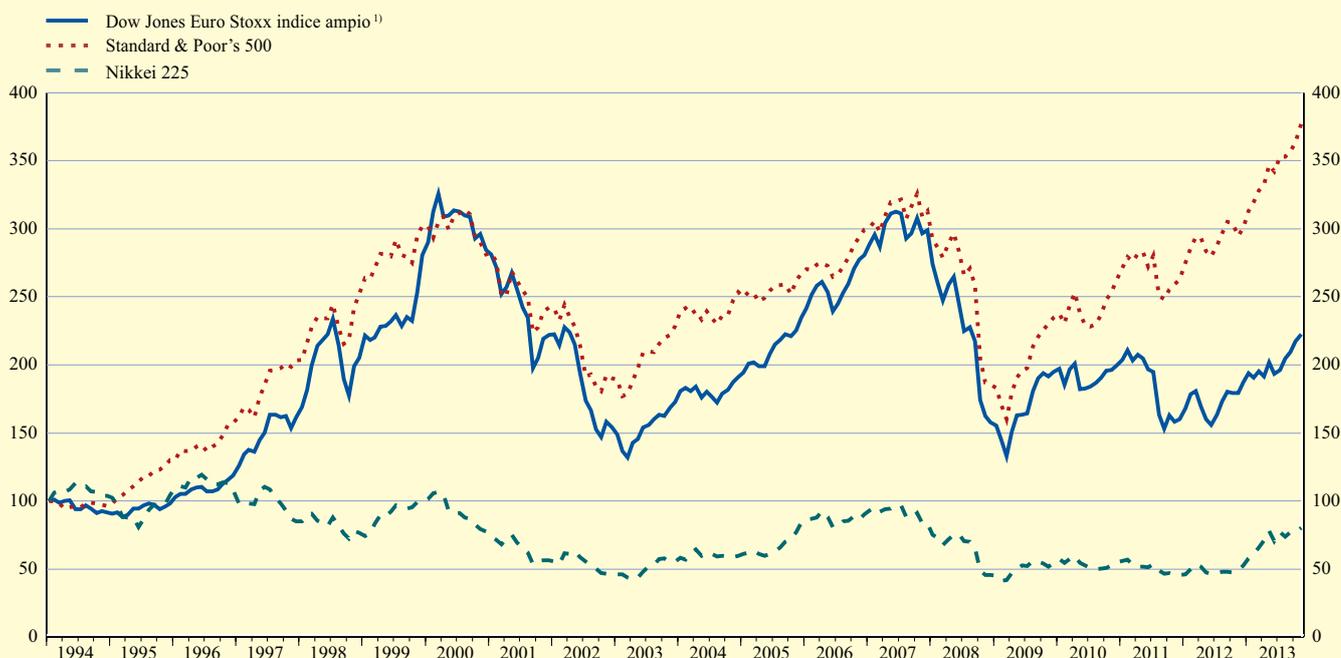
## 4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx <sup>1)</sup>												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero 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 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
3° trim.	282,1	2.782,3	581,1	197,7	477,6	312,1	150,4	406,2	277,3	224,0	245,3	631,3	1.674,9	14.127,7
2012 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
set.	290,6	2.864,6	592,8	202,3	485,0	323,9	156,8	423,6	288,6	234,1	260,0	613,1	1.687,2	14.372,1
ott.	301,4	2.988,9	602,2	210,0	487,3	329,2	168,4	436,3	293,4	249,6	290,6	616,5	1.720,0	14.329,0
nov.	308,7	3.056,0	630,5	214,1	498,7	330,9	171,1	448,8	306,1	253,7	289,1	646,6	1.783,5	14.931,7

## 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)<sup>1)</sup>

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati <sup>2)</sup>		
	Indice 2005 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
		Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici												
in perc. del totale nel 2012	100,0	100,0	81,7	57,7	42,3	100,0	12,0	7,3	27,4	11,0	42,3	87,7	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 3° trim.	115,7	2,5	1,7	3,1	1,8	0,5	0,3	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	1,8	0,3	-0,1	0,3	2,0	4,1	
2013 1° trim.	116,4	1,9	1,5	2,0	1,7	0,4	0,6	0,5	0,1	1,0	0,4	1,7	3,1	
2° trim.	117,5	1,4	1,3	1,5	1,3	0,1	0,5	1,4	0,1	-1,8	0,2	1,3	2,2	
3° trim.	117,3	1,3	1,3	1,3	1,4	0,5	0,7	0,5	0,0	1,0	0,6	1,3	1,7	
2013 giu.	117,6	1,6	1,3	1,7	1,4	0,2	0,2	0,8	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	-0,1	-0,1	0,8	0,2	1,6	1,7	
ago.	117,1	1,3	1,3	1,2	1,4	0,1	0,2	0,1	0,0	0,5	0,1	1,3	1,9	
set.	117,7	1,1	1,2	0,9	1,4	0,0	0,1	-1,0	0,0	0,5	0,0	1,0	1,6	
ott.	117,6	0,7	1,0	0,4	1,2	-0,2	0,1	-0,6	0,0	-1,2	-0,1	0,6	1,3	
nov. <sup>3)</sup>	117,5	0,9	.	.	1,5	.	.	.	.	-0,8	.	.	.	

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione					
in perc. del totale nel 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 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
3° trim.	3,1	2,5	4,2	0,3	0,4	0,1	1,8	1,7	2,3	-4,0	2,2	0,8
2013 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.	3,2	2,5	4,4	0,2	0,4	-0,3	1,8	1,8	2,3	-4,3	2,2	0,8
set.	2,6	2,4	2,9	0,0	0,4	-0,9	1,7	1,5	2,4	-3,6	2,2	0,9
ott.	1,9	2,2	1,4	-0,3	0,3	-1,7	1,7	1,4	2,0	-4,0	1,9	0,4
nov. <sup>3)</sup>	1,6	.	.	.	0,3	-1,1	.	.	.	.	.	.

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 <sup>1)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>2)</sup>
	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	
2009	97,4	-4,8	-5,1	-2,8	-5,4	0,4	-2,1	1,2	-2,5	-10,9	0,3	-3,2
2010	100,0	2,7	3,3	1,7	3,6	0,3	0,4	0,7	0,4	5,5	2,0	1,0
2011	105,7	5,7	5,3	3,8	5,9	1,5	3,3	1,9	3,4	10,7	3,3	1,1
2012	108,6	2,8	2,0	1,4	0,8	1,0	2,5	1,6	2,6	6,1	1,6	-1,7
2012 3° trim.	109,0	2,5	1,8	1,1	0,2	0,9	2,4	1,5	2,5	5,9	1,4	-2,6
4° trim.	109,2	2,4	1,9	1,6	1,3	0,8	2,5	1,2	2,7	4,1	1,3	-2,3
2013 1° trim.	109,3	1,2	0,8	1,2	0,8	0,8	2,2	0,8	2,4	0,9	0,8	-2,8
2° trim.	108,2	-0,1	-0,1	0,5	-0,5	0,6	1,9	0,8	2,1	-1,8	0,4	-2,4
3° trim.	108,3	-0,6	-0,3	0,2	-1,1	0,5	1,7	0,6	1,9	-2,5	.	.
2013 mag.	108,1	-0,3	-0,2	0,5	-0,6	0,6	1,9	0,8	2,1	-2,2	-	-
giu.	108,1	0,1	0,3	0,6	-0,5	0,5	2,0	0,7	2,2	-1,0	-	-
lug.	108,3	0,0	0,3	0,5	-0,5	0,5	2,0	0,6	2,2	-1,4	-	-
ago.	108,3	-0,9	-0,5	0,3	-1,0	0,5	1,8	0,5	1,9	-3,4	-	-
set.	108,4	-0,9	-0,8	-0,1	-1,6	0,6	1,5	0,6	1,6	-2,7	-	-
ott.	107,9	-1,4	-1,1	-0,3	-1,8	0,5	1,0	0,5	1,1	-3,6	-	-

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

in perc. del totale	Prezzo del petrolio <sup>3)</sup> (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche						Deflatori del PIL							
		Ponderati in base alle importazioni <sup>4)</sup>			Ponderati in base all'utilizzo <sup>5)</sup>			Totale (destagionalizzato; indice 2000=100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni <sup>6)</sup>	Importazioni <sup>6)</sup>
		Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,1	-18,0	-11,4	-22,8	107,2	1,0	-0,1	-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	108,1	0,8	1,5	1,6	0,8	0,8	3,0	5,0
2011	79,7	12,2	22,4	7,7	12,8	20,7	7,5	109,4	1,2	2,0	2,4	0,8	1,5	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	2,3
2012 3° trim.	87,3	5,3	10,4	2,7	7,8	16,0	1,6	111,0	1,3	1,6	2,0	1,4	1,0	1,7	2,3
4° trim.	84,4	4,4	6,0	3,7	7,0	10,2	4,5	111,3	1,4	1,5	1,8	0,5	0,9	1,4	1,6
2013 1° trim.	85,0	-3,0	-2,4	-3,3	-1,6	0,0	-2,8	111,9	1,5	1,3	1,3	1,6	0,4	0,2	-0,3
2° trim.	79,0	-5,2	-4,1	-5,8	-4,3	-2,1	-6,2	112,3	1,5	1,1	1,1	0,9	0,1	-0,1	-1,2
3° trim.	82,5	-12,7	-18,7	-9,4	-12,0	-14,4	-10,0	112,4	1,3	1,0	1,2	0,9	0,1	-0,8	-1,6
2013 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	-12,9	-20,6	-8,7	-12,2	-15,9	-8,9	-	-	-	-	-	-	-	-
set.	83,0	-12,9	-18,8	-9,7	-12,1	-13,7	-10,7	-	-	-	-	-	-	-	-
ott.	80,0	-12,2	-17,3	-9,6	-10,9	-12,0	-9,9	-	-	-	-	-	-	-	-
nov.	80,0	-11,7	-16,6	-9,2	-11,3	-12,9	-9,9	-	-	-	-	-	-	-	-

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 2004-06. Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni cfr. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).
- 6) I deflatori delle importazioni e delle esportazioni si riferiscono a beni e servizi e includono il commercio tra i paesi dell'area dell'euro.

## 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale (indice 2008 = 100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione,	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amm. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto<sup>1)</sup></b>												
2011	110,5	0,8	0,2	0,6	1,3	0,7	0,3	-0,4	0,9	3,1	0,2	1,5
2012	112,4	1,7	4,3	2,6	2,6	1,7	3,5	1,2	0,6	2,5	0,7	2,1
2012 3° trim.	112,8	2,1	5,6	2,5	2,2	2,1	3,4	0,8	0,8	3,1	1,3	2,5
4° trim.	113,3	1,8	5,8	2,7	3,6	2,2	5,3	-0,5	-0,8	2,5	-0,2	2,7
2013 1° trim.	114,0	1,9	2,2	2,9	1,0	2,4	3,6	-0,3	-1,2	2,0	0,9	2,2
2° trim.	113,8	1,1	1,6	2,0	0,5	1,6	3,2	0,8	-1,1	1,0	0,2	1,8
<b>Redditi per occupato</b>												
2011	114,3	2,1	2,5	3,4	3,5	1,6	2,9	1,5	2,5	3,0	1,1	1,7
2012	116,2	1,7	1,2	2,5	3,2	1,7	2,5	1,0	1,5	2,5	1,1	1,5
2012 3° trim.	116,7	2,0	0,8	2,8	3,5	1,9	2,5	0,7	1,2	2,5	1,5	1,2
4° trim.	116,9	1,5	1,1	2,7	3,3	1,4	2,2	1,2	1,0	2,0	0,3	1,2
2013 1° trim.	117,9	1,7	2,3	2,7	1,3	1,2	1,3	1,7	0,9	2,1	1,5	1,1
2° trim.	118,1	1,5	1,8	2,5	2,3	1,2	1,0	1,1	2,0	2,3	0,8	1,3
<b>Produttività del lavoro per occupato<sup>2)</sup></b>												
2011	103,4	1,3	2,4	2,8	2,2	0,9	2,6	2,0	1,6	-0,1	0,8	0,2
2012	103,3	0,0	-2,9	-0,1	0,5	0,1	-0,9	-0,2	1,0	0,1	0,4	-0,6
2012 3° trim.	103,4	-0,1	-4,5	0,3	1,2	-0,2	-0,8	-0,1	0,3	-0,5	0,3	-1,4
4° trim.	103,2	-0,3	-4,4	0,0	-0,3	-0,7	-3,0	1,7	1,7	-0,5	0,4	-1,5
2013 1° trim.	103,4	-0,2	0,1	-0,1	0,3	-1,2	-2,2	2,0	2,2	0,0	0,6	-1,1
2° trim.	103,8	0,4	0,2	0,4	1,8	-0,4	-2,1	0,4	3,2	1,2	0,6	-0,5
<b>Redditi per ora lavorata</b>												
2011	116,0	2,0	2,0	2,6	4,1	1,8	2,7	1,2	1,8	2,6	0,9	1,7
2012	119,0	2,6	3,3	3,6	5,0	2,5	3,2	1,5	1,8	2,7	1,4	2,5
2012 3° trim.	119,4	2,8	2,3	4,1	5,4	2,6	3,0	1,2	1,3	2,6	1,9	2,0
4° trim.	119,9	2,2	3,2	3,7	4,7	2,3	2,7	1,9	1,5	2,5	0,2	2,2
2013 1° trim.	121,4	2,9	3,6	4,5	3,9	2,5	1,9	2,8	2,4	2,7	2,1	2,3
2° trim.	120,9	1,4	2,0	1,3	1,7	1,4	0,7	1,5	2,5	2,3	0,5	2,0
<b>Produttività per ora lavorata<sup>2)</sup></b>												
2011	105,5	1,3	3,6	2,2	2,4	1,2	2,4	1,8	0,9	-0,3	0,7	0,3
2012	106,3	0,8	-1,9	1,0	2,0	0,9	-0,2	0,3	1,8	0,4	0,7	0,2
2012 3° trim.	106,3	0,6	-4,0	1,6	2,9	0,3	-0,5	0,3	0,8	-0,4	0,7	-0,6
4° trim.	106,5	0,6	-3,6	1,1	0,9	0,3	-2,1	2,5	2,9	0,2	0,5	-0,5
2013 1° trim.	107,2	1,0	0,0	1,6	2,9	-0,3	-1,5	3,1	3,7	0,9	1,2	0,4
2° trim.	106,8	0,2	-0,4	-0,5	1,1	-0,5	-2,4	0,4	3,5	1,2	0,3	0,1

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

	Totale (indice dest.) 2008 = 100)	Totale	Per componente			Per settore di attività			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali <sup>4)</sup>
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi		
in perc. del totale nel 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2011	106,6	2,2	2,0	2,9	3,1	2,5	2,5	2,0	
2012	108,6	1,8	1,9	1,6	2,4	2,3	2,1	2,2	
2012 4° trim.	114,9	1,6	1,6	1,4	2,6	2,0	2,0	2,2	
2013 1° trim.	102,4	1,7	1,8	1,4	3,1	0,9	1,4	2,0	
2° trim.	113,7	0,9	1,1	0,1	1,8	0,7	0,8	1,7	
3° 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 <sup>1)</sup>			
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>									
2009	8.921,5	8.804,3	5.135,4	1.988,5	1.731,1	-50,8	117,2	3.288,8	3.171,6
2010	9.167,6	9.046,5	5.271,3	2.016,4	1.737,8	20,9	121,1	3.784,3	3.663,2
2011	9.424,1	9.294,3	5.414,7	2.029,6	1.792,5	57,5	129,8	4.174,9	4.045,1
2012	9.483,5	9.235,8	5.449,5	2.040,3	1.738,8	7,2	247,8	4.348,2	4.100,4
2012 3° trim.	2.374,8	2.306,6	1.361,8	510,8	433,5	0,5	68,1	1.098,0	1.029,9
4° trim.	2.370,0	2.297,8	1.361,7	510,0	429,1	-3,1	72,2	1.092,3	1.020,1
2013 1° trim.	2.377,8	2.301,9	1.364,1	515,9	420,0	1,9	75,9	1.079,3	1.003,4
2° trim.	2.393,0	2.305,2	1.367,7	516,2	420,4	0,9	87,8	1.098,8	1.011,0
3° trim.	2.397,1	2.316,9	1.372,8	518,1	423,0	2,9	80,3	1.098,0	1.017,7
<i>in percentuale del PIL</i>									
2012	100,0	97,4	57,5	21,5	18,3	0,1	2,6	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2012 3° trim.	-0,1	-0,4	-0,1	-0,2	-0,6	-	-	0,7	0,3
4° trim.	-0,5	-0,7	-0,5	0,0	-1,2	-	-	-0,5	-0,9
2013 1° trim.	-0,2	-0,3	-0,1	0,3	-1,9	-	-	-1,0	-1,2
2° trim.	0,3	0,0	0,1	0,0	0,2	-	-	2,1	1,6
3° trim.	0,1	0,4	0,1	0,2	0,4	-	-	0,2	1,0
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2009	-4,4	-3,7	-1,0	2,6	-12,8	-	-	-12,4	-10,9
2010	2,0	1,2	1,0	0,6	-0,4	-	-	11,6	10,0
2011	1,6	0,7	0,3	-0,1	1,6	-	-	6,5	4,5
2012	-0,7	-2,2	-1,4	-0,5	-4,1	-	-	2,5	-1,0
2012 3° trim.	-0,7	-2,5	-1,6	-0,6	-4,2	-	-	2,8	-1,1
4° trim.	-1,0	-2,3	-1,5	-0,7	-4,8	-	-	1,9	-0,8
2013 1° trim.	-1,2	-2,1	-1,2	-0,1	-5,6	-	-	0,1	-2,0
2° trim.	-0,6	-1,3	-0,6	0,2	-3,5	-	-	1,3	-0,3
3° trim.	-0,4	-0,5	-0,4	0,6	-2,5	-	-	0,8	0,5
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>									
2012 3° trim.	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,2	-	-
4° trim.	-0,5	-0,7	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	0,1	-	-
2013 1° trim.	-0,2	-0,3	-0,1	0,1	-0,4	0,1	0,1	-	-
2° trim.	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,3	-	-
3° trim.	0,1	0,4	0,0	0,0	0,1	0,3	-0,3	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>									
2009	-4,4	-3,7	-0,5	0,5	-2,7	-1,0	-0,7	-	-
2010	2,0	1,2	0,6	0,1	-0,1	0,6	0,7	-	-
2011	1,6	0,7	0,2	0,0	0,3	0,3	0,9	-	-
2012	-0,7	-2,2	-0,8	-0,1	-0,8	-0,5	1,5	-	-
2012 3° trim.	-0,7	-2,4	-0,9	-0,1	-0,8	-0,6	1,7	-	-
4° trim.	-1,0	-2,2	-0,8	-0,2	-0,9	-0,3	1,2	-	-
2013 1° trim.	-1,2	-2,1	-0,7	0,0	-1,0	-0,3	0,9	-	-
2° trim.	-0,6	-1,3	-0,3	0,0	-0,6	-0,4	0,7	-	-
3° trim.	-0,4	-0,5	-0,2	0,1	-0,5	0,0	0,2	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

## 5.2 Produzione e domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

### 2. Valore aggiunto per branca di attività economica

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	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	8.028,1	124,0	1.464,6	530,2	1.532,5	369,9	421,2	902,8	806,2	1.581,8	294,8	893,3
2010	8.226,0	136,3	1.578,8	498,3	1.547,7	370,1	438,2	917,6	826,3	1.612,6	300,2	941,6
2011	8.451,6	141,1	1.639,8	501,0	1.589,1	373,7	439,5	963,9	858,4	1.637,5	307,6	972,5
2012	8.506,2	143,4	1.639,9	490,5	1.601,3	369,1	433,2	980,4	876,3	1.658,9	313,2	977,3
2012 3° trim.	2.130,3	35,9	412,3	122,2	400,5	92,3	107,2	245,6	219,9	415,8	78,6	244,5
4° trim.	2.126,9	36,5	409,1	120,9	401,7	91,1	107,5	247,5	220,0	413,8	78,9	243,1
2013 1° trim.	2.133,8	35,7	409,7	119,8	401,4	90,0	109,1	248,2	220,7	420,2	79,1	244,0
2° trim.	2.144,2	35,9	412,9	119,2	403,6	89,5	109,9	249,9	223,3	420,6	79,4	248,8
3° trim.	2.150,4	34,9	413,2	119,6	406,4	88,8	109,3	252,1	224,4	421,4	80,4	246,7
<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 3° trim.	-0,1	-1,4	0,0	-1,1	-0,6	0,1	0,0	0,3	0,3	0,0	0,1	-0,3
4° trim.	-0,5	0,0	-1,6	-1,7	-0,9	-1,1	1,0	0,4	-0,3	0,4	0,2	-1,0
2013 1° trim.	-0,2	0,3	0,0	-1,3	-0,4	-0,6	-0,9	-0,1	0,6	-0,1	-0,4	-0,3
2° trim.	0,3	-0,3	0,5	-0,4	0,5	-0,1	-0,9	0,4	0,9	0,2	-0,1	0,5
3° trim.	0,1	-0,3	0,0	0,0	0,2	-0,8	0,5	0,2	0,2	0,2	0,1	-0,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2009	-4,5	1,2	-12,9	-8,0	-5,1	2,8	0,4	0,4	-7,9	1,5	-0,6	-4,2
2010	2,0	-3,0	9,5	-5,7	0,7	1,8	0,2	-0,2	2,3	1,3	0,4	1,4
2011	1,8	0,4	3,0	-1,6	1,7	3,9	1,5	2,1	2,4	1,1	0,3	0,1
2012	-0,5	-4,8	-1,1	-4,2	-0,8	0,3	-0,6	0,6	0,7	0,1	0,1	-1,9
2012 3° trim.	-0,6	-6,3	-0,8	-3,8	-1,1	0,2	-0,7	0,5	0,8	-0,2	0,1	-1,8
4° trim.	-0,9	-6,4	-1,4	-5,3	-1,7	-1,4	0,9	0,7	0,0	0,2	-0,2	-2,0
2013 1° trim.	-1,0	-3,0	-1,7	-5,3	-2,3	-1,7	0,8	0,7	0,3	0,4	-0,6	-2,6
2° trim.	-0,5	-1,5	-1,0	-4,5	-1,4	-1,7	-0,8	1,0	1,5	0,5	-0,2	-1,0
3° trim.	-0,3	-0,4	-1,1	-3,5	-0,6	-2,6	-0,3	0,9	1,4	0,6	-0,2	-0,8
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2012 3° trim.	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
4° trim.	-0,5	0,0	-0,3	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2013 1° trim.	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
2° trim.	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
3° trim.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2009	-4,5	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	1,8	0,0	0,6	-0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	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 3° trim.	-0,6	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
4° trim.	-0,9	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
2013 1° trim.	-1,0	-0,1	-0,3	-0,3	-0,4	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2° trim.	-0,5	0,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
3° trim.	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## 5.2 Produzione e domanda

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 3. Produzione industriale

	Totale		Industria escluse le costruzioni									Costruzioni	
	in perc. del totale nel 2010	Totale (dest.; indice 2010 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e i beni energetici						Beni energetici		
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo						
							Totale	Durevoli	Non durevoli				
	100,0	79,4	79,4	68,3	67,7	26,7	23,2	17,8	2,3	15,5	11,7	20,6	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2010	4,1	100,0	7,3	7,7	7,8	10,0	9,0	2,8	2,7	2,9	3,9	-7,6	
2011	2,0	103,2	3,2	4,5	4,6	3,8	8,3	0,8	0,6	0,9	-4,7	-2,3	
2012	-3,0	100,8	-2,4	-2,6	-2,8	-4,4	-1,1	-2,4	-4,5	-2,1	-0,2	-5,5	
2012 4° trim.	-3,4	99,2	-3,1	-3,4	-3,7	-5,0	-3,3	-2,0	-5,0	-1,6	-0,3	-4,3	
2013 1° trim.	-2,9	99,5	-2,3	-2,7	-2,9	-3,7	-3,4	-0,9	-4,6	-0,5	0,2	-6,1	
2° trim.	-1,4	100,4	-0,7	-0,6	-0,7	-1,8	0,2	-0,3	-3,9	0,2	-0,9	-4,0	
3° trim.	-1,1	100,2	-0,6	-0,5	-0,4	-0,3	-0,8	-0,3	-3,1	0,1	-1,8	-1,7	
2013 mag.	-1,9	100,1	-1,6	-1,6	-1,8	-2,4	-2,0	-0,7	-6,1	0,2	-0,4	-3,9	
giu.	-0,6	100,7	-0,1	0,2	0,1	-0,9	1,6	-0,4	-1,8	-0,3	-1,7	-2,1	
lug.	-1,6	99,7	-1,8	-1,9	-1,8	-1,3	-2,8	-0,9	-4,1	-0,4	-1,6	-1,8	
ago.	-1,0	100,7	-1,1	-1,1	-0,8	-0,5	-0,4	-1,9	-4,3	-1,6	-3,3	-1,3	
set.	0,7	100,2	1,1	1,2	1,3	0,9	0,8	1,6	-1,3	2,2	-0,5	-0,2	
	<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>												
2013 mag.	-0,4	-	-0,3	-0,4	-0,3	0,5	-1,7	0,3	-2,3	0,6	0,2	0,7	
giu.	0,7	-	0,6	0,9	1,0	0,5	2,1	0,2	4,0	-0,6	-1,3	1,5	
lug.	-0,6	-	-1,0	-1,1	-1,1	-0,5	-1,8	-0,6	-1,4	-0,2	-0,6	0,7	
ago.	1,0	-	1,0	1,1	1,6	0,9	1,9	0,4	-0,1	0,5	-0,6	0,3	
set.	-0,7	-	-0,5	-0,7	-1,1	-0,8	-1,0	-0,2	-2,6	-0,2	1,3	-1,3	

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

	Indicatore dei nuovi ordinativi nell'industria <sup>b)</sup>		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						Carburante	Migliaia (dest.) <sup>2)</sup>	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					
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici				
in perc. del totale nel 2010	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	40,1	51,1	9,4	11,9	8,8			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2010	100,0	17,7	100,0	10,1	2,1	100,0	0,6	0,4	1,3	2,2	0,1	-3,0	843	-8,5
2011	108,6	8,6	109,2	9,1	1,8	99,7	-0,3	-1,0	0,5	1,4	-0,2	-3,3	838	-1,1
2012	104,5	-3,7	108,7	-0,5	0,5	98,0	-1,7	-1,2	-1,7	-4,1	-2,6	-5,2	743	-11,0
2012 4° trim.	103,2	-2,4	107,2	-1,7	-0,8	96,8	-2,6	-2,0	-2,8	-4,6	-4,3	-5,8	709	-14,1
2013 1° trim.	102,5	-2,6	106,9	-2,7	-1,3	97,1	-2,0	-1,6	-2,1	-3,5	-4,6	-3,7	688	-11,3
2° trim.	103,4	-1,6	106,7	-2,0	-0,3	97,3	-0,8	-1,7	0,1	2,2	-3,0	-0,8	709	-7,2
3° trim.	105,4	0,7	107,4	-1,1	0,1	97,7	-0,2	-0,6	0,2	1,9	-2,7	-0,1	705	-2,0
2013 giu.	104,2	0,0	106,9	-1,1	-0,7	97,1	-1,3	-1,8	-0,5	2,8	-3,8	-2,3	712	-7,2
lug.	103,6	-1,2	106,5	-1,9	0,1	97,5	-0,7	0,1	-1,0	1,2	-3,8	-1,4	703	-0,1
ago.	105,1	-0,4	108,3	-1,9	0,0	98,1	-0,1	-0,6	0,3	3,7	-2,9	-0,3	708	-4,1
set.	107,5	3,7	107,4	0,4	0,1	97,5	0,3	-1,3	1,3	1,1	-1,4	1,5	706	-2,5
ott.	-	-	-	-	-0,4	97,3	-0,1	-0,1	-0,6	-	-	1,7	723	4,2
	<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2013 giu.	-	0,8	-	0,4	-0,7	-	-0,8	-0,6	-0,8	1,2	-1,1	0,6	-	1,1
lug.	-	-0,6	-	-0,4	0,4	-	0,4	1,1	0,4	-0,1	0,2	-0,1	-	-1,3
ago.	-	1,4	-	1,7	0,5	-	0,6	-0,1	0,5	1,2	0,2	-0,1	-	0,7
set.	-	2,3	-	-0,9	-0,6	-	-0,6	-0,9	-0,1	-1,3	0,4	-0,3	-	-0,3
ott.	-	-	-	-	-0,3	-	-0,2	0,7	-0,8	-	-	-1,1	-	2,4

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 Vincez, I., "Introducing the ECB indicator on euro area industrial new orders", *Occasional Paper Series*, n. 149, BCE Francoforte sul Meno, giugno 2013.

2) I dati annuali e trimestrali sono medie di quelli mensili nel periodo considerato.

**5.2 Produzione e domanda**

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

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

	Indice del clima economico <sup>2)</sup> (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera					Clima di fiducia delle famiglie				
		Clima di fiducia				Capacità utilizzata <sup>3)</sup> (in perc.)	Totale <sup>4)</sup>	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale <sup>4)</sup>	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2009	80,7	-28,7	-56,6	14,8	-14,9	71,0	-24,8	-7,0	-26,1	55,3	-10,7
2010	101,1	-4,5	-24,2	1,0	11,6	77,1	-14,2	-5,3	-12,3	31,2	-8,0
2011	101,8	0,2	-6,4	2,3	9,4	80,6	-14,5	-7,4	-18,1	23,2	-9,1
2012	90,4	-11,7	-24,3	6,8	-4,0	78,6	-22,3	-11,2	-27,6	38,4	-12,0
2012 3° trim.	87,4	-14,9	-28,6	8,1	-8,1	77,7	-23,8	-11,8	-30,4	40,7	-12,4
4° trim.	86,8	-15,4	-32,0	6,8	-7,4	77,4	-26,2	-12,9	-31,7	46,3	-13,7
2013 1° trim.	90,1	-12,2	-29,6	5,4	-1,6	77,5	-23,7	-11,4	-27,3	42,6	-13,3
2° trim.	89,8	-12,6	-30,9	6,1	-0,9	77,9	-20,9	-10,2	-24,9	35,9	-12,8
3° trim.	94,9	-8,3	-24,9	4,5	4,4	78,4	-16,0	-8,0	-16,8	29,8	-9,3
2013 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.	95,3	-7,8	-23,8	4,4	4,6	-	-15,6	-8,0	-15,8	30,4	-8,2
set.	96,9	-6,6	-23,2	3,7	7,0	-	-14,9	-7,2	-13,6	28,6	-10,3
ott.	97,7	-5,0	-21,2	3,3	9,4	78,4	-14,5	-7,2	-11,7	29,3	-9,6
nov.	98,5	-3,9	-17,9	3,5	9,8	-	-15,4	-6,1	-13,5	31,4	-10,6

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale <sup>4)</sup>	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale <sup>4)</sup>	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale <sup>4)</sup>	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2009	-33,1	-42,1	-24,1	-15,5	-21,4	9,8	-15,4	-16,1	-21,2	-18,0	-9,3
2010	-28,7	-39,4	-18,2	-4,1	-6,6	7,2	1,6	4,0	1,5	3,1	7,3
2011	-26,2	-33,9	-18,5	-5,4	-5,6	11,1	0,6	5,3	2,2	5,3	8,3
2012	-28,4	-34,9	-22,0	-15,2	-18,9	14,2	-12,6	-6,9	-11,9	-7,8	-1,1
2012 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
3° trim.	-31,5	-40,1	-22,9	-10,5	-16,7	8,6	-6,1	-5,4	-8,2	-8,7	0,8
2013 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.	-33,2	-41,9	-24,6	-10,6	-17,8	8,3	-5,6	-5,2	-7,6	-8,4	0,5
set.	-28,8	-37,2	-20,3	-6,9	-11,3	7,1	-2,3	-3,2	-5,5	-7,3	3,1
ott.	-29,7	-39,5	-20,0	-7,8	-11,4	5,5	-6,5	-3,7	-6,7	-7,0	2,6
nov.	-30,6	-39,8	-21,4	-7,7	-11,2	7,7	-4,1	-0,8	-4,0	-2,7	4,5

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

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

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

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

### 1. Occupazione

	Per status occupazionale			Per settore di attività									
	Totale	Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Ammin. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Persone occupate</b>													
<i>livelli (migliaia)</i>													
2012	146.203	124.966	21.238	4.979	22.962	9.484	35.933	4.045	4.060	1.282	18.262	34.378	10.820
<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	-3,9	-0,5	-1,7	-1,0	0,1	2,0	1,0	0,6
2011	0,3	0,3	-0,2	-1,9	0,1	-3,8	0,7	1,3	-0,4	0,5	2,5	0,3	0,1
2012	-0,7	-0,7	-0,1	-1,9	-1,0	-4,7	-0,8	1,2	-0,4	-0,3	0,7	-0,3	0,7
2012 3° trim.	-0,6	-0,8	0,5	-1,8	-1,1	-5,0	-0,9	1,1	-0,5	0,2	1,3	-0,4	1,5
4° trim.	-0,7	-0,9	-0,1	-2,1	-1,4	-5,0	-1,0	1,6	-0,8	-1,1	0,5	-0,2	1,4
2013 1° trim.	-1,0	-1,0	-1,0	-3,1	-1,6	-5,6	-1,1	0,6	-1,2	-1,5	0,3	-0,2	0,5
2° trim.	-1,0	-1,0	-0,6	-1,7	-1,5	-6,2	-1,0	0,4	-1,2	-2,1	0,3	-0,1	0,3
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
2012 3° trim.	-0,1	-0,1	-0,2	-0,8	-0,1	-1,9	-0,2	-0,3	-0,7	-1,2	0,8	-0,1	0,6
4° trim.	-0,3	-0,4	-0,1	-0,8	-0,6	-1,6	-0,4	0,7	-0,1	-0,6	-0,3	0,1	-0,2
2013 1° trim.	-0,4	-0,5	-0,3	-1,6	-0,5	-1,7	-0,3	-0,2	-0,2	-0,7	-0,6	-0,1	0,0
2° trim.	-0,1	-0,1	0,0	1,5	-0,3	-1,2	-0,1	0,2	-0,3	0,4	0,3	0,0	-0,1
<b>Ore lavorate</b>													
<i>livelli (milioni)</i>													
2012	229.533	184.662	44.871	9.926	36.041	16.501	59.723	6.478	6.391	1.969	28.417	48.898	15.190
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2012	100,0	80,5	19,5	4,3	15,7	7,2	26,0	2,8	2,8	0,9	12,4	21,3	6,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2010	0,0	0,1	-0,5	-1,2	-0,4	-4,0	-0,3	-0,9	-0,6	1,2	2,7	0,9	0,3
2011	0,3	0,5	-0,7	-3,1	0,8	-3,9	0,5	1,4	-0,3	1,2	2,8	0,5	0,1
2012	-1,5	-1,5	-1,3	-2,9	-2,1	-6,1	-1,7	0,5	-0,9	-1,1	0,3	-0,6	-0,1
2012 3° trim.	-1,3	-1,6	-0,3	-2,4	-2,4	-6,5	-1,4	0,8	-1,0	-0,3	1,2	-0,8	0,7
4° trim.	-1,6	-1,6	-1,6	-2,9	-2,5	-6,2	-2,0	0,7	-1,6	-2,1	-0,1	-0,2	0,4
2013 1° trim.	-2,2	-2,2	-2,0	-3,0	-3,3	-8,0	-2,0	-0,2	-2,3	-2,9	-0,6	-0,8	-1,1
2° trim.	-0,7	-0,9	-0,3	-1,1	-0,5	-5,5	-0,9	0,7	-1,2	-2,5	0,3	0,2	-0,3
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
2012 3° trim.	0,2	0,0	0,8	-0,7	0,1	-1,3	0,3	0,2	-0,3	-1,3	1,2	0,1	1,0
4° trim.	-0,7	-0,6	-1,2	-0,7	-0,8	-1,9	-1,1	-0,1	-0,7	-1,5	-0,7	0,2	-0,8
2013 1° trim.	-0,9	-0,9	-0,8	-0,4	-1,1	-2,4	-0,7	-0,2	-0,5	-0,9	-0,9	-0,6	-0,5
2° trim.	0,6	0,6	1,0	0,7	1,3	0,0	0,6	0,8	0,3	1,2	0,7	0,5	0,1
<b>Ore lavorate per persona occupata</b>													
<i>livelli (migliaia)</i>													
2012	1.570	1.478	2.113	1.994	1.570	1.740	1.662	1.602	1.574	1.536	1.556	1.422	1.404
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2010	0,5	0,6	0,0	-0,2	2,5	-0,1	0,2	0,8	0,5	1,1	0,7	0,0	-0,3
2011	0,0	0,2	-0,5	-1,2	0,7	-0,2	-0,2	0,2	0,2	0,8	0,2	0,2	0,0
2012	-0,8	-0,8	-1,2	-1,0	-1,1	-1,5	-0,8	-0,8	-0,5	-0,8	-0,3	-0,3	-0,8
2012 3° trim.	-0,7	-0,8	-0,8	-0,6	-1,3	-1,6	-0,5	-0,3	-0,4	-0,5	-0,1	-0,4	-0,7
4° trim.	-0,8	-0,7	-1,5	-0,8	-1,1	-1,3	-1,0	-0,9	-0,8	-1,1	-0,6	-0,1	-1,0
2013 1° trim.	-1,2	-1,2	-1,1	0,1	-1,7	-2,5	-0,9	-0,7	-1,1	-1,4	-0,9	-0,6	-1,6
2° trim.	0,2	0,2	0,4	0,6	1,0	0,7	0,1	0,3	0,0	-0,4	0,0	0,3	-0,6
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
2012 3° trim.	0,3	0,1	1,1	0,1	0,2	0,5	0,5	0,5	0,4	-0,1	0,4	0,2	0,3
4° trim.	-0,4	-0,2	-1,2	0,1	-0,2	-0,3	-0,8	-0,8	-0,6	-0,9	-0,4	0,1	-0,6
2013 1° trim.	-0,4	-0,4	-0,5	1,2	-0,7	-0,7	-0,4	0,0	-0,3	-0,2	-0,3	-0,5	-0,5
2° trim.	0,7	0,6	1,0	-0,8	1,6	1,2	0,8	0,6	0,5	0,8	0,4	0,5	0,1

Fonte: elaborazioni della BCE basate sui dati Eurostat.

1) I dati relativi all'occupazione si basano sul SEC 95.

## 5.3 Mercato del lavoro

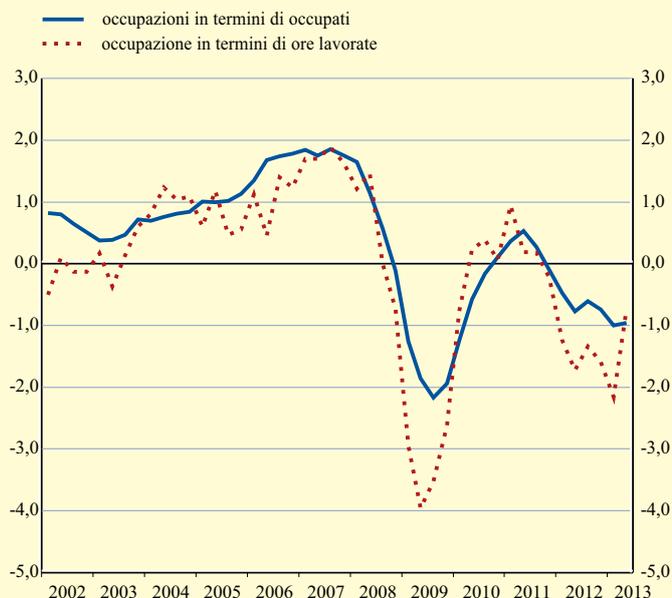
(dati destagionalizzati salvo diversa indicazione)

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

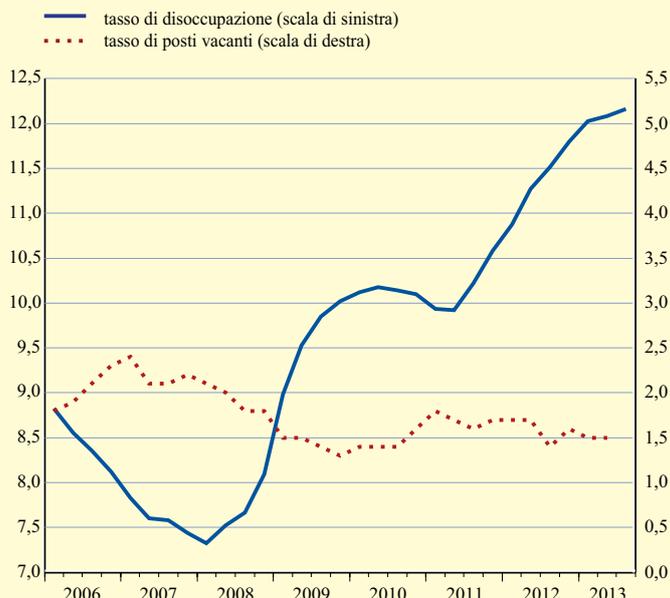
	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti <sup>2)</sup>	
	Totale		Per età <sup>3)</sup>				Per genere <sup>4)</sup>					in perc. del totale dei posti di lavoro
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine			
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro		
in perc. del totale nel 2010	100,0		79,5		20,5		54,0		46,0			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2009	15,052	9,6	11,766	8,4	3,286	20,3	8,144	9,4	6,908	9,8	1,4	
2010	15,931	10,1	12,653	8,9	3,278	20,9	8,603	10,0	7,327	10,3	1,5	
2011	16,031	10,2	12,826	9,0	3,205	20,9	8,541	9,9	7,490	10,5	1,7	
2012	18,057	11,4	14,576	10,1	3,481	23,1	9,693	11,2	8,364	11,6	1,6	
2012 3° trim.	18,322	11,5	14,800	10,3	3,521	23,4	9,837	11,4	8,484	11,7	1,4	
4° trim.	18,764	11,8	15,190	10,5	3,574	23,8	10,054	11,6	8,710	12,0	1,6	
2013 1° trim.	19,102	12,0	15,521	10,8	3,581	24,0	10,258	11,9	8,844	12,2	1,5	
2° trim.	19,223	12,1	15,684	10,9	3,539	23,9	10,319	12,0	8,903	12,2	1,5	
3° trim.	19,383	12,2	15,850	11,0	3,532	24,0	10,462	12,1	8,921	12,2	.	
2013 mag.	19,179	12,1	15,627	10,8	3,552	23,9	10,274	11,9	8,905	12,2	-	
giu.	19,228	12,1	15,697	10,9	3,531	23,8	10,317	12,0	8,911	12,2	-	
lug.	19,261	12,1	15,728	10,9	3,533	23,9	10,367	12,0	8,893	12,2	-	
ago.	19,314	12,1	15,791	10,9	3,523	24,0	10,414	12,0	8,900	12,2	-	
set.	19,387	12,2	15,861	11,0	3,526	24,0	10,474	12,1	8,913	12,2	-	
ott.	19,447	12,2	15,899	11,0	3,548	24,1	10,497	12,1	8,950	12,3	-	

### F28 Occupazione: occupati e ore lavorate

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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



Fonte: Eurostat.

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



## FINANZA PUBBLICA

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

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

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
		Imposte dirette		Imposte indirette		Riscosse da istituzioni dell'UE		Contributi sociali		Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale			
		Famiglie	Imprese			Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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	40,8
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	44,6	11,6	8,9	2,5	13,0	0,3	15,7	8,2	4,5	2,6	0,3	0,3	40,5
2011	45,4	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 <sup>3)</sup>	
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE			
											A carico delle istituzioni dell'UE			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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	1,7	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	43,0
2008	47,2	43,3	10,3	5,2	3,0	24,8	21,9	1,6	0,4	3,9	2,6	1,3	0,0	44,2
2009	51,3	47,0	11,1	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	27,3	24,2	1,8	0,4	4,4	2,6	1,9	0,0	48,2
2011	49,5	46,0	10,6	5,5	3,0	26,8	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	46,8

#### 3. Area dell'euro: disavanzo/avanzo, disavanzo/avanzo primario e consumi pubblici

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo primario (+)	Consumi pubblici <sup>4)</sup>							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	13,8	
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 (+) <sup>5)</sup>

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2009	-5,6	-3,1	-2,0	-13,7	-15,7	-11,1	-7,5	-5,5	-6,1	-0,7	-3,7	-5,6	-4,1	-10,2	-6,3	-8,0	-2,5
2010	-3,7	-4,2	0,2	-30,6	-10,7	-9,6	-7,1	-4,5	-5,3	-0,8	-3,5	-5,1	-4,5	-9,8	-5,9	-7,7	-2,5
2011	-3,7	-0,8	1,1	-13,1	-9,5	-9,6	-5,3	-3,8	-6,3	0,1	-2,8	-4,3	-2,5	-4,3	-6,3	-5,1	-0,7
2012	-4,0	0,1	-0,2	-8,2	-9,0	-10,6	-4,8	-3,0	-6,4	-0,6	-3,3	-4,1	-2,5	-6,4	-3,8	-4,5	-1,8

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 <sup>1)</sup>**

(in percentuale del PIL)

**1. Area dell'euro: per strumento finanziario e settore detentore**

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				Altri creditori <sup>3)</sup>
		Bancnote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>2)</sup>			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	60,3	40,5	24,4	10,6	5,6	44,9
2011	87,3	2,4	15,4	7,4	62,1	42,7	24,5	11,4	6,8	44,6
2012	90,6	2,6	17,3	6,8	64,0	45,6	26,5	12,6	6,5	45,1

**2. Area dell'euro: per emittente, scadenza e valuta di denominazione**

	Totale	Emesso da <sup>4)</sup>				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute
2003	69,2	56,7	6,5	5,1	1,0	7,9	61,4	5,0	14,9	26,1	28,3	68,4	0,9
2004	69,7	56,7	6,6	5,1	1,3	7,7	62,0	4,7	14,7	26,3	28,6	68,7	1,0
2005	70,5	57,2	6,7	5,2	1,4	7,8	62,8	4,6	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	68,0	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	69,2	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	69,3	8,4	5,9	1,9	13,0	72,4	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	6,1	20,8	30,4	36,1	85,6	1,7
2012	90,6	73,6	8,8	6,0	2,3	11,7	78,9	7,3	20,0	32,2	38,4	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	7,1	64,4	129,7	54,0	79,2	116,4	58,5	15,5	66,5	60,8	69,2	83,7	35,2	35,6	43,5
2010	95,7	82,5	6,7	91,2	148,3	61,7	82,4	119,3	61,3	19,5	66,8	63,4	72,3	94,0	38,7	41,0	48,7
2011	98,0	80,0	6,1	104,1	170,3	70,5	85,8	120,7	71,5	18,7	69,5	65,7	72,8	108,2	47,1	43,4	49,2
2012	99,8	81,0	9,8	117,4	156,9	86,0	90,2	127,0	86,6	21,7	71,3	71,3	74,0	124,1	54,4	52,4	53,6

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 <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro: per fonte, strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Fonte della variazione			Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori <sup>6)</sup>
		Fabbisogno <sup>2)</sup>	Effetti di rivalutazione <sup>3)</sup>	Altre variazioni in volume <sup>4)</sup>	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>5)</sup>	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	3,6	1,6	3,4
2011	4,2	4,0	0,1	0,0	0,0	0,4	0,2	3,5	3,3	0,8	1,1	0,9
2012	3,9	5,3	-1,4	0,0	0,2	2,0	-0,5	2,2	3,1	2,1	1,2	0,7

### 2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

Variazione del debito	Disavanzo (-)/avanzo (+)	Raccordo disavanzo-debito <sup>7)</sup>											Altro <sup>8)</sup>	
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume		
			Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli <sup>9)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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	3,1	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	3,9	-3,7	0,2	1,3	0,2	0,5	0,0	0,6	-0,2	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 <sup>1)</sup>**  
(in percentuale del PIL)

**1. Area dell'euro: entrate trimestrali**

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	Imposte in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2007 2° trim.	45,8	45,3	13,1	12,9	15,0	2,2	1,4	0,4	0,3	41,2
3° trim.	43,7	43,2	12,3	12,4	14,8	2,2	0,7	0,5	0,3	39,7
4° trim.	49,2	48,6	14,7	13,8	15,7	2,5	1,0	0,6	0,3	44,5
2008 1° trim.	42,4	42,1	10,9	12,3	14,8	2,2	1,1	0,3	0,2	38,3
2° trim.	45,3	44,9	12,9	12,3	15,1	2,3	1,5	0,4	0,3	40,6
3° trim.	43,4	43,0	12,1	12,1	15,0	2,3	0,8	0,4	0,3	39,5
4° trim.	48,7	48,2	13,9	13,4	16,4	2,6	1,1	0,5	0,3	43,8
2009 1° trim.	42,5	42,4	10,5	12,0	15,6	2,4	1,1	0,1	0,2	38,3
2° trim.	45,3	44,8	11,9	12,5	15,7	2,5	1,4	0,6	0,5	40,5
3° trim.	42,9	42,5	10,9	12,0	15,5	2,5	0,7	0,3	0,3	38,8
4° trim.	48,6	47,8	12,9	13,6	16,4	2,7	1,0	0,8	0,5	43,5
2010 1° trim.	42,5	42,3	10,2	12,3	15,5	2,4	0,9	0,2	0,3	38,3
2° trim.	45,2	44,8	11,9	12,7	15,4	2,6	1,3	0,5	0,3	40,3
3° trim.	43,1	42,8	10,9	12,5	15,3	2,5	0,7	0,3	0,3	39,0
4° trim.	48,3	47,6	13,1	13,2	16,4	2,9	1,0	0,7	0,3	43,1
2011 1° trim.	43,1	42,9	10,7	12,6	15,3	2,5	1,0	0,3	0,3	38,9
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	39,6
4° trim.	49,0	48,0	13,4	13,2	16,7	2,8	1,0	1,1	0,4	43,6
2012 1° trim.	43,7	43,4	11,0	12,8	15,4	2,5	1,0	0,3	0,2	39,4
2° trim.	46,3	45,9	12,6	12,8	15,6	2,6	1,4	0,3	0,3	41,4
3° trim.	44,7	44,3	11,9	12,7	15,5	2,6	0,8	0,4	0,3	40,4
4° trim.	50,2	49,5	14,1	13,6	17,0	2,9	1,0	0,7	0,3	44,9
2013 1° trim.	44,0	43,8	11,2	12,6	15,7	2,5	1,0	0,2	0,3	39,7
2° trim.	47,3	46,8	13,2	12,9	15,7	2,6	1,4	0,5	0,4	42,3

**2. Area dell'euro: spese e disavanzo/avanzo trimestrali**

	Totale	Spese correnti						Spese in conto capitale			Disavanzo (-)/ avanzo (+)	Disavanzo (-)/ avanzo primario (+)	
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali		Investimenti	Trasferimenti in conto capitale			
							Sussidi						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2007 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	-0,9	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	-0,1	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	-0,7	2,6
3° trim.	45,7	42,0	9,8	5,0	3,0	24,4	21,2	1,2	3,7	2,7	1,0	-2,3	0,6
4° trim.	51,3	46,7	11,2	6,3	2,9	26,3	22,3	1,4	4,6	2,9	1,6	-2,6	0,3
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	-6,8	-4,0
2° trim.	50,7	46,5	11,1	5,5	3,0	26,9	23,3	1,3	4,2	2,8	1,3	-5,4	-2,3
3° trim.	50,0	46,0	10,5	5,5	2,8	27,1	23,5	1,3	4,1	2,9	1,1	-7,2	-4,4
4° trim.	54,7	49,8	11,8	6,7	2,8	28,5	24,0	1,5	4,9	3,0	1,8	-6,1	-3,3
2010 1° trim.	50,5	46,5	10,8	5,1	2,7	27,9	23,6	1,4	3,9	2,4	1,6	-8,0	-5,3
2° trim.	49,6	46,1	11,0	5,5	3,0	26,7	23,2	1,3	3,5	2,5	1,1	-4,4	-1,4
3° trim.	50,5	45,2	10,3	5,4	2,7	26,9	23,2	1,3	5,2	2,6	2,7	-7,4	-4,7
4° trim.	53,5	48,8	11,5	6,7	2,9	27,8	23,7	1,5	4,7	2,7	2,0	-5,1	-2,2
2011 1° trim.	48,5	45,4	10,4	4,9	2,9	27,1	23,1	1,3	3,1	2,2	1,0	-5,4	-2,5
2° trim.	48,6	45,3	10,6	5,3	3,2	26,2	22,8	1,2	3,3	2,3	0,9	-3,2	0,0
3° trim.	48,0	44,5	10,0	5,2	2,9	26,4	22,9	1,2	3,5	2,3	1,1	-4,3	-1,4
4° trim.	52,8	48,7	11,2	6,6	3,2	27,7	23,7	1,5	4,0	2,5	1,8	-3,7	-0,5
2012 1° trim.	48,1	45,4	10,3	4,9	3,0	27,3	23,3	1,2	2,7	1,9	0,8	-4,4	-1,5
2° trim.	49,1	45,8	10,6	5,3	3,3	26,7	23,2	1,2	3,3	2,1	1,2	-2,9	0,5
3° trim.	48,4	44,9	10,0	5,3	2,9	26,7	23,3	1,2	3,6	2,2	1,3	-3,7	-0,8
4° trim.	53,9	48,9	11,0	6,5	3,2	28,1	24,1	1,4	5,1	2,3	2,8	-3,8	-0,6
2013 1° trim.	48,9	46,2	10,4	4,9	2,8	28,0	23,8	1,2	2,7	1,8	1,1	-4,9	-2,1
2° trim.	49,6	46,1	10,5	5,3	3,2	27,2	23,6	1,2	3,4	2,0	1,4	-2,3	0,9

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 <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario <sup>2)</sup>

	Totale	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine
	1	2	3	4	5
2010 3° trim.	83,0	2,4	13,4	7,9	59,3
4° trim.	85,4	2,4	15,4	7,3	60,3
2011 1° trim.	86,3	2,4	15,2	7,4	61,2
2° trim.	87,2	2,4	14,9	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	62,4
2° trim.	89,9	2,5	16,7	7,3	63,4
3° trim.	90,0	2,5	16,5	7,2	63,7
4° trim.	90,6	2,6	17,3	6,8	64,0
2013 1° trim.	92,3	2,6	16,9	7,1	65,8
2° trim.	93,4	2,5	16,9	6,9	67,1

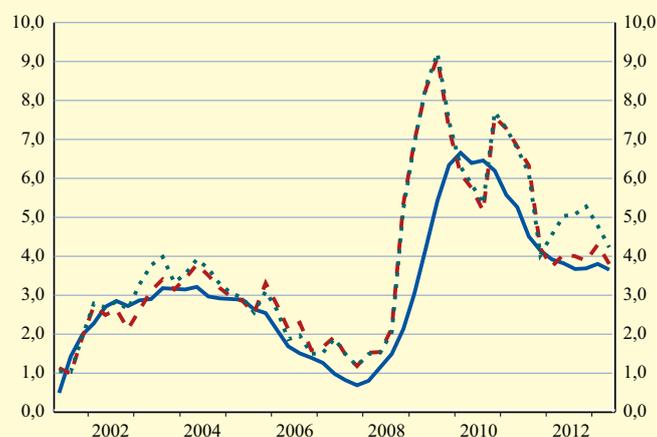
### 2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	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 3° trim.	2,8	-7,4	-4,6	-2,9	-2,3	-0,6	0,0	0,1	0,0	-1,7	2,8
4° trim.	11,6	-5,1	6,5	5,7	-0,4	1,7	4,4	0,0	0,0	0,8	11,6
2011 1° trim.	6,9	-5,4	1,5	0,7	2,1	-0,8	-0,6	-0,1	0,2	0,6	6,7
2° trim.	5,9	-3,2	2,7	2,5	2,8	0,5	-0,3	-0,5	0,1	0,0	5,8
3° trim.	0,9	-4,3	-3,4	-3,7	-3,6	-0,5	0,2	0,2	0,5	-0,2	0,4
4° trim.	3,2	-3,7	-0,5	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	-0,2	0,2	3,4
2012 1° trim.	5,0	-4,4	0,5	3,5	4,2	-0,1	-0,6	0,0	-3,8	0,8	8,7
2° trim.	7,1	-2,9	4,3	4,0	1,6	1,0	0,6	0,7	-0,5	0,9	7,7
3° trim.	0,7	-3,7	-3,0	-2,0	-2,1	0,5	-0,6	0,1	0,1	-1,0	0,6
4° trim.	2,8	-3,8	-1,0	-0,3	-2,7	0,5	0,4	1,5	-1,3	0,7	4,1
2013 1° trim.	6,6	-4,9	1,8	1,8	1,4	0,1	-0,2	0,5	-0,1	0,0	6,7
2° trim.	5,2	-2,3	2,9	3,7	3,1	0,8	0,0	-0,2	-0,3	-0,5	5,5

### F30 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito

(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)

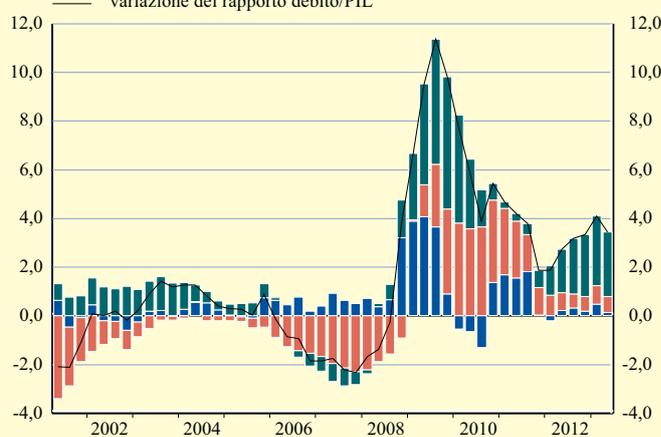
— disavanzo  
- - - variazione del debito  
... fabbisogno



### 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

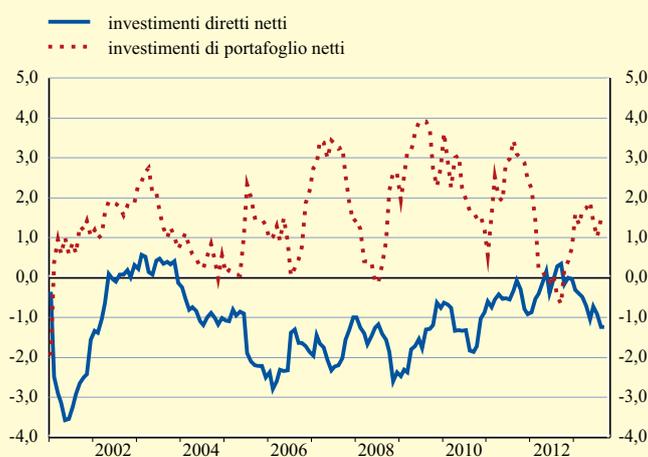
### 7.1 Bilancia dei pagamenti <sup>1)</sup> (miliardi di euro; transazioni nette)

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario						Errori e omissioni
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2010	5,3	15,6	60,4	38,0	-108,7	5,5	10,8	6,0	-79,0	109,2	10,3	-24,0	-10,5	-16,8
2011	8,2	2,3	72,7	39,4	-106,3	11,0	19,2	-44,2	-85,8	231,1	-5,3	-173,9	-10,3	25,0
2012	126,2	94,9	88,7	49,3	-106,8	5,0	131,2	-140,9	-3,6	72,3	3,4	-199,2	-13,9	9,8
2012 3° trim.	43,5	29,8	25,5	17,4	-29,3	3,8	47,2	-39,7	30,9	-22,7	-2,9	-45,0	-0,1	-7,5
4° trim.	61,9	35,0	22,1	18,7	-14,0	6,3	68,2	-100,2	-27,6	72,9	25,4	-168,1	-2,8	32,0
2013 1° trim.	24,6	30,7	17,5	18,5	-42,1	1,8	26,4	-25,1	-24,0	16,5	8,4	-26,0	0,0	-1,2
2° trim.	52,8	52,1	28,6	3,8	-31,7	5,3	58,1	-56,3	-48,7	67,1	2,4	-75,9	-1,1	-1,8
3° trim.	52,6	41,6	28,9	13,8	-31,7	4,2	56,8	-61,7	-17,3	-21,6	9,5	-29,4	-2,9	4,9
2012 set.	12,3	9,9	8,5	4,7	-10,9	1,6	13,9	-19,6	-6,9	0,1	-3,9	-9,9	1,0	5,8
ott.	13,7	10,5	7,0	5,0	-8,8	2,3	16,0	-27,1	-50,5	59,8	9,8	-43,5	-2,6	11,1
nov.	20,9	13,4	5,6	6,7	-4,8	2,2	23,1	-34,5	19,2	17,4	6,2	-76,3	-1,0	11,4
dic.	27,3	11,1	9,6	7,0	-0,4	1,7	29,1	-38,5	3,8	-4,3	9,5	-48,3	0,8	9,5
2013 gen.	-6,8	-2,7	4,5	4,7	-13,3	0,1	-6,7	4,7	-10,9	26,9	4,6	-11,1	-4,8	2,0
feb.	9,0	11,2	5,9	7,7	-15,9	1,1	10,1	-11,1	2,2	-13,9	2,7	-4,6	2,6	0,9
mar.	22,4	22,2	7,1	6,1	-13,0	0,5	22,9	-18,8	-15,3	3,6	1,1	-10,4	2,3	-4,2
apr.	13,9	16,4	7,9	0,6	-11,1	1,8	15,7	-18,4	-12,2	-0,2	-5,6	-0,5	0,0	2,8
mag.	9,9	17,2	8,5	-5,8	-10,0	2,5	12,4	-11,9	-15,9	38,7	-7,3	-26,9	-0,6	-0,5
giu.	29,1	18,5	12,2	9,0	-10,6	1,0	30,1	-26,0	-20,7	28,6	15,3	-48,6	-0,6	-4,1
lug.	26,1	19,7	11,4	4,5	-9,5	2,3	28,4	-29,6	-2,9	-41,5	-0,7	15,1	0,3	1,2
ago.	12,4	8,3	8,0	7,6	-11,4	1,4	13,8	-13,9	-7,2	24,5	7,0	-36,3	-2,0	0,1
set.	14,0	13,7	9,5	1,7	-10,9	0,5	14,6	-18,1	-7,3	-4,6	3,2	-8,2	-1,2	3,5
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2013 set.	191,9	159,4	97,2	54,8	-119,5	17,6	209,5	-243,3	-117,6	135,0	45,6	-299,4	-6,9	33,8
<i>flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>														
2013 set.	2,0	1,7	1,0	0,6	-1,3	0,2	2,2	-2,6	-1,2	1,4	0,5	-3,1	-0,1	0,4

### 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

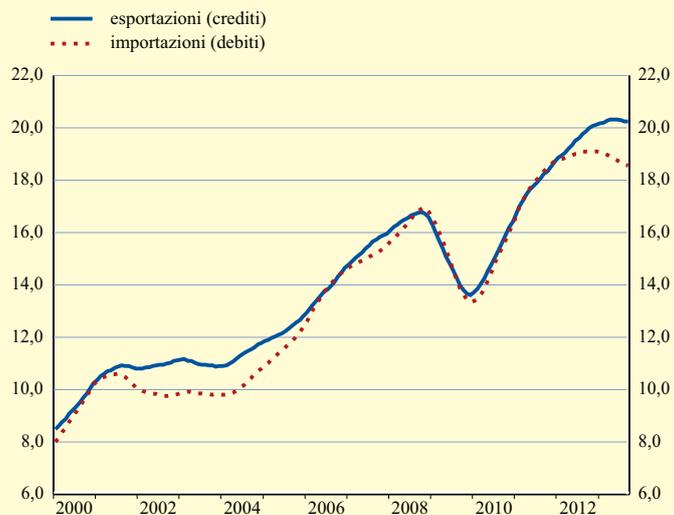
(miliardi di euro; transazioni)

### 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	2.706,4	2.701,1	5,3	1.576,1	1.560,5	544,4	484,0	497,8	459,7	88,2	6,3	197,0	26,3	20,2	14,7	
2011	3.018,1	3.009,9	8,2	1.789,1	1.786,7	584,3	511,6	549,9	510,5	94,8	6,5	201,1	27,2	25,2	14,2	
2012	3.179,0	3.052,7	126,2	1.919,5	1.824,6	626,6	537,9	535,5	486,1	97,3	6,8	204,1	26,0	28,8	23,8	
2012 3° trim.	796,2	752,7	43,5	480,7	450,9	166,9	141,3	131,4	114,0	17,2	1,9	46,4	6,6	6,9	3,2	
4° trim.	816,5	754,6	61,9	489,5	454,5	161,8	139,7	131,9	113,1	33,3	1,7	47,3	6,7	10,7	4,5	
2013 1° trim.	765,2	740,6	24,6	470,6	439,9	144,9	127,3	122,0	103,5	27,8	1,6	69,9	5,9	5,9	4,2	
2° trim.	808,9	756,1	52,8	489,7	437,6	164,1	135,5	135,2	131,4	19,8	1,9	51,5	6,2	7,6	2,2	
3° trim.	793,1	740,5	52,6	479,0	437,4	171,1	142,2	124,2	110,4	18,8	-	50,6	-	6,3	2,0	
2013 lug.	276,9	250,7	26,1	168,1	148,4	58,5	47,1	42,5	38,0	7,8	-	17,3	-	3,1	0,8	
ago.	248,3	235,9	12,4	147,7	139,4	55,0	47,0	40,6	33,0	5,0	-	16,4	-	2,1	0,7	
set.	268,0	253,9	14,0	163,3	149,6	57,6	48,1	41,1	39,4	6,0	-	16,9	-	1,1	0,6	
	Dati destagionalizzati															
2013 1° trim.	793,9	743,5	50,4	483,4	442,6	158,2	134,3	127,0	112,3	25,3	-	54,4	-	-	-	
2° trim.	801,4	743,2	58,2	486,0	437,5	163,2	138,0	127,8	113,4	24,4	-	54,2	-	-	-	
3° trim.	792,6	745,4	47,2	478,2	438,7	161,6	136,5	127,1	115,6	25,7	-	54,6	-	-	-	
2013 lug.	260,0	244,5	15,5	155,2	144,1	53,0	43,7	42,8	38,5	9,1	-	18,2	-	-	-	
ago.	264,9	247,0	17,9	160,5	145,7	53,6	45,4	42,7	37,9	8,2	-	17,9	-	-	-	
set.	267,7	254,0	13,7	162,6	148,9	55,0	47,4	41,7	39,1	8,4	-	18,5	-	-	-	
	flussi cumulati sui 12 mesi															
2013 set.	3.186,5	2.990,0	196,5	1.931,3	1.770,3	642,0	545,1	512,9	459,2	100,3	-	215,4	-	-	-	
	flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL															
2013 set.	33,4	31,3	2,1	20,2	18,6	6,7	5,7	5,4	4,8	1,1	-	2,3	-	-	-	

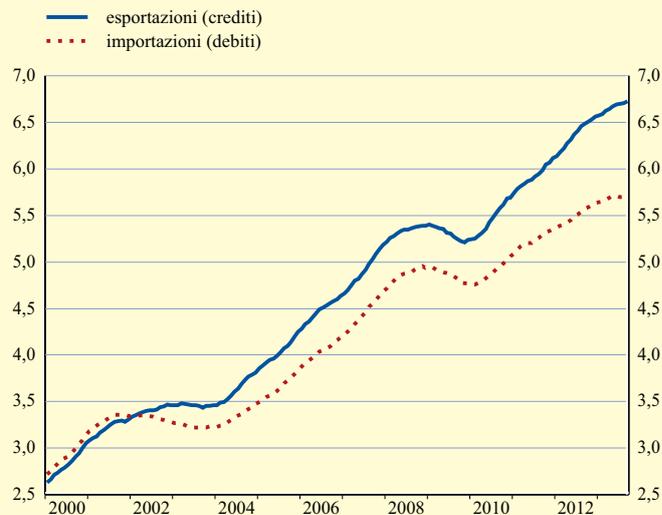
### F34 B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei beni

(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	472,7	447,4	247,2	47,2	153,6	46,0	23,4	24,3	28,8	83,8	95,7	120,9	77,6	64,7
2011	27,2	12,8	522,7	497,7	271,9	38,1	171,6	58,4	40,3	35,0	36,2	98,5	97,3	124,3	77,1	68,2
2012	28,8	13,2	506,7	472,9	251,5	49,7	155,4	16,2	44,4	38,2	43,0	104,0	99,2	117,1	68,6	58,2
2012 2° trim.	7,1	3,5	137,0	139,7	67,6	2,3	41,2	4,0	10,9	9,2	16,1	46,0	24,8	28,5	17,5	14,8
3° trim.	7,1	3,9	124,3	110,1	61,1	17,4	37,7	12,4	11,3	9,0	10,0	20,4	25,2	29,2	16,7	13,8
4° trim.	7,5	3,3	124,3	109,8	64,0	6,2	37,5	-15,0	11,5	10,4	8,0	20,3	24,8	27,9	16,1	13,7
2013 1° trim.	7,1	2,5	114,9	101,0	57,4	24,1	34,3	15,4	9,9	7,9	7,5	17,5	24,6	28,6	15,4	12,6
2° trim.	7,3	3,3	127,9	128,1	63,1	3,3	34,6	3,0	10,0	7,5	14,5	45,2	25,1	28,3	15,2	12,5

### 3. Scomposizione per area geografica

(transazioni cumulate)

dal 3° trim. 2012 al 2° 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 <sup>1)</sup>	Istituzioni dell'UE	8	9	10	11	12	13	14	15	16
		2	3	4	5	6	7									
		Crediti														
<b>Conto corrente</b>	3.186,7	1.002,6	54,7	96,6	476,0	312,8	62,6	64,9	46,1	152,5	39,6	69,3	126,2	251,0	426,1	1.008,5
Beni	1.930,5	596,2	35,4	57,6	257,5	245,6	0,2	33,7	23,8	116,9	29,3	44,1	90,1	133,6	225,9	636,8
Servizi	637,7	194,1	12,5	19,1	119,8	36,0	6,7	10,8	10,7	22,6	7,7	15,0	21,0	61,0	96,3	198,5
Redditi	520,5	149,0	5,8	17,7	87,2	28,0	10,1	19,9	10,9	12,3	2,4	9,4	14,5	46,9	97,8	157,5
Redditi da capitale	491,4	141,3	5,0	17,6	85,7	27,2	5,8	19,9	10,8	12,2	2,4	9,3	14,4	31,7	96,3	153,0
Trasferimenti correnti	98,1	63,3	1,0	2,2	11,4	3,2	45,6	0,4	0,8	0,7	0,2	0,8	0,6	9,5	6,0	15,6
<b>Conto capitale</b>	31,2	27,2	0,0	0,0	1,9	0,6	24,7	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,9	0,4	2,3
		Debiti														
<b>Conto corrente</b>	3.003,9	949,0	53,6	92,0	409,3	281,1	113,0	41,6	28,9	-	35,4	93,0	155,5	211,4	395,3	-
Beni	1.782,9	506,8	30,0	51,1	199,5	226,2	0,0	27,6	13,8	197,5	26,6	44,9	137,8	106,5	149,4	572,1
Servizi	543,9	157,1	9,1	15,2	92,5	40,0	0,3	5,4	7,2	15,5	7,0	9,7	11,2	49,4	110,2	171,0
Redditi	462,1	156,2	13,3	23,9	104,9	9,5	4,6	7,3	5,8	-	0,9	37,8	5,5	45,8	129,5	-
Redditi da capitale	449,0	149,3	13,2	23,8	103,4	4,3	4,6	7,2	5,6	-	0,7	37,6	5,4	45,4	128,5	-
Trasferimenti correnti	215,1	128,9	1,2	1,8	12,4	5,4	108,1	1,3	2,0	3,6	1,0	0,7	1,0	9,7	6,2	60,7
<b>Conto capitale</b>	14,0	4,0	0,1	0,1	3,2	0,5	0,2	0,2	0,1	0,4	0,2	0,1	0,1	0,7	1,3	7,1
		Saldo														
<b>Conto corrente</b>	182,8	53,5	1,1	4,6	66,6	31,7	-50,4	23,3	17,3	-	4,2	-23,8	-29,3	39,6	30,8	-
Beni	147,6	89,4	5,4	6,5	58,0	19,4	0,2	6,1	9,9	-80,5	2,8	-0,8	-47,7	27,1	76,5	64,8
Servizi	93,8	37,0	3,4	3,8	27,4	-4,0	6,4	5,4	3,4	7,1	0,7	5,3	9,8	11,5	-13,9	27,4
Redditi	58,4	-7,3	-7,4	-6,2	-17,6	18,5	5,5	12,7	5,1	-	1,5	-28,4	9,0	1,1	-31,7	-
Redditi da capitale	42,4	-8,1	-8,1	-6,2	-17,8	22,9	1,2	12,7	5,2	-	1,6	-28,2	9,0	-13,7	-32,2	-
Trasferimenti correnti	-117,0	-65,6	-0,3	0,4	-1,1	-2,2	-62,5	-0,8	-1,2	-2,9	-0,8	0,1	-0,4	-0,1	-0,2	-45,1
<b>Conto capitale</b>	17,1	23,2	0,0	0,0	-1,3	0,1	24,5	-0,2	0,0	-0,4	-0,2	0,0	0,1	0,3	-0,9	-4,8

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 <sup>1)</sup>			Totale in perc. del PIL			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Consistenze (posizioni patrimoniali sull'estero)</b>														
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	15.183,9	16.474,3	-1.290,4	165,6	179,7	-14,1	4.930,6	3.891,9	4.898,7	7.471,2	-31,1	4.794,5	5.111,2	591,2
2011	15.892,7	17.348,1	-1.455,4	168,6	184,1	-15,4	5.633,2	4.339,5	4.750,9	7.721,5	-29,7	4.871,2	5.287,0	667,1
2012 4° trim.	16.636,5	17.899,5	-1.262,9	175,4	188,7	-13,3	5.881,3	4.444,6	5.265,0	8.375,5	-17,6	4.818,4	5.079,3	689,4
2013 1° trim.	17.085,0	18.258,0	-1.173,0	180,3	192,6	-12,4	5.957,5	4.501,4	5.535,1	8.621,7	-28,0	4.932,6	5.134,9	687,8
2° trim.	16.734,8	18.048,1	-1.313,3	176,1	189,9	-13,8	5.959,8	4.536,8	5.365,8	8.539,8	-25,3	4.870,2	4.971,5	564,3
<b>Variazioni nelle consistenze</b>														
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	1.444,8	1.248,7	196,0	15,8	13,6	2,1	517,7	359,3	557,8	607,4	-29,8	267,3	282,0	131,6
2011	708,8	873,8	-165,0	7,5	9,3	-1,8	702,6	447,6	-147,8	250,3	1,4	76,7	175,8	75,9
2012	743,9	551,4	192,5	7,8	5,8	2,0	248,1	105,1	514,1	654,0	12,2	-52,8	-207,7	22,3
2013 1° trim.	448,5	358,5	89,9	19,3	15,4	3,9	76,2	56,8	270,1	246,2	-10,5	114,1	55,5	-1,5
2° trim.	-350,2	-209,9	-140,2	-14,6	-8,8	-5,9	2,3	35,3	-169,3	-81,9	2,8	-62,4	-163,4	-123,5
<b>Transazioni</b>														
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	646,5	652,6	-6,0	7,1	7,1	-0,1	352,6	273,6	130,9	240,1	-10,3	162,8	138,9	10,5
2011	670,3	626,2	44,2	7,1	6,6	0,5	524,0	438,2	-53,2	177,9	5,3	183,9	10,0	10,3
2012	522,0	381,0	140,9	5,5	4,0	1,5	329,9	326,3	186,4	258,7	-3,4	-4,8	-204,0	13,9
2013 1° trim.	202,4	177,3	25,1	8,7	7,6	1,1	56,7	32,7	104,5	121,0	-8,4	49,6	23,5	0,0
2° trim.	27,7	-28,6	-56,3	1,2	-1,2	2,4	63,1	14,4	21,0	88,1	-2,4	-55,2	-131,1	1,1
3° trim.	21,2	-40,4	61,7	0,9	-1,7	2,6	48,8	31,5	57,3	35,8	-9,5	-78,3	-107,7	2,9
2013 mag.	-14,0	-25,9	11,9	-	-	-	9,5	-6,4	19,9	58,6	7,3	-51,3	-78,2	0,6
giu.	-102,3	-128,3	26,0	-	-	-	30,0	9,3	-42,5	-13,9	-15,3	-75,1	-123,7	0,6
lug.	0,4	-29,2	29,6	-	-	-	9,3	6,4	26,7	-14,8	0,7	-36,0	-20,8	-0,3
ago.	11,9	-2,0	13,9	-	-	-	23,0	15,8	-6,0	18,5	-7,0	-0,1	-36,4	2,0
set.	8,9	-9,2	18,1	-	-	-	16,5	9,2	36,6	32,0	-3,2	-42,2	-50,4	1,2
<b>Altre variazioni</b>														
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	798,2	596,2	202,1	8,7	6,5	2,2	165,2	85,8	426,9	367,3	-19,4	104,5	143,1	121,1
2011	38,4	247,6	-209,2	0,4	2,6	-2,2	178,6	9,4	-94,6	72,5	-3,9	-107,2	165,8	65,6
2012	221,9	170,4	51,5	2,3	1,8	0,5	-81,7	-221,2	327,7	395,3	15,6	-48,0	-3,7	8,4
<b>Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio</b>														
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	477,4	325,0	152,4	5,2	3,5	1,7	143,4	35,0	160,0	128,5	.	160,9	161,5	13,1
2011	214,2	176,7	37,5	2,3	1,9	0,4	70,7	18,4	72,8	67,1	.	63,1	91,3	7,6
2012	-86,6	-91,4	4,8	-0,9	-1,0	0,1	-22,0	-5,6	-41,3	-37,5	.	-16,7	-48,3	-6,6
<b>Altre variazioni dovute ad altre rettifiche</b>														
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	148,4	152,5	3,3	1,6	1,7	33,2	-0,8	185,5	149,2	-19,4	.	.	101,6
2011	-116,3	-249,1	132,8	-1,2	-2,6	1,4	-38,1	7,1	-133,7	-256,2	-3,9	.	.	59,4
2012	266,0	588,2	-322,2	2,8	6,2	-3,4	38,8	-6,4	194,7	594,6	15,6	.	.	16,9
<b>Altre variazioni dovute ad altre rettifiche</b>														
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	20,0	122,8	-102,7	0,2	1,3	-1,1	-11,4	51,6	81,4	89,6	.	-56,4	-18,4	6,4
2011	-59,4	320,0	-379,4	-0,6	3,4	-4,0	146,0	-16,0	-33,8	261,5	.	-170,3	74,5	-1,4
2012	42,5	-326,4	368,9	0,4	-3,4	3,9	-98,6	-209,2	174,3	-161,8	.	-31,3	44,6	-1,9
<b>Tassi di crescita delle consistenze</b>														
2009	-0,7	-0,5	-	.	.	.	8,9	8,8	2,4	5,6	.	-10,1	-12,5	-1,3
2010	4,6	4,2	-	.	.	.	7,7	7,5	2,9	3,4	.	3,6	2,8	2,0
2011	4,5	3,8	-	.	.	.	10,7	11,2	-1,2	2,4	.	4,0	0,2	1,6
2012	3,3	2,2	-	.	.	.	5,9	7,6	3,8	3,3	.	-0,1	-3,8	2,0
2013 1° trim.	2,5	1,3	-	.	.	.	5,5	6,1	3,3	4,1	.	-1,2	-6,7	1,7
2° trim.	2,1	0,7	-	.	.	.	4,9	4,9	4,8	4,7	.	-3,1	-8,7	0,6
3° trim.	1,8	0,3	-	.	.	.	4,9	3,7	5,1	4,9	.	-4,1	-9,4	1,1

Fonte: BCE.

1) Le attività comprendono la posizione netta in strumenti finanziari derivati.

### 7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni e altre variazioni nel periodo)

#### 2. Investimenti diretti

	All'estero da residenti						Nell'area dell'euro da non residenti							
	Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
2011	5.633,2	4.229,4	283,2	3.946,2	1.403,7	13,3	1.390,5	4.339,5	3.089,1	99,9	2.989,1	1.250,5	11,3	1.239,2
2012	5.881,3	4.374,3	290,2	4.084,1	1.507,0	12,0	1.495,0	4.444,6	3.124,5	106,6	3.017,8	1.320,2	11,3	1.308,9
2013 1° trim.	5.957,5	4.424,3	287,0	4.137,3	1.533,2	13,2	1.520,0	4.501,4	3.186,0	109,2	3.076,8	1.315,5	12,3	1.303,2
2° trim.	5.959,8	4.402,8	280,0	4.122,8	1.557,0	12,3	1.544,7	4.536,8	3.185,7	108,1	3.077,6	1.351,1	12,3	1.338,8
Transazioni														
2010	352,6	233,1	23,5	209,6	119,5	1,1	118,4	273,6	293,4	11,0	282,4	-19,8	-5,8	-14,0
2011	524,0	444,1	25,8	418,3	80,0	-3,2	83,1	438,2	400,6	10,1	390,5	37,6	0,6	37,0
2012	329,9	190,0	-1,7	191,7	139,9	-0,3	140,2	326,3	246,2	8,2	238,0	80,1	0,1	80,1
2013 1° trim.	56,7	44,3	-0,9	45,2	12,5	1,1	11,4	32,7	56,9	3,3	53,5	-24,1	0,7	-24,8
2° trim.	63,1	4,8	2,6	2,2	58,4	-0,8	59,1	14,4	-29,5	1,0	-30,5	43,9	0,2	43,7
3° trim.	48,8	34,5	1,8	32,6	14,3	0,1	14,3	31,5	31,1	1,5	29,6	0,3	-0,3	0,7
2013 mag.	9,5	0,6	0,2	0,4	8,8	-0,9	9,7	-6,4	-10,9	-0,2	-10,7	4,5	0,1	4,4
giu.	30,0	-1,7	0,3	-2,1	31,7	0,7	31,0	9,3	-16,6	0,6	-17,2	25,9	-1,3	27,2
lug.	9,3	3,5	-0,2	3,8	5,8	-0,3	6,0	6,4	14,3	0,7	13,6	-7,9	-0,2	-7,7
ago.	23,0	11,6	0,7	10,9	11,4	0,2	11,2	15,8	6,6	0,5	6,1	9,2	0,0	9,2
set.	16,5	19,4	1,4	18,0	-2,8	0,2	-3,0	9,2	10,2	0,4	9,9	-1,0	-0,1	-0,9
Tassi di crescita														
2011	10,7	11,6	9,6	11,8	7,4	-19,9	7,8	11,2	13,7	10,7	13,8	3,9	0,9	3,9
2012	5,9	4,5	-0,6	4,9	10,0	-2,5	10,2	7,6	8,1	8,3	8,1	6,4	0,4	6,5
2013 1° trim.	5,5	4,2	-0,4	4,6	9,3	3,1	9,4	6,1	7,7	8,6	7,7	2,4	19,0	2,3
2° trim.	4,9	3,0	0,9	3,2	10,7	5,2	10,7	4,9	6,1	7,7	6,0	2,0	19,7	1,9
3° trim.	4,9	3,0	1,2	3,1	10,4	4,2	10,5	3,7	5,4	6,7	5,4	-0,3	0,4	-0,3

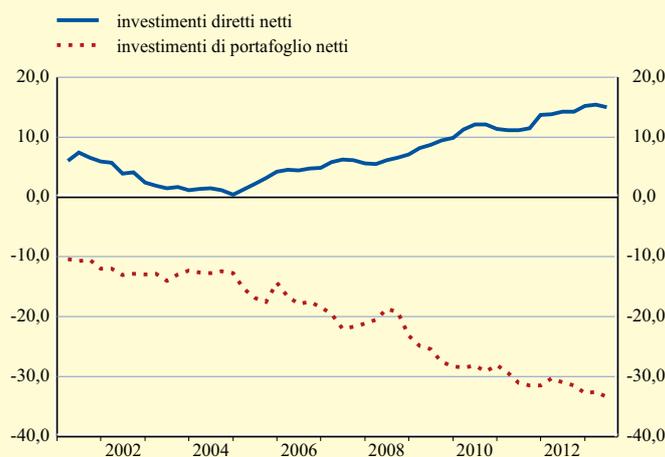
#### F36 Posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro

(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	Euro-sistema 4	5		Ammini-strazioni pubbliche 6	Totale	IFM	Euro-sistema	non IFM	Ammini-strazioni pubbliche	Totale	IFM	Euro-sistema	non IFM	Ammini-strazioni pubbliche
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)																	
2011	4.750,9	1.693,8	59,3	2,6	1.634,5	39,4	2.587,2	721,2	16,1	1.866,1	96,0	469,8	302,5	58,8	167,4	0,5	
2012	5.265,0	1.947,3	70,2	2,8	1.877,2	42,5	2.852,0	673,5	15,6	2.178,4	97,3	465,7	287,9	53,8	177,8	1,4	
2013 1° trim.	5.535,1	2.145,1	87,7	3,1	2.057,4	48,9	2.915,7	654,8	16,6	2.260,9	98,1	474,3	290,1	51,1	184,2	0,5	
2° trim.	5.365,8	2.066,6	92,7	3,1	1.973,9	47,6	2.828,9	632,0	15,8	2.196,9	94,6	470,4	281,9	61,9	188,5	0,2	
Transazioni																	
2010	130,9	75,2	-2,4	-0,7	77,6	1,9	100,4	-125,9	-0,6	226,3	51,5	-44,7	-64,0	-10,6	19,4	-1,9	
2011	-53,2	-66,0	-10,7	-0,2	-55,4	-7,3	-21,4	-60,7	0,2	39,3	-2,8	34,2	25,9	10,4	8,3	0,2	
2012	186,4	57,6	3,0	0,1	54,6	0,2	126,5	-38,8	-0,9	165,3	-8,5	2,3	-18,0	2,3	20,3	0,1	
2013 1° trim.	104,5	62,7	13,8	0,1	48,9	3,4	34,4	-17,1	1,1	51,5	0,7	7,4	4,8	0,6	2,6	-0,2	
2° trim.	21,0	12,7	3,8	0,0	8,9	0,8	9,2	-6,7	-0,6	15,9	-1,6	-0,9	-5,8	14,7	4,9	-0,3	
3° trim.	57,3	31,8	10,1	0,0	21,7	.	19,6	-9,8	3,5	29,4	.	5,9	9,4	-5,2	-3,5	.	
2013 mag.	19,9	10,4	5,1	0,0	5,4	-	10,4	1,1	0,0	9,4	-	-0,9	-0,3	1,4	-0,6	-	
giu.	-42,5	-17,0	-1,6	0,0	-15,3	-	-19,0	-6,2	-0,1	-12,8	-	-6,5	-6,6	3,6	0,1	-	
lug.	26,7	11,3	2,3	0,0	9,0	-	14,3	-2,7	0,4	16,9	-	1,1	3,0	0,4	-1,9	-	
ago.	-6,0	-5,4	0,0	0,0	-5,4	-	-2,9	-6,5	0,5	3,7	-	2,2	4,8	-2,6	-2,5	-	
set.	36,6	25,9	7,8	0,0	18,1	-	8,2	-0,6	2,6	8,8	-	2,5	1,6	-3,0	0,9	-	
Tassi di crescita																	
2011	-1,2	-3,9	-15,2	-7,2	-3,4	-15,9	-0,8	-7,7	1,3	2,2	-2,9	8,3	8,5	25,5	8,0	120,3	
2012	3,8	3,1	5,0	3,0	3,1	0,1	4,8	-5,5	-5,7	8,6	-8,3	0,5	-5,5	3,7	12,3	29,8	
2013 1° trim.	3,3	5,3	20,9	5,9	4,7	14,3	3,8	-6,8	4,8	7,5	-6,2	-6,9	-12,1	13,0	3,3	56,2	
2° trim.	4,8	7,5	47,4	5,2	6,2	15,5	4,3	-3,9	3,3	6,9	-4,5	-2,3	-7,8	50,9	7,8	-67,0	
3° trim.	5,1	8,8	63,5	5,8	7,1	.	3,7	-4,0	30,1	6,1	.	-1,2	-3,8	31,2	3,5	.	

### 4. Investimenti di portafoglio: passività

	Totale	Azioni e altre partecipazioni			Strumenti di debito								
		Totale		non IFM	Obbligazioni e note				Strumenti di mercato monetario				
	1	2	3		4	Totale	IFM	non IFM	Ammini-strazioni pubbliche	Totale	IFM	non IFM	Ammini-strazioni pubbliche
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)													
2011	7.721,5	3.048,8	558,3	2.490,5	4.228,3	1.254,4	2.973,9	1.748,7	444,4	86,8	357,6	313,1	
2012	8.375,5	3.475,4	537,3	2.938,1	4.438,9	1.192,2	3.246,8	1.962,7	461,2	87,9	373,3	298,1	
2013 1° trim.	8.621,7	3.622,4	520,1	3.102,3	4.498,1	1.192,0	3.306,0	2.008,3	501,2	104,3	396,9	321,1	
2° trim.	8.539,8	3.609,9	493,0	3.116,8	4.436,4	1.153,1	3.283,2	2.006,7	493,6	111,8	381,8	306,3	
Transazioni													
2010	240,1	125,4	-16,9	142,3	161,1	50,2	110,9	187,5	-46,4	12,3	-58,7	-38,2	
2011	177,9	73,8	18,4	55,4	151,7	75,7	76,0	80,6	-47,6	2,0	-49,6	-37,7	
2012	258,7	144,1	-18,1	162,2	119,3	-55,5	174,7	160,8	-4,7	5,4	-10,0	-30,3	
2013 1° trim.	121,0	57,4	-8,2	65,6	27,3	-4,2	31,5	43,9	36,3	18,5	17,8	24,3	
2° trim.	88,1	81,5	-17,0	98,4	7,4	-12,4	19,8	20,3	-0,7	0,4	-1,1	-1,5	
3° trim.	35,8	41,8	7,1	34,7	-42,8	-22,3	-20,4	.	36,7	24,2	12,5	.	
2013 mag.	58,6	47,8	-0,3	48,1	14,3	-0,3	14,6	-	-3,5	-6,8	3,3	-	
giu.	-13,9	17,3	-16,3	33,5	-33,3	-12,2	-21,1	-	2,1	7,9	-5,8	-	
lug.	-14,8	8,4	2,5	5,9	-39,3	-20,6	-18,7	-	16,1	2,4	13,7	-	
ago.	18,5	27,1	7,9	19,2	-13,0	-9,5	-3,5	-	4,4	8,7	-4,3	-	
set.	32,0	6,2	-3,4	9,6	9,5	7,8	1,8	-	16,2	13,1	3,1	-	
Tassi di crescita													
2011	2,4	2,3	2,9	2,0	4,1	6,7	3,0	5,0	-9,2	8,2	-12,2	-11,1	
2012	3,3	4,5	-3,3	6,1	2,8	-4,5	5,8	9,2	-0,9	6,1	-2,6	-9,2	
2013 1° trim.	4,1	4,8	-6,4	7,1	3,5	-2,2	5,8	9,3	4,4	22,0	0,4	-3,6	
2° trim.	4,7	7,5	-7,3	10,4	2,6	-2,0	4,4	7,4	3,1	12,6	0,8	-0,3	
3° trim.	4,9	7,7	-5,3	10,1	1,0	-3,4	2,6	.	21,8	62,3	12,4	.	

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)															
2011	4.871,2	35,5	35,2	0,3	3.069,1	3.007,5	61,6	162,7	6,8	116,4	30,2	1.604,0	247,7	1.161,4	491,3
2012	4.818,4	40,1	39,9	0,3	2.923,8	2.853,6	70,2	167,9	5,3	121,4	29,2	1.686,6	253,9	1.236,8	524,7
2013 1° trim.	4.932,6	33,1	32,8	0,3	2.954,5	2.884,7	69,8	155,0	5,2	108,0	24,2	1.790,0	249,7	1.277,7	558,0
2° trim.	4.870,2	17,9	17,6	0,3	2.938,7	2.871,6	67,1	150,6	5,1	103,9	23,9	1.763,0	250,7	1.241,6	556,6
Transazioni															
2010	162,8	-2,9	-2,8	0,0	10,1	1,3	8,9	41,5	-0,2	41,1	4,9	114,1	8,6	81,6	50,6
2011	183,9	-2,7	-2,8	0,1	50,5	20,7	29,9	4,4	-0,3	4,2	10,3	131,7	8,5	99,0	38,1
2012	-4,8	5,2	5,2	0,0	-122,4	-130,5	8,1	4,7	-1,5	6,4	-1,0	107,7	8,4	74,5	37,7
2013 1° trim.	49,6	-6,8	-6,8	0,0	11,9	12,7	-0,8	-10,7	-0,3	-11,0	-5,1	55,1	2,4	40,1	55,8
2° trim.	-55,2	-10,9	-10,9	0,0	12,3	14,5	-2,2	-4,7	0,0	-4,4	-0,2	-51,8	1,1	-56,1	-24,2
3° trim.	-78,3	6,2	.	.	-76,2	.	.	-2,1	.	.	-1,5	-6,1	.	.	12,7
2013 mag.	-51,3	-5,0	.	.	-7,1	.	.	-3,9	.	.	-1,4	-35,3	.	.	-24,4
giu.	-75,1	-2,8	.	.	-39,9	.	.	-2,2	.	.	-0,7	-30,2	.	.	-15,5
lug.	-36,0	3,4	.	.	-34,1	.	.	-5,2	.	.	-2,7	-0,1	.	.	0,4
ago.	-0,1	-2,3	.	.	8,8	.	.	2,6	.	.	0,9	-9,1	.	.	7,9
set.	-42,2	5,1	.	.	-50,9	.	.	0,5	.	.	0,3	3,1	.	.	4,4
Tassi di crescita															
2011	4,0	-5,4	-5,5	40,4	1,8	0,8	76,8	3,0	-3,3	4,2	51,5	8,3	3,9	8,1	9,0
2012	-0,1	13,1	13,2	-0,6	-3,9	-4,3	13,7	3,1	-22,2	5,9	-3,3	6,8	3,4	6,5	7,8
2013 1° trim.	-1,2	-9,1	-9,1	-3,2	-4,6	-5,1	22,6	3,5	-24,3	5,3	-1,7	4,8	-2,4	5,8	9,8
2° trim.	-3,1	-22,3	-22,5	0,1	-4,2	-4,2	-5,9	-3,7	-25,0	-4,7	-20,3	-0,7	-1,9	-2,9	2,9
3° trim.	-4,1	-13,4	.	.	-5,5	.	.	0,7	.	.	-10,7	-2,0	.	.	4,3

#### 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)															
2011	5.287,0	412,7	409,9	2,8	3.212,3	3.145,5	66,8	224,1	0,1	217,2	6,8	1.438,0	226,3	1.027,2	184,5
2012	5.079,3	428,9	428,0	0,9	2.963,8	2.881,1	82,7	227,5	0,1	219,9	7,4	1.459,2	228,8	994,0	236,4
2013 1° trim.	5.134,9	398,6	397,8	0,9	2.976,9	2.893,6	83,3	224,3	0,1	218,3	5,9	1.535,0	231,6	1.034,8	268,7
2° trim.	4.971,5	373,3	371,9	1,4	2.851,2	2.787,9	63,3	222,4	0,1	216,3	5,9	1.524,6	228,6	1.025,8	270,2
Transazioni															
2010	138,9	9,4	6,8	2,6	-8,7	-14,6	5,9	64,9	0,0	64,3	0,5	73,2	16,0	31,1	26,2
2011	10,0	135,1	135,3	-0,2	-289,1	-327,8	38,7	74,1	0,0	74,1	0,0	90,0	10,5	63,5	16,0
2012	-204,0	19,0	20,9	-1,8	-234,6	-251,7	17,2	3,7	0,0	2,7	1,0	7,8	7,4	-14,3	14,7
2013 1° trim.	23,5	-32,2	-32,2	0,0	-0,4	0,2	-0,7	-0,8	0,0	0,4	-1,2	57,0	2,5	31,4	23,1
2° trim.	-131,1	-21,4	-21,9	0,5	-93,6	-75,8	-17,8	-1,0	0,0	-1,2	0,2	-15,1	-1,5	1,3	-15,0
3° trim.	-107,7	-11,0	.	.	-100,9	.	.	4,6	.	.	.	-0,3	.	.	.
2013 mag.	-78,2	-11,3	.	.	-62,8	.	.	-1,6	.	.	.	-2,6	.	.	.
giu.	-123,7	-9,1	.	.	-81,5	.	.	3,0	.	.	.	-36,0	.	.	.
lug.	-20,8	-5,2	.	.	-24,6	.	.	0,9	.	.	.	8,0	.	.	.
ago.	-36,4	-2,2	.	.	-26,5	.	.	0,7	.	.	.	-8,3	.	.	.
set.	-50,4	-3,6	.	.	-49,9	.	.	3,0	.	.	.	0,0	.	.	.
Tassi di crescita															
2011	0,2	50,4	51,0	.	-8,3	-9,6	90,9	50,4	.	52,7	-0,6	7,6	5,2	7,4	11,0
2012	-3,8	4,8	5,3	.	-7,3	-8,0	25,8	1,7	.	1,2	16,0	0,5	3,3	-1,5	8,5
2013 1° trim.	-6,7	18,6	19,3	.	-12,5	-13,3	29,0	-2,0	.	-2,0	-3,0	0,2	1,0	-1,6	7,1
2° trim.	-8,7	-8,1	-8,0	.	-12,1	-12,0	-15,8	-5,3	.	-5,3	-7,1	-1,9	0,2	-2,4	-1,7
3° trim.	-9,4	-15,1	.	.	-12,9	.	.	-1,3	.	.	.	-2,0	.	.	.

Fonte: BCE.

## 7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni nel periodo)

### 7. Riserve ufficiali<sup>1)</sup>

	Riserve ufficiali													Per memoria			
	Totale	Oro monetario		DSP	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera							Altre attività	Altre attività in valuta estera	Deflussi previsti netti a breve termine di valuta estera	Assegnazione di DSP	
		in miliardi di euro	in milioni di once			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli			Strumenti finanziari derivati					
							Presso autorità monetarie e la BRI	Presso banche	Totale	Azioni	Obbligazioni e note						Strumenti di mercato monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>																	
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	667,0	422,1	346,846	54,0	30,2	160,8	5,3	7,8	148,1	0,8	134,1	13,3	-0,4	0,0	97,4	-86,0	55,9
2012 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
2° trim.	564,3	315,9	346,672	51,3	31,5	164,7	5,3	7,8	151,6	0,2	133,8	17,6	0,0	0,8	27,3	-31,0	54,2
2013 set. ott.	586,8	340,5	346,674	50,5	30,5	164,3	5,2	9,2	149,7	0,2	134,0	15,5	0,2	0,9	21,5	-29,4	53,6
	579,6	336,4	346,566	50,6	29,5	162,2	5,0	9,0	148,1	0,2	135,4	12,5	0,1	0,9	22,2	-29,0	53,1
<b>Transazioni</b>																	
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	10,3	0,0	-	-1,6	13,0	-1,2	-2,3	-8,3	9,3	0,1	15,9	-6,8	0,1	0,0	-	-	-
2012	13,9	0,0	-	-0,3	3,4	10,2	0,6	1,2	8,0	-0,4	-0,7	9,1	0,4	0,7	-	-	-
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.	1,1	0,0	-	-0,3	-0,3	1,5	0,1	-1,8	3,5	0,0	6,3	-2,8	-0,2	0,2	-	-	-
3° trim.	2,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Tassi di crescita</b>																	
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	83,3	-1,3	-30,0	-52,7	6,8	27,4	14,2	-45,3	-	-	-	-	-
2012	2,0	0,0	-	-0,5	11,0	6,5	12,2	15,2	5,6	-53,5	-0,6	82,5	-	-	-	-	-
2013 1° trim.	1,7	0,0	-	-0,9	7,4	6,1	-6,6	30,5	5,5	-50,1	-0,3	67,7	-	-	-	-	-
2° trim.	0,6	0,0	-	-0,9	2,4	1,9	-19,1	-1,6	3,4	-41,8	4,7	-4,5	-	-	-	-	-
3° trim.	1,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

### 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
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>											
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	10.910,7	4.708,7	453,3	3.824,0	202,5	200,0	1.522,2	2.140,9	271,0	4.743,7	2.232,9
2011	11.929,7	4.799,8	444,4	4.228,3	226,4	260,9	1.970,0	2.285,9	412,7	4.553,5	2.707,8
2012 4° trim.	12.091,6	4.522,9	461,2	4.438,9	229,0	327,5	2.112,2	2.488,3	428,9	4.243,9	2.818,4
2013 1° trim.	12.254,2	4.544,4	501,2	4.498,1	231,7	358,7	2.119,9	2.553,8	398,6	4.273,2	2.908,6
2° trim.	12.063,1	4.401,9	493,6	4.436,4	228,7	340,8	2.161,6	2.535,4	373,3	4.116,1	2.876,7
<b>Consistenze (in percentuale del PIL)</b>											
2009	116,0	50,1	5,9	39,5	2,0	2,1	16,4	22,0	2,8	51,3	23,3
2010	119,1	51,4	4,9	41,7	2,2	2,2	16,6	23,4	3,0	51,8	24,4
2011	126,7	51,0	4,7	44,9	2,4	2,8	20,9	24,3	4,4	48,3	28,7
2012 4° trim.	127,5	47,7	4,9	46,8	2,4	3,5	22,3	26,2	4,5	44,7	29,7
2013 1° trim.	129,1	47,9	5,3	47,4	2,4	3,8	22,3	26,9	4,2	45,0	30,6
2° trim.	126,8	46,3	5,2	46,6	2,4	3,6	22,7	26,6	3,9	43,3	30,2

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 <sup>1)</sup>	Istituzioni dell'UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>2012</b>	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
<b>Investimenti diretti</b>	1.436,7	421,2	-16,2	19,6	135,0	284,0	-1,2	103,4	79,0	-22,3	161,0	176,1	-223,4	-0,2	741,7
All'estero	5.881,3	1.689,6	29,4	171,7	1.156,7	331,7	0,1	211,4	99,6	79,2	597,2	1.322,6	585,4	0,1	1.296,3
Azioni/utili reinvestiti	4.374,3	1.250,6	22,8	103,9	867,4	256,4	0,0	165,3	81,3	57,1	451,3	929,8	486,6	0,1	952,2
Debito	1.507,0	439,0	6,5	67,8	289,4	75,2	0,1	46,1	18,3	22,1	145,9	392,7	98,8	0,0	344,2
Nell'area dell'euro	4.444,6	1.268,4	45,6	152,2	1.021,7	47,7	1,3	108,0	20,6	101,5	436,1	1.146,4	808,7	0,3	554,6
Azioni/utili reinvestiti	3.124,5	1.017,0	36,8	136,2	810,0	32,7	1,3	86,9	7,8	88,1	262,7	856,5	425,6	0,0	379,7
Debito	1.320,2	251,4	8,7	16,0	211,8	14,9	0,0	21,1	12,7	13,4	173,4	289,9	383,1	0,2	174,9
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	5.265,0	1.678,1	99,7	227,9	1.044,3	120,0	186,3	102,1	61,2	215,1	131,4	1.637,4	433,2	33,1	973,4
Azioni	1.947,3	391,2	17,2	48,9	310,4	14,4	0,1	39,6	57,2	105,7	117,1	621,1	237,0	0,9	377,6
Strumenti di debito	3.317,7	1.286,9	82,4	178,9	733,8	105,6	186,1	62,4	4,0	109,5	14,3	1.016,3	196,2	32,2	595,8
Obbligazioni e note	2.852,0	1.135,7	75,8	148,5	621,7	104,7	185,0	58,1	2,6	36,8	11,2	855,2	184,4	31,6	536,3
Strumenti di mercato monetario	465,7	151,3	6,6	30,4	112,1	0,9	1,2	4,3	1,3	72,7	3,0	161,1	11,8	0,6	59,5
<b>Altri investimenti</b>	-260,9	-240,7	10,7	-26,1	-47,1	45,0	-223,1	1,7	-15,7	5,1	-32,8	54,5	51,3	-77,1	-7,3
Attività	4.818,4	2.188,4	77,4	85,7	1.840,4	165,6	19,3	27,9	48,9	81,9	268,0	676,7	537,3	36,6	952,8
Amministrazioni pubbliche	167,9	65,6	1,0	4,6	43,4	1,8	14,9	1,8	3,1	0,9	1,5	11,0	3,3	30,6	50,2
IFM	2.963,9	1.530,7	58,4	49,8	1.292,0	128,2	2,2	16,4	24,3	65,9	146,8	394,7	392,6	5,2	387,4
Altri settori	1.686,6	592,0	18,0	31,2	505,0	35,6	2,2	9,7	21,5	15,1	119,8	270,9	141,4	0,8	515,2
Passività	5.079,3	2.429,0	66,8	111,7	1.887,5	120,6	242,4	26,2	64,6	76,8	300,8	622,1	485,9	113,7	960,0
Amministrazioni pubbliche	227,5	107,1	0,3	0,9	26,3	0,2	79,4	0,1	0,0	0,1	1,1	29,6	1,2	83,1	5,1
IFM	3.392,7	1.644,5	56,3	86,6	1.306,0	92,9	102,7	17,0	38,2	50,7	239,2	338,5	387,9	28,1	648,5
Altri settori	1.459,2	677,4	10,1	24,2	555,1	27,6	60,3	9,1	26,4	26,0	60,6	254,0	96,8	2,5	306,5
<b>dal 3° trim. 2012 al 2° trim. 2013</b>	Transazioni cumulate														
<b>Investimenti diretti</b>	69,3	60,5	-11,6	-33,5	96,7	8,9	0,0	-12,6	7,5	1,2	11,2	-21,9	-29,3	0,0	52,7
All'estero	284,9	95,3	0,7	2,8	79,3	12,6	0,0	1,3	9,4	1,1	21,3	46,3	-8,3	0,0	118,6
Azioni/utili reinvestiti	130,3	82,3	0,7	8,2	68,3	5,1	0,0	-4,5	8,9	1,4	-5,1	30,5	-18,7	0,0	35,4
Debito	154,6	13,1	0,0	-5,4	11,0	7,5	0,0	5,8	0,5	-0,3	26,3	15,7	10,4	0,0	83,2
Nell'area dell'euro	215,6	34,9	12,2	36,3	-17,4	3,7	0,0	13,9	1,9	-0,1	10,0	68,2	21,1	0,0	65,9
Azioni/utili reinvestiti	188,1	27,4	12,6	22,9	-10,1	2,0	0,0	11,4	1,3	4,0	9,7	51,3	47,3	0,0	35,8
Debito	27,5	7,5	-0,4	13,4	-7,3	1,7	0,0	2,5	0,6	-4,2	0,3	16,9	-26,2	0,0	30,0
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	247,6	-10,1	5,2	11,2	-45,9	9,4	10,0	6,7	5,8	37,6	0,9	65,7	4,0	-0,8	137,8
Azioni	141,4	35,0	0,9	3,4	30,8	-0,1	0,0	2,8	5,0	21,4	2,7	45,9	1,3	0,0	27,3
Strumenti di debito	106,2	-45,1	4,4	7,8	-76,7	9,4	10,0	3,9	0,7	16,2	-1,8	19,8	2,7	-0,8	110,5
Obbligazioni e note	117,6	-15,2	1,4	8,3	-45,6	8,2	12,4	2,4	0,4	-8,2	-1,2	26,4	-0,6	-1,3	114,8
Strumenti di mercato monetario	-11,5	-29,9	2,9	-0,5	-31,1	1,2	-2,4	1,5	0,3	24,4	-0,6	-6,6	3,3	0,5	-4,3
<b>Altri investimenti</b>	315,0	179,5	-25,5	1,6	225,7	-17,4	-4,8	11,0	31,5	8,7	64,1	13,9	4,9	-21,4	23,0
Attività	-158,4	-147,6	-20,0	-0,4	-110,4	-15,5	-1,3	7,3	0,1	4,4	-0,6	-5,1	-32,9	0,3	15,7
Amministrazioni pubbliche	-6,0	-6,3	1,5	0,2	-7,9	-0,9	0,8	0,2	-0,1	-1,1	0,3	0,0	0,2	0,1	0,5
IFM	-137,9	-135,0	-22,9	2,3	-95,1	-17,1	-2,3	2,9	1,9	8,4	1,2	-6,0	0,9	0,1	-12,4
Altri settori	-14,4	-6,3	1,4	-2,9	-7,5	2,6	0,2	4,2	-1,7	-2,9	-2,1	0,9	-34,0	0,0	27,6
Passività	-473,4	-327,1	5,4	-1,9	-336,1	1,9	3,5	-3,7	-31,4	-4,2	-64,7	-18,9	-37,8	21,7	-7,3
Amministrazioni pubbliche	-12,6	-18,5	0,1	0,3	-24,6	0,1	5,7	0,0	0,0	0,0	0,0	-6,3	-0,2	12,8	-0,5
IFM	-432,3	-269,9	3,6	-1,3	-265,2	-0,7	-6,3	-6,2	-31,5	-4,1	-66,4	-17,7	-36,5	8,3	-8,3
Altri settori	-28,5	-38,7	1,8	-0,9	-46,4	2,5	4,2	2,5	0,1	-0,1	1,7	5,0	-1,1	0,5	1,5

Fonte: BCE.

1) Esclusa la Croazia.

## 7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti <sup>1)</sup>

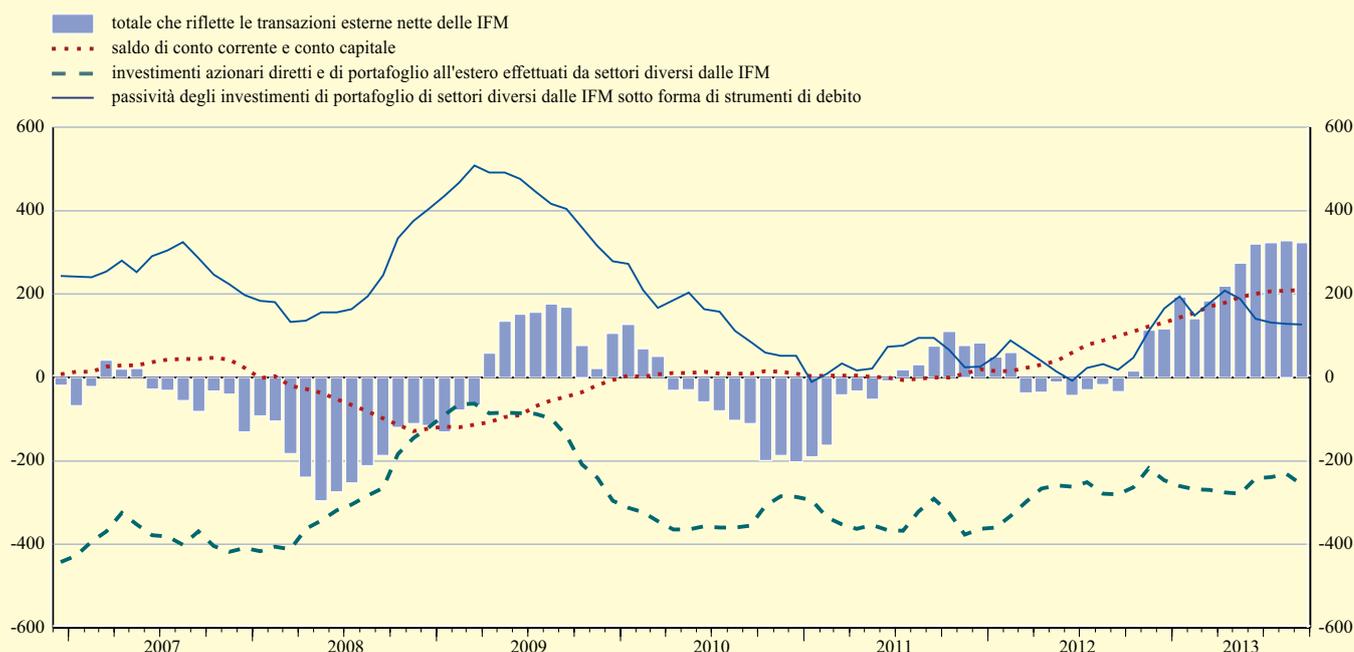
(miliardi di euro; transazioni)

### Voci di bilancia dei pagamenti che riflettono le transazioni nette delle IFM

	Totale	Saldo di conto corrente e conto capitale	Transazioni di istituzioni diverse dalle IFM								Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni		
			Investimenti diretti				Investimenti di portafoglio						Altri investimenti	
			All'estero da residenti	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività		Passività		Attività	Passività				
					Azioni	Strumenti di debito	Azioni	Strumenti di debito						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2010	-202,5	9,4	-327,7	268,0	-77,4	-245,6	142,4	52,3	-154,8	138,0	10,3	-17,4		
2011	82,5	19,2	-501,4	427,5	55,4	-47,6	55,4	26,4	-136,1	164,1	-5,3	25,0		
2012	116,3	131,2	-331,9	318,1	-54,6	-185,6	162,2	164,7	-112,4	11,5	3,4	9,8		
2012 3° trim.	43,2	47,2	-50,9	79,1	-5,6	-48,2	37,7	5,2	-7,2	-3,8	-2,9	-7,5		
4° trim.	108,3	68,2	-112,9	84,6	-50,5	-34,8	91,4	66,9	15,5	-77,4	25,4	32,0		
2013 1° trim.	29,3	26,4	-56,6	28,7	-48,9	-54,1	65,6	49,3	-44,5	56,2	8,4	-1,2		
2° trim.	138,4	58,1	-61,3	13,2	-8,9	-20,8	98,4	18,7	56,5	-16,1	2,4	-1,8		
3° trim.	46,2	56,8	-46,9	30,3	-21,7	-25,9	34,7	-7,9	8,2	4,3	9,5	4,9		
2012 set.	6,8	13,9	-0,6	-11,4	-9,1	-13,7	29,2	6,7	-9,1	-1,0	-3,9	5,8		
ott.	9,0	16,0	-61,1	12,8	-8,5	-12,2	39,3	6,8	5,3	-10,3	9,8	11,1		
nov.	64,5	23,1	-28,0	43,7	-7,8	-21,2	21,8	37,9	-15,7	-6,9	6,2	11,4		
dic.	34,9	29,1	-23,8	28,1	-34,2	-1,3	30,3	22,2	25,9	-60,2	9,5	9,5		
2013 gen.	39,1	-6,7	-23,7	11,3	-16,9	-19,5	38,1	14,6	-1,2	36,5	4,6	2,0		
feb.	-32,6	10,1	-14,4	15,5	-17,3	-28,2	10,3	4,2	-27,6	11,1	2,7	0,9		
mar.	22,9	22,9	-18,5	2,0	-14,8	-6,5	17,2	30,6	-15,7	8,6	1,1	-4,2		
apr.	7,0	15,7	-22,2	9,5	-18,8	-24,8	16,8	27,7	-15,0	21,0	-5,6	2,8		
mag.	75,1	12,4	-10,1	-6,3	-5,4	-8,8	48,1	17,9	39,2	-4,1	-7,3	-0,5		
giu.	56,3	30,1	-29,0	9,9	15,3	12,8	33,5	-26,9	32,4	-33,0	15,3	-4,1		
lug.	16,1	28,4	-9,8	5,9	-9,0	-15,0	5,9	-5,0	5,3	8,9	-0,7	1,2		
ago.	28,6	13,8	-22,1	15,4	5,4	-1,1	19,2	-7,8	6,5	-7,7	7,0	0,1		
set.	1,5	14,6	-15,0	9,0	-18,1	-9,7	9,6	4,9	-3,6	3,0	3,2	3,5		
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>														
2013 set.	322,3	209,5	-277,6	156,7	-130,1	-135,5	290,1	127,0	35,8	-33,0	45,6	33,8		

## F38 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

## 7.5 Commercio di beni

### 1. Esportazioni e importazioni in valore e in volume, per categoria merceologica<sup>1)</sup> (dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale				Per memoria: Settore manifatturiero	Totale				Per memoria:	
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Settore mani- fatturiero	Petrolio	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2011	13,0	13,3	1.748,1	879,6	353,7	474,5	1.426,9	1.761,4	1.127,9	240,5	367,1	1.104,8	324,3
2012	7,7	1,9	1.881,2	933,2	386,1	517,1	1.524,3	1.791,6	1.148,9	246,6	369,4	1.092,0	360,4
2012 4° trim.	5,9	1,2	469,3	231,8	96,7	128,8	379,3	440,0	280,6	59,7	92,0	268,8	90,1
2013 1° trim.	0,9	-5,2	474,5	234,0	96,1	133,4	384,1	436,5	275,7	59,6	90,6	268,8	86,9
2° trim.	1,5	-3,2	473,7	228,4	96,7	132,2	385,1	432,9	271,6	58,7	90,8	267,2	85,1
3° trim.	-0,2	-2,4	471,7	.	.	.	381,9	434,4	.	.	.	267,4	.
2013 apr.	8,6	1,5	159,4	76,9	33,1	44,3	127,3	144,5	91,1	19,8	30,1	88,1	28,8
mag.	-0,5	-5,5	156,1	75,5	31,6	43,4	130,2	142,9	89,5	19,3	30,1	90,6	28,3
giu.	-3,1	-5,4	158,2	75,9	32,0	44,5	127,7	145,5	91,0	19,6	30,6	88,6	27,9
lug.	2,9	0,7	156,3	75,5	31,5	44,0	127,5	145,5	91,4	19,5	30,6	89,8	29,6
ago.	-6,1	-7,5	156,9	76,0	30,9	44,6	127,5	144,6	90,4	20,2	30,5	88,8	28,7
set.	2,5	-0,4	158,5	.	.	.	126,9	144,2	.	.	.	88,8	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2011	7,6	3,2	108,2	107,6	111,1	107,8	108,8	103,0	103,7	103,1	100,7	104,8	98,0
2012	3,7	-3,0	112,1	110,4	117,0	112,0	112,6	99,6	100,8	99,4	96,2	99,7	99,0
2012 3° trim.	3,2	-5,5	112,7	110,4	116,4	113,5	113,5	98,7	99,7	98,2	94,8	98,4	99,6
4° trim.	2,6	-2,2	111,5	109,5	117,1	110,8	111,7	98,1	99,1	96,6	95,3	97,9	100,1
2013 1° trim.	0,3	-4,2	113,5	111,2	116,4	116,2	114,1	98,2	98,4	95,8	94,7	98,7	97,5
2° trim.	1,5	-1,1	113,2	109,1	115,9	114,4	113,7	98,8	99,7	93,2	94,4	97,8	101,3
2013 mar.	-0,8	-8,5	115,9	113,7	120,1	118,0	117,4	96,6	96,9	92,5	94,5	99,7	94,2
apr.	8,3	3,1	114,1	109,8	119,2	115,5	112,7	98,0	99,3	92,9	93,3	95,9	101,3
mag.	-0,1	-3,0	112,1	108,5	113,7	112,7	115,6	98,3	99,0	92,9	94,4	100,1	102,4
giu.	-3,0	-3,3	113,3	109,0	114,7	115,1	112,9	100,1	100,8	93,9	95,5	97,4	100,2
lug.	4,3	3,4	112,8	109,4	113,4	115,0	113,7	100,3	101,3	93,7	95,9	99,0	105,9
ago.	-3,9	-3,0	113,3	109,9	111,8	115,8	113,7	99,0	98,7	98,9	95,2	98,6	98,4

### 2. Prezzi<sup>2)</sup> (variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

in perc. del totale	Prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (f.o.b.) <sup>3)</sup>							Prezzi all'importazione dei prodotti industriali (c.i.f.)						
	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Settore mani- fatturiero	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Settore mani- fatturiero		
		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2011	103,7	3,7	5,4	1,1	1,6	22,4	3,5	107,3	7,3	4,1	-1,4	3,6	25,5	2,9
2012	106,1	2,3	0,9	1,8	2,3	9,5	2,3	110,6	3,1	0,1	1,5	2,8	7,2	2,0
2013 1° trim.	105,8	0,0	-0,5	0,3	1,4	-5,3	0,0	109,3	-1,5	-0,8	-1,1	1,0	-4,0	-0,6
2° trim.	105,2	-0,8	-1,6	0,1	1,1	-8,8	-0,7	107,7	-2,6	-2,1	-1,5	0,5	-6,0	-1,4
3° trim.	105,1	-1,4	-1,8	-0,5	0,7	-9,4	-1,3	107,4	-3,5	-3,1	-2,8	-1,0	-5,7	-2,6
2013 apr.	105,5	-0,8	-1,2	0,5	1,3	-12,9	-0,7	108,2	-3,0	-1,5	-0,7	1,2	-9,0	-1,0
mag.	105,3	-0,8	-1,8	0,1	1,1	-9,3	-0,7	107,6	-2,8	-2,0	-1,6	0,7	-6,6	-1,4
giu.	104,8	-0,8	-1,8	-0,4	0,7	-3,6	-0,7	107,1	-2,1	-2,7	-2,1	-0,4	-2,0	-1,8
lug.	105,2	-1,0	-1,6	-0,6	0,8	-5,6	-0,9	107,3	-3,1	-3,2	-3,1	-0,9	-3,9	-2,5
ago.	105,1	-1,7	-1,8	-0,7	0,6	-11,1	-1,5	107,4	-4,1	-3,3	-3,0	-1,3	-7,4	-2,9
set.	105,0	-1,5	-2,1	-0,3	0,8	-11,3	-1,4	107,4	-3,3	-2,8	-2,4	-0,6	-5,8	-2,4

Fonte: Eurostat.

- I raggruppamenti dei prodotti seguono la classificazione per destinazione economica (*Broad Economic Categories* - BEC). A differenza dei raggruppamenti della tavola 2, i beni intermedi e i beni di consumo comprendono i prodotti agricoli ed energetici.
- I raggruppamenti di prodotti seguono la classificazione dei "Raggruppamenti principali di industrie". A differenza dei raggruppamenti della tavola 1, i beni intermedi e di consumo non includono i prodotti agricoli ed energetici. Il settore manifatturiero ha una composizione diversa rispetto ai dati indicati nelle colonne 7 e 12 della tavola 1. I dati riportati sono indici dei prezzi che indicano variazioni pure dei prezzi per un paniere di prodotti e non sono semplici rapporti dei valori e dei volumi indicati nella tavola 1, i quali risentono delle variazioni della composizione e della qualità dei beni scambiati. Questi indici differiscono dai deflatori del PIL per le importazioni e le esportazioni (cfr. tavola 3 della sezione 5.1), poiché questi ultimi comprendono tutti i beni e i servizi nonché anche il commercio transfrontaliero all'interno dell'area dell'euro.
- I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono agli scambi diretti tra produttori interni e clienti non nazionali. A differenza dei dati riportati nella tavola 1 per i valori e i volumi, non sono incluse le esportazioni da parte di grossisti e le reimportazioni.

## 7.5 Commercio di beni

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

### 3. Scomposizione per area geografica

	Totale	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia		Africa	America Latina	Altri paesi	
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Esportazioni (f.o.b.)</b>															
2011	1.748,1	32,9	60,5	213,5	250,5	79,9	109,2	56,8	200,6	405,6	115,6	39,4	112,3	84,6	141,8
2012	1.881,2	33,8	59,0	230,4	252,4	90,1	116,6	59,4	224,1	439,8	120,8	44,7	126,3	97,4	151,8
2012 2° trim.	468,9	8,5	14,9	57,3	63,1	22,7	29,3	14,5	56,2	109,2	30,5	11,4	31,4	24,4	37,4
3° trim.	476,2	8,4	14,8	58,3	63,4	22,9	29,2	15,1	58,3	110,5	29,8	11,6	31,2	24,6	39,6
4° trim.	469,3	8,5	14,3	58,2	62,6	22,5	28,7	15,2	54,0	111,4	29,2	11,2	32,5	24,8	36,7
2013 1° trim.	474,5	8,6	14,5	58,5	64,0	23,1	28,2	15,6	55,5	111,2	29,6	11,0	34,3	25,0	36,1
2° trim.	473,7	8,6	14,6	59,0	63,3	22,5	27,4	15,5	55,0	110,1	29,9	10,7	33,1	24,6	40,1
3° trim.	471,7	.	.	.	.	21,4	27,7	14,7	55,1	109,9	31,3	11,1	31,9	24,8	.
2013 apr.	159,4	2,8	4,8	18,9	20,7	7,5	9,2	5,1	18,4	36,7	10,1	3,5	11,0	8,0	16,1
mag.	156,1	2,9	5,0	20,1	21,3	7,7	9,3	5,3	18,8	37,4	10,0	3,6	11,1	8,6	8,8
giu.	158,2	2,9	4,7	20,0	21,3	7,3	8,9	5,1	17,7	36,0	9,9	3,6	11,0	8,0	15,2
lug.	156,3	2,9	5,2	20,0	21,5	7,4	9,5	4,9	17,8	36,4	10,2	3,6	10,9	8,4	11,4
ago.	156,9	2,9	5,0	19,6	21,6	7,0	9,2	4,9	18,7	37,0	10,8	3,8	10,6	8,2	12,2
set.	158,5	.	.	.	.	7,0	9,0	5,0	18,6	36,5	10,3	3,8	10,4	8,2	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2012	100,0	1,8	3,1	12,2	13,4	4,8	6,2	3,2	11,9	23,4	6,4	2,4	6,7	5,2	8,1
<b>Importazioni (c.i.f.)</b>															
2011	1.761,4	29,9	53,2	166,8	231,7	138,8	81,6	35,0	140,8	553,5	218,5	52,6	129,2	91,2	109,8
2012	1.791,6	28,8	52,7	167,2	233,1	143,5	80,9	33,9	151,0	540,3	214,0	49,0	157,2	92,9	110,0
2012 2° trim.	449,7	7,3	13,1	41,2	57,9	35,1	19,7	8,4	38,0	137,6	56,0	12,6	38,4	23,1	29,9
3° trim.	448,8	7,2	13,5	42,2	58,5	33,9	21,1	8,4	39,2	133,3	53,5	12,1	39,3	23,3	29,0
4° trim.	440,0	7,1	12,8	41,5	58,4	36,7	20,0	8,6	35,9	131,0	51,2	11,4	39,8	22,6	25,4
2013 1° trim.	436,5	7,7	13,3	42,0	59,0	38,7	20,2	8,8	35,5	127,4	51,7	10,7	38,6	21,2	24,1
2° trim.	432,9	7,6	13,4	40,9	58,5	34,2	20,5	8,7	37,3	127,2	50,8	10,7	36,2	20,2	28,2
3° trim.	434,4	.	.	.	.	35,9	20,8	8,9	37,5	127,2	50,6	10,4	33,8	20,1	.
2013 apr.	144,5	2,4	4,4	13,1	19,2	12,2	6,3	2,9	12,2	42,5	16,5	3,6	12,6	6,5	10,1
mag.	142,9	2,5	4,5	14,1	19,5	11,5	7,1	2,9	12,7	43,4	17,8	3,7	11,7	6,9	6,1
giu.	145,5	2,7	4,5	13,6	19,7	10,5	7,0	2,9	12,4	41,3	16,5	3,5	12,0	6,8	12,0
lug.	145,5	2,6	4,8	13,7	19,9	11,7	7,0	3,0	12,6	42,6	16,9	3,4	11,9	6,9	9,0
ago.	144,6	2,7	4,5	13,9	19,9	12,5	7,1	2,9	12,3	42,6	16,9	3,6	11,2	6,5	8,4
set.	144,2	.	.	.	.	11,8	6,7	3,0	12,6	42,0	16,8	3,5	10,6	6,7	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2012	100,0	1,6	2,9	9,3	13,0	8,0	4,5	1,9	8,4	30,2	11,9	2,7	8,8	5,2	6,1
<b>Saldo</b>															
2011	-13,3	3,0	7,3	46,6	18,9	-58,8	27,6	21,7	59,8	-147,9	-102,9	-13,2	-16,9	-6,5	32,0
2012	89,6	5,0	6,4	63,3	19,3	-53,4	35,6	25,5	73,1	-100,5	-93,2	-4,3	-30,9	4,5	41,7
2012 2° trim.	19,1	1,3	1,8	16,1	5,2	-12,4	9,5	6,1	18,2	-28,4	-25,6	-1,2	-7,0	1,3	7,5
3° trim.	27,4	1,2	1,3	16,0	4,9	-10,9	8,1	6,6	19,1	-22,7	-23,7	-0,6	-8,1	1,3	10,6
4° trim.	29,3	1,4	1,5	16,7	4,1	-14,3	8,7	6,6	18,1	-19,6	-22,0	-0,2	-7,4	2,2	11,3
2013 1° trim.	38,0	0,9	1,2	16,5	4,9	-15,6	8,0	6,8	20,1	-16,2	-22,1	0,4	-4,2	3,8	11,9
2° trim.	40,8	1,0	1,1	18,1	4,9	-11,8	7,0	6,8	17,6	-17,1	-20,9	0,0	-3,1	4,4	11,9
3° trim.	37,4	.	.	.	.	-14,5	6,9	5,8	17,6	-17,3	-19,4	0,7	-1,8	4,7	.
2013 apr.	14,9	0,4	0,4	5,8	1,5	-4,7	2,9	2,2	6,2	-5,8	-6,4	-0,1	-1,6	1,5	6,1
mag.	13,2	0,4	0,5	5,9	1,8	-3,8	2,2	2,4	6,1	-6,1	-7,8	0,0	-0,6	1,7	2,6
giu.	12,7	0,2	0,3	6,3	1,6	-3,3	1,8	2,2	5,3	-5,3	-6,7	0,1	-1,0	1,3	3,2
lug.	10,8	0,3	0,4	6,3	1,6	-4,3	2,6	1,9	5,2	-6,2	-6,7	0,2	-1,0	1,5	2,4
ago.	12,3	0,2	0,4	5,7	1,7	-5,5	2,1	1,9	6,4	-5,6	-6,2	0,2	-0,6	1,8	3,8
set.	14,3	.	.	.	.	-4,7	2,3	1,9	6,0	-5,5	-6,4	0,3	-0,2	1,5	.

Fonte: Eurostat.

## TASSI DI CAMBIO

### 8.1 Tassi di cambio effettivi <sup>1)</sup>

(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

	TCE-21						TCE-40	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM <sup>2)</sup> reale	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2010	103,6	101,5	98,2	96,5	112,3	97,9	111,5	98,1
2011	103,4	100,6	97,6	95,0	110,7	96,2	112,2	97,6
2012	97,9	95,5	93,3	89,7	105,0	90,5	107,1	92,8
2012 3° trim.	95,9	93,7	91,8	87,8	103,1	89,1	105,0	91,2
4° trim.	97,9	95,5	93,7	89,5	103,5	89,3	107,4	92,9
2013 1° trim.	100,8	98,2	96,2	92,1	106,8	92,5	110,2	95,0
2° trim.	100,9	98,2	96,1	92,6	106,7	92,0	110,6	95,0
3° trim.	101,9	99,1	97,0	-	-	-	112,9	96,8
2012 nov.	97,3	94,9	93,1	-	-	-	106,7	92,3
dic.	98,7	96,2	94,4	-	-	-	108,3	93,5
2013 gen.	100,4	98,0	96,0	-	-	-	109,9	94,8
feb.	101,7	99,0	97,0	-	-	-	111,2	95,7
mar.	100,2	97,8	95,5	-	-	-	109,5	94,4
apr.	100,5	97,8	95,8	-	-	-	109,8	94,3
mag.	100,6	98,0	95,8	-	-	-	110,0	94,5
giu.	101,6	98,8	96,7	-	-	-	112,0	96,1
lug.	101,5	98,8	96,6	-	-	-	112,0	96,1
ago.	102,2	99,5	97,2	-	-	-	113,4	97,3
set.	102,0	99,1	97,1	-	-	-	113,3	96,9
ott.	102,9	99,7	98,1	-	-	-	114,2	97,3
nov.	102,7	99,4	98,0	-	-	-	114,2	97,1
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2013 nov.	-0,2	-0,3	-0,2	-	-	-	0,0	-0,2
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2013 nov.	5,5	4,7	5,2	-	-	-	7,0	5,3

### 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 CLUPM<sup>2)</sup> 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
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
3° trim.	1,9558	25,853	7,4580	7,5459	0,7025	3,4528	297,96	4,2477	4,4410	8,6798	0,85453	2,6092
2013 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
set.	1,9558	25,789	7,4579	7,5985	0,7026	3,4528	299,75	4,2371	4,4633	8,6758	0,84171	2,6952
ott.	1,9558	25,662	7,4592	7,6193	0,7028	3,4528	294,76	4,1902	4,4444	8,7479	0,84720	2,7095
nov.	1,9558	26,927	7,4587	7,6326	0,7028	3,4528	297,68	4,1887	4,4452	8,8802	0,83780	2,7316
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2013 nov.	0,0	4,9	0,0	0,2	0,0	0,0	1,0	0,0	0,0	1,5	-1,1	0,8
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2013 nov.	0,0	6,2	0,0	1,2	0,9	0,0	5,5	1,4	-1,8	3,2	4,2	18,7

	Dollaro australiano 13	Real brasiliano 14	Dollaro canadese 15	Yuan renminbi cinese 16	Dollaro di Hong Kong 17	Rupia indiana <sup>1)</sup> 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
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
3° trim.	1,4465	3,0304	1,3760	8,1111	10,2696	82,3565	14,115,14	4,7459	131,02	4,2904
2013 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
set.	1,4379	3,0345	1,3817	8,1690	10,3504	85,2678	15,073,16	4,7636	132,41	4,3410
ott.	1,4328	2,9860	1,4128	8,3226	10,5724	84,0071	15,109,54	4,8232	133,32	4,3283
nov.	1,4473	3,0959	1,4145	8,2221	10,4604	84,4990	15,575,06	4,7711	134,97	4,3176
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>										
2013 nov.	1,0	3,7	0,1	-1,2	-1,1	0,6	3,1	-1,1	1,2	-0,2
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>										
2013 nov.	17,4	16,8	10,6	2,8	5,2	20,2	26,2	-4,5	29,9	10,1

	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
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
3° trim.	17,1005	1,6612	7,9303	57,813	43,4394	1,6795	13,2329	1,469,03	1,2348	41,675	1,3242
2013 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
set.	17,4471	1,6406	7,9725	58,346	43,5144	1,6860	13,3287	1,446,60	1,2338	42,312	1,3348
ott.	17,7413	1,6351	8,1208	58,809	43,7440	1,6956	13,5283	1,454,73	1,2316	42,549	1,3635
nov.	17,6340	1,6327	8,2055	58,811	44,1581	1,6833	13,7626	1,434,06	1,2316	42,695	1,3493
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2013 nov.	-0,6	-0,1	1,0	0,0	0,9	-0,7	1,7	-1,4	0,0	0,3	-1,0
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2013 nov.	5,2	4,3	11,8	11,6	9,7	7,3	21,8	2,8	2,2	8,4	5,2

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
<b>IACP</b>											
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 2° trim.	1,1	1,5	0,5	2,3	-0,1	1,4	1,9	0,5	4,4	0,3	2,7
3° trim.	-0,7	1,2	0,2	2,2	0,0	0,5	1,6	0,9	2,4	0,7	2,7
2013 ago.	-0,7	1,2	0,1	2,4	-0,1	0,5	1,6	0,9	2,6	0,8	2,7
set.	-1,3	1,0	0,2	1,7	-0,4	0,5	1,6	0,9	1,1	0,5	2,7
ott.	-1,1	0,8	0,3	0,8	0,0	0,5	1,1	0,7	1,2	0,2	2,2
<b>Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL</b>											
2010	-3,1	-4,7	-2,5	-6,4	-8,1	-7,2	-4,3	-7,9	-6,8	0,3	-10,1
2011	-2,0	-3,2	-1,8	-7,8	-3,6	-5,5	4,3	-5,0	-5,6	0,2	-7,7
2012	-0,8	-4,4	-4,1	-5,0	-1,3	-3,2	-2,0	-3,9	-3,0	-0,2	-6,1
<b>Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL</b>											
2010	16,2	38,4	42,7	44,9	44,4	37,8	82,2	54,9	30,5	39,4	78,4
2011	16,3	41,4	46,4	51,6	41,9	38,3	82,1	56,2	34,7	38,6	84,3
2012	18,5	46,2	45,4	55,5	40,6	40,5	79,8	55,6	37,9	38,2	88,7
<b>Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno; media nel periodo</b>											
2013 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
ago.	3,51	2,40	1,94	5,04	3,25	3,65	6,31	4,30	5,04	2,34	2,29
set.	3,64	2,42	2,10	4,92	3,45	3,89	6,16	4,49	5,27	2,60	2,44
ott.	3,71	2,33	1,93	4,99	3,78	4,01	5,58	4,28	5,22	2,44	2,26
<b>Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno; media nel periodo</b>											
2013 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	4,27	1,20	0,51
ago.	1,09	0,46	0,27	1,91	0,29	0,41	3,92	2,70	3,66	1,20	0,51
set.	1,05	0,45	0,27	1,90	0,27	0,40	-	2,69	3,40	1,21	0,52
ott.	1,03	0,45	0,27	1,72	0,27	0,40	3,60	2,67	2,86	1,21	0,52
<b>PIL a prezzi costanti</b>											
2011	1,8	1,8	1,1	0,0	5,3	6,0	1,6	4,5	2,3	2,9	1,1
2012	0,8	-1,0	-0,4	-2,0	5,0	3,7	-1,7	1,9	0,4	0,9	0,1
2013 1° trim.	0,4	-2,4	-0,7	-1,0	6,7	3,8	-0,3	0,8	2,3	1,6	0,2
2° trim.	0,2	-1,5	0,5	-0,8	4,6	3,8	0,5	1,2	1,6	0,6	1,3
3° trim.	0,7	-1,3	0,5	.	.	2,3	1,6	1,7	4,1	0,3	1,5
<b>Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL</b>											
2011	1,4	-2,3	6,3	-0,8	0,0	-1,2	2,8	-3,0	-3,9	5,9	-1,1
2012	0,1	-1,1	6,0	0,2	0,5	2,0	3,6	-1,5	-3,0	5,9	-3,6
2013 1° trim.	-4,7	1,6	3,1	-14,2	0,3	-2,5	5,9	-1,6	2,1	6,7	-5,7
2° trim.	6,0	-0,5	8,3	-2,2	3,0	9,2	6,1	3,9	3,0	6,1	-2,7
3° trim.	12,8	1,3	8,5	.	.	2,1	7,8	0,0	0,7	5,9	.
<b>Debito estero lordo in percentuale del PIL</b>											
2011	94,3	59,6	183,4	102,9	145,0	77,4	149,3	72,3	77,2	200,0	419,6
2012	94,9	60,2	181,9	101,6	136,4	75,4	128,9	71,1	75,2	191,2	383,1
2013 1° trim.	93,8	61,8	182,3	101,9	138,8	74,0	133,2	72,7	74,8	195,1	389,1
2° trim.	92,9	62,8	174,2	104,4	137,8	70,0	127,6	74,0	73,3	197,8	384,2
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	197,6	.
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto</b>											
2011	2,5	0,5	0,0	0,7	2,2	0,7	2,3	1,1	0,6	0,1	1,4
2012	-0,5	3,3	1,5	1,2	3,3	1,9	2,7	0,8	7,0	2,9	3,0
2013 1° trim.	12,9	0,7	1,7	3,5	0,2	0,4	9,7	2,9	1,2	2,1	0,4
2° trim.	13,0	0,9	1,3	1,2	3,7	3,3	9,8	.	2,5	0,5	2,0
3° trim.	8,3	1,8	0,9	.	.	.	8,7	.	.	1,7	2,5
<b>Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)</b>											
2011	11,3	6,7	7,6	13,5	16,3	15,4	11,0	9,6	7,4	7,8	8,0
2012	12,3	7,0	7,5	15,9	14,9	13,4	10,9	10,1	7,0	8,0	7,9
2013 2° trim.	12,9	7,0	6,8	16,9	11,6	11,9	10,4	10,5	7,4	8,0	7,7
3° trim.	13,1	6,9	7,1	17,0	11,9	11,5	10,1	10,3	7,3	7,9	.
2013 ago.	13,1	6,9	7,1	17,0	11,9	11,6	10,1	10,2	7,3	8,0	7,5
set.	13,1	6,9	6,8	17,2	11,9	11,4	10,1	10,2	7,3	8,0	.
ott.	13,2	6,8	6,7	17,6	.	11,1	.	10,2	7,3	7,9	.

Fonti: BCE, Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali, Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

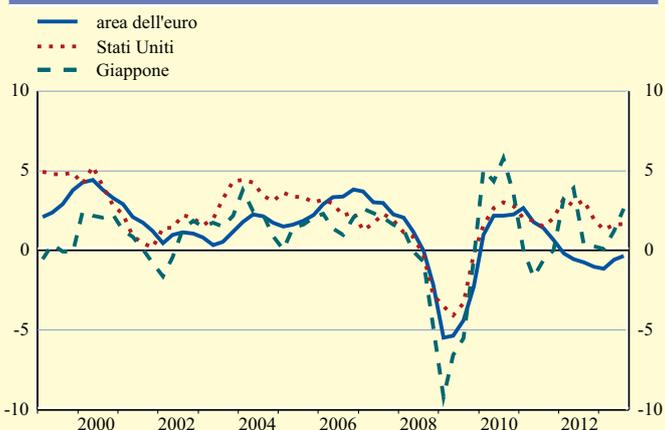
## 9.2 Indicatori economici e finanziari negli Stati Uniti e in Giappone

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>1)</sup>	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione, in percentuale della forza lavoro <sup>2)</sup> (dest.)	Aggregato monetario ampio <sup>3)</sup>	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi <sup>4)</sup>	Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero; <sup>5)</sup> dati di fine periodo	Tasso di cambio <sup>5)</sup> (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) pubblico in percentuale del PIL	Debito pubblico <sup>6)</sup> in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Stati Uniti</b>											
2009	-0,4	-2,0	-2,8	-13,6	9,3	8,0	0,69	4,17	1,3948	-12,8	70,8
2010	1,6	-1,2	2,5	6,6	9,6	2,5	0,34	3,57	1,3257	-12,2	79,2
2011	3,2	2,0	1,8	3,6	8,9	7,3	0,34	2,10	1,3920	-10,7	83,1
2012	2,1	1,1	2,8	4,2	8,1	8,6	0,43	1,88	1,2848	-9,3	86,5
2012 3° trim.	1,7	-0,4	3,1	3,9	8,0	7,1	0,43	1,77	1,2502	-9,3	85,4
4° trim.	1,9	4,3	2,0	3,3	7,8	7,6	0,32	1,88	1,2967	-9,0	86,5
2013 1° trim.	1,7	1,7	1,3	2,5	7,7	7,3	0,29	2,09	1,3206	-7,2	88,0
2° trim.	1,4	1,6	1,6	2,1	7,6	7,0	0,28	2,82	1,3062	-5,7	87,2
3° trim.	1,6	1,9	1,6	2,3	7,3	6,6	0,26	2,91	1,3242	-	-
2013 lug.	2,0	-	-	1,4	7,4	6,9	0,27	2,91	1,3080	-	-
ago.	1,5	-	-	2,9	7,3	6,7	0,26	3,11	1,3310	-	-
set.	1,2	-	-	2,7	7,2	6,4	0,25	2,91	1,3348	-	-
ott.	1,0	-	-	3,6	7,3	6,8	0,24	2,84	1,3635	-	-
nov.	-	-	-	-	-	-	0,24	2,99	1,3493	-	-
<b>Giappone</b>											
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	1,9	0,6	4,4	2,5	0,19	0,84	102,49	-	-
2012 3° trim.	-0,4	-0,9	0,4	-3,9	4,3	2,4	0,19	0,78	98,30	-	-
4° trim.	-0,2	-1,0	0,2	-6,0	4,2	2,3	0,19	0,84	105,12	-	-
2013 1° trim.	-0,6	-0,3	0,1	-7,8	4,2	2,9	0,16	0,70	121,80	-	-
2° trim.	-0,3	-0,6	1,2	-3,1	4,0	3,5	0,16	1,02	129,07	-	-
3° trim.	0,9	-	2,6	2,2	4,0	3,8	0,15	0,88	131,02	-	-
2013 lug.	0,7	-	-	1,9	3,8	3,7	0,16	1,01	130,39	-	-
ago.	0,9	-	-	-0,4	4,1	3,8	0,15	0,93	130,34	-	-
set.	1,1	-	-	5,1	4,0	3,9	0,15	0,88	132,41	-	-
ott.	1,1	-	-	4,8	-	4,1	0,15	0,76	133,32	-	-
nov.	-	-	-	-	-	-	0,14	0,79	134,97	-	-

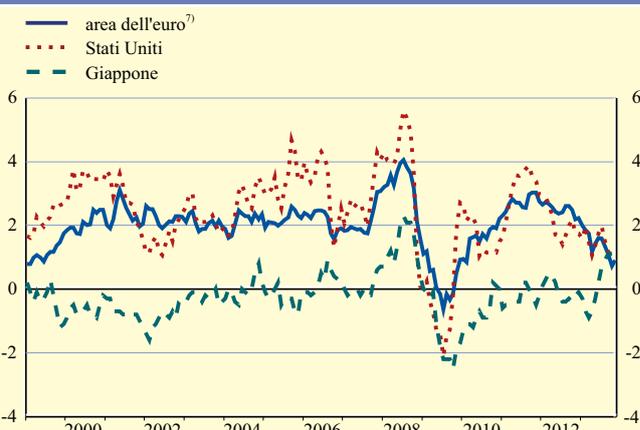
### F41 PIL a prezzi costanti

(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	<b>S12</b>
F2	Contropartite	<b>S12</b>
F3	Componenti degli aggregati monetari	<b>S13</b>
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	<b>S13</b>
F5	Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie	<b>S14</b>
F6	Prestiti alle famiglie	<b>S14</b>
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche	<b>S16</b>
F8	Prestiti a non residenti nell'area dell'euro	<b>S16</b>
F9	Depositi totali per settore ( <i>intermediari finanziari</i> )	<b>S17</b>
F10	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ( <i>intermediari finanziari</i> )	<b>S17</b>
F11	Depositi totali per settore ( <i>società non finanziarie e famiglie</i> )	<b>S18</b>
F12	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ( <i>società non finanziarie e famiglie</i> )	<b>S18</b>
F13	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	<b>S19</b>
F14	Disponibilità in titoli delle IFM	<b>S20</b>
F15	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	<b>S35</b>
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati stagionalizzati e non stagionalizzati	<b>S37</b>
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	<b>S38</b>
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	<b>S39</b>
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	<b>S40</b>
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	<b>S41</b>
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	<b>S43</b>
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	<b>S43</b>
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	<b>S44</b>
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	<b>S44</b>
F25	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	<b>S45</b>
F26	<i>Spread</i> e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro	<b>S45</b>
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	<b>S46</b>
F28	Occupazione: occupati e ore lavorate	<b>S55</b>
F29	Tasso di disoccupazione e tasso di posti vacanti	<b>S55</b>
F30	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	<b>S60</b>
F31	Debito (definizione di Maastricht)	<b>S60</b>
F32	B.d.p. dell'area dell'euro: conto corrente	<b>S61</b>
F33	B.d.p. dell'area dell'euro: investimenti diretti e di portafoglio	<b>S61</b>
F34	B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei beni	<b>S62</b>
F35	B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei servizi	<b>S62</b>
F36	Posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro	<b>S65</b>
F37	Posizione patrimoniale dell'area dell'euro per investimenti diretti e di portafoglio	<b>S65</b>
F38	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM	<b>S70</b>
F39	Tassi di cambio effettivi	<b>S73</b>
F40	Tassi di cambio bilaterali	<b>S73</b>
F41	PIL a prezzi costanti	<b>S76</b>
F42	Indici dei prezzi al consumo	<b>S76</b>





## 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](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione "Monetary and financial statistics" della sezione "Statistics".

Il tasso di crescita sui dodici mesi  $a_t$  – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese  $t$  – può essere calcolato utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(g) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(h) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

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'EURO<sup>1)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA<sup>2)</sup>. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette<sup>3)</sup>. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

### SEZIONI DA 3.1 A 3.5

#### UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella sezione 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per le transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle 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](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione "Monetary and financial statistics".
- 2) Per ulteriori dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual e*, Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia *model-based* di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall Programs *TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.
- 3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ovvero dicembre 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 <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione per le emissioni totali di titoli è effettuata in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti per settore e per scadenza.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze nozionali. Le stime ottenute dei fattori stagionali vengono poi applicate alle consistenze, dalle quali si derivano le emissioni nette destagionalizzate. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

4) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione “Statistics” del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione “Monetary and financial statistics”.

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 <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni industriali non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici viene aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

#### TAVOLA 2 DELLA SEZIONE 7.1

##### DESTAGIONALIZZAZIONE DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA oppure TRAMO-SEATS a seconda della voce. I dati grezzi sui beni, sui servizi, sui redditi e sui trasferimenti correnti vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle giornate lavorative. La correzione per il numero di giornate lavorative nel conto corrente dei beni e in quello dei servizi tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. La destagionalizzazione di queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del conto corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagionalizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti dell'area dell'euro. I fattori stagionali (e quelli relativi alle giornate lavorative) vengono rivisti con frequenza semestrale o qualora ritenuto necessario.

#### SEZIONE 7.3

##### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI E ANNUALI

Il tasso di crescita sui dodici mesi per il trimestre  $t$  si calcola sulla base delle posizioni ( $L_t$ ) e delle transazioni trimestrali ( $F_t$ ), utilizzando la seguente formula:

$$(r) \quad a_t = \left( \prod_{i=t-3}^t \left( 1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Il tasso di crescita per le serie annuali equivale al tasso di crescita dell'ultimo trimestre dell'anno.



## NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie storiche più dettagliate e più estese, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)). È possibile consultare i dati nello *Statistical Data Warehouse* della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), predisposto con strumenti di ricerca e di *download*. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di *file* compressi in formato *Comma Separated Value* (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu).

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 4 dicembre 2013.

Tutte le serie si riferiscono al gruppo dei 17 paesi membri dell'area dell'euro (gli Euro 17) per l'intera serie storica, salvo diversa indicazione. Per i tassi di interesse, le statistiche monetarie, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e le riserve ufficiali – nonché, per ragioni di coerenza, per le componenti e controparti di M3 e per le componenti dello IAPC – le serie statistiche si riferiscono all'area dell'euro nella sua composizione evolutiva.

La composizione dell'area dell'euro è variata diverse volte nel corso degli anni. Quando è stato introdotto l'euro nel 1999, l'area dell'euro comprendeva i seguenti 11 paesi (gli Euro 11): Belgio, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. La Grecia ha aderito nel 2001, dando vita agli Euro 12. Si è passati agli Euro 13 con l'ingresso della Slovenia nel 2007; Cipro e Malta sono entrati nel 2008, dando origine agli Euro 15; con l'ingresso della Slovacchia nel 2009 si è passati agli Euro 16. Con l'adesione dell'Estonia nel 2011, il numero dei paesi dell'area dell'euro è salito a 17. Da ottobre 2012 le statistiche dell'area dell'euro includono il Meccanismo europeo di stabilità, un'istituzione finanziaria internazionale residente nell'area dell'euro a fini statistici.

### SERIE STATISTICHE CON COMPOSIZIONE FISSA

Serie statistiche aggregate relative a composizioni fisse dell'area dell'euro si riferiscono ad una determinata composizione, invariata per l'intera serie storica, indipendentemente dall'effettiva composizione prevalente nel periodo di riferimento delle statistiche. Ad esempio, serie aggregate sono calcolate per gli Euro 17 per tutti gli anni, indipendentemente dal fatto che l'area dell'euro abbia questa composizione solo da gennaio 2011. Salvo diversa indicazione, il Bollettino mensile della BCE contiene serie statistiche relative all'attuale composizione dell'area.

### SERIE STATISTICHE CON COMPOSIZIONE EVOLUTIVA

Serie statistiche aggregate con composizione evolutiva dell'area dell'euro tengono conto della composizione dell'area dell'euro prevalente al periodo di riferimento delle statistiche. Ad esempio, serie statistiche dell'area dell'euro con composizione evolutiva aggregano i dati degli Euro 11 per il periodo fino alla fine del 2000, degli Euro 12 per il periodo dal 2001 alla fine del 2006, e così via. Seguendo questa impostazione, ciascuna serie statistica copre tutte le diverse composizioni dell'area dell'euro.

Per lo IAPC, così come per le statistiche che si basano sui bilanci del settore delle IFM ("statistiche monetarie"), i tassi di variazione sono compilati sulla base di indici concatenati, per i quali la nuova

composizione ottenuta mediante il fattore di concatenamento decorre dal momento in cui il nuovo paese accede all'area dell'euro. Pertanto, qualora l'accesso di un paese avvenga a gennaio di un determinato anno, i fattori che contribuiscono agli indici concatenati si riferiscono alla precedente composizione dell'area dell'euro, fino a dicembre dell'anno precedente incluso, e per i mesi successivi alla composizione più ampia. Per ulteriori dettagli, cfr. *Manual on MFI balance sheet statistics* nella sezione "Statistics" del sito della BCE.

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – originariamente espressi nelle monete nazionali dei paesi partecipanti e convertiti in ECU utilizzando i tassi di cambio correnti – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche monetarie, i dati anteriori al 1999<sup>1)</sup> sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio fissi irrevocabili con l'euro adottati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano su dati espressi in termini di moneta nazionale.

Laddove necessario, sono stati utilizzati metodi di aggregazione e/o consolidamento (compreso il consolidamento tra paesi).

I dati più recenti sono in molti casi provvisori e potranno essere rivisti in futuro. Eventuali discrepanze tra i totali e la somma delle loro componenti possono derivare da arrotondamenti.

Il gruppo "Altri Stati membri dell'UE" è costituito da: Bulgaria, Repubblica Ceca, Danimarca, 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/2008/32<sup>2)</sup>. Definizioni dettagliate sul settore sono contenute nella terza edizione della pubblicazione *Monetary Financial institutions and market statistics sector manual - Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, marzo 2007).

La sezione 2.8 riporta le consistenze in essere e le transazioni relative al bilancio dei fondi di investimento dell'area dell'euro (esclusi i fondi comuni monetari, che sono ricompresi nelle statistiche sui bilanci delle IFM). I fondi di investimento sono organismi che investono il capitale raccolto tra il pubblico in attività finanziarie e/o non finanziarie. Una lista completa dei fondi di investimento dell'area dell'euro è disponibile sul sito Internet della BCE. Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le attività le quote/partecipazioni emesse da altri fondi di investimento. Le quote/partecipazioni emesse dai fondi di investimento sono anche disaggregate per strategia d'investimento (fondi obbligazionari, fondi azionari, fondi misti, fondi immobiliari, *hedge fund* e altri fondi) e per tipo (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.9 fornisce ulteriori dettagli sui principali tipi di attività detenute dai fondi comuni di investimento dell'area dell'euro. La sezione riporta una scomposizione geografica degli emittenti dei titoli di

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/2007/8<sup>3)</sup> relativo alle statistiche sulle attività e passività dei fondi di investimento. Ulteriori informazioni sulle statistiche relative ai fondi di investimento sono disponibili nel *Manual on investment fund statistics* (BCE, maggio 2009).

La sezione 2.10 presenta il bilancio aggregato delle società veicolo finanziarie (SVF) residenti nell'area dell'euro. Le SVF sono società costituite per effettuare operazioni di cartolarizzazione. La cartolarizzazione consiste tipicamente nel trasferimento di una attività o di un insieme di attività ad una SVF che iscrive tali attività nel proprio bilancio come prestiti cartolarizzati, titoli non azionari, altre attività cartolarizzate. Il rischio di credito collegato a una attività o a un insieme di attività può venir trasferito a una SVF anche mediante l'uso di *credit default swaps*, garanzie o altri meccanismi simili. Il collaterale detenuto dalle SVF a fronte di tali esposizioni è costituito da depositi presso le IFM oppure da titoli diversi dalle azioni. Le SVF di norma cartolarizzano prestiti originati dal settore delle IFM. Le SVF devono segnalare tali prestiti nel bilancio o, indipendentemente dalla facoltà prevista per le IFM dalle regole contabili di cancellare il prestito dal proprio bilancio. Trovano separata indicazione i dati relativi ai prestiti cartolarizzati dalle SVF che rimangono iscritti nei bilanci delle IFM (e sono quindi segnalati nelle statistiche di quest'ultime). Da dicembre 2009 la raccolta dei dati trimestrali viene effettuata sulla base del Regolamento BCE/2008/30<sup>4)</sup>.

La sezione 2.11 riporta il bilancio aggregato delle società di assicurazione e dei fondi pensione residenti nell'area dell'euro. Le società di 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 stagionalizzati 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 Svensson<sup>5)</sup>. Sono disponibili anche gli *spread* tra i tassi a dieci anni e i tassi a tre mesi e a due anni. Ulteriori curve dei rendimenti (pubblicate giornalmente e corredate di figure e tavole) sono 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 termine<sup>6)</sup>. A partire da gennaio 2009, per la produzione di statistiche di breve termine è stata utilizzata la classificazione delle attività economiche (NACE Rev. 2) prevista dal Regolamento (CE) n. 1893/2006 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 dicembre 2006, che definisce la classificazione statistica delle attività economiche NACE Revisione 2 e modifica il Regolamento (CEE) n. 3037/90 del Consiglio nonché alcuni regolamenti (CE) relativi a settori statistici specifici<sup>7)</sup>. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE Rev. 2 sezioni da B a E) dei "Raggruppamenti principali di industrie", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 656/2007 del 14 giugno 2007<sup>8)</sup>. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex fabrica* e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I due indici dei prezzi delle materie prime non energetiche presentati nella tavola 3, sezione 5.1 sono redatti utilizzando lo stesso insieme di materie prime, ma avvalendosi di due diversi schemi di ponderazione: uno basato sulle rispettive importazioni di materie prime dell'area dell'euro (colonne 2-4) e l'altro (colonne 5-7) basato su una stima della domanda interna dell'area dell'euro, o "utilizzo", tenendo conto delle informazioni sulle importazioni, esportazioni e della produzione interna di ciascuna materia prima (ignorando, per semplificare, le scorte ritenute relativamente stabili nel periodo osservato). L'indice dei prezzi delle materie prime ponderato in base alle importazioni è adeguato all'analisi degli sviluppi esterni, mentre quello ponderato in base all'utilizzo è adatto allo scopo specifico dell'analisi delle pressioni internazionali dei prezzi delle materie prime sull'inflazione dell'area dell'euro. Gli indici delle materie prime ponderati in base all'utilizzo rappresentano dati sperimentali. Per maggiori dettagli sulla compilazione degli indici dei prezzi delle 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 lavoro<sup>9)</sup> e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003<sup>10)</sup>. Una scomposizione degli indicatori di costo del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. la colonna "per memoria" della tavola 5 nella sezione 5.1) sulla base di dati a definizione nazionale non armonizzati.

I dati relativi alle componenti del costo del lavoro per unità di prodotto (tavola 4 della sezione 5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2 nella sezione 5.2), ai deflatori del PIL (tavola 3 nella sezione 5.1) e le statistiche sull'occupazione (tavola 1 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95<sup>11)</sup>. Il SEC 95 è stato modificato dal Regolamento (UE) della Commissione del 10 agosto 2010<sup>12)</sup> che ha adottato la revisione della classificazione statistica delle attività economiche, NACE Revisione2. La pubblicazione dei conti nazionali dell'area dell'euro, sulla base della nuova classificazione, è stata avviata a dicembre 2011.

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 2000<sup>13)</sup>, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordoconsolidato delle amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. I disavanzi/avanzi riportati per i singoli paesi dell'area dell'euro corrispondono alla voce B.9 della procedura per i disavanzi eccessivi così come definita nel Regolamento (CE) n. 479/2009 del Consiglio per quanto riguarda i riferimenti al SEC 95. La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-debito – è da attribuire principalmente alle transazioni delle amministrazioni pubbliche in attività finanziarie e a effetti di valutazione dovuti al cambio. Nella sezione 6.4 vengono presentati i dati trimestrali non destagionalizzati sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno 2002 sui conti trimestrali non finanziari delle amministrazioni pubbliche<sup>14)</sup>. Nella sezione 6.5 vengono presentati i dati trimestrali sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche, sul raccordo disavanzo-debito e sul fabbisogno delle amministrazioni pubbliche. Queste statistiche vengono compilate utilizzando i dati forniti dagli Stati membri in base ai Regolamenti (CE) n. 501/2004 e n. 222/2004 e quelli forniti dalle BCN.

## TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni da 7.1, a 7.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5<sup>a</sup> edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)<sup>15)</sup>, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)<sup>16)</sup>. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/ international investment position statistical methods* (maggio 2007) e nei rapporti delle *Task Force Portfolio Investment Collection Systems* (giugno 2002), *Portfolio Investment Income* (agosto 2003) e *Foreign Direct Investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti ([www.cmfb.org](http://www.cmfb.org)) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/Commissione europea (Eurostat) che analizza la qualità delle statistiche su bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale (giugno 2004). Il rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p/p.p.e. dell'area, basato sulle raccomandazioni della *Task Force* e sui principi di base dell'*ECB Statistics Quality Framework* di aprile 2008, è disponibile sul sito Internet della BCE.

Il 9 dicembre il Consiglio direttivo ha adottato l'Indirizzo BCE/2011/23<sup>17)</sup> 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. Tuttavia i dati sul conto corrente e sul conto capitale e sul debito estero lordo riportati nella tavola seguono criteri nazionali e non includono le società veicolo (*special-purpose vehicles*). I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. sezione 9.2) sono ottenuti da fonti nazionali.



## ALLEGATI

# CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA <sup>1)</sup>



### 3 MARZO 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 12 luglio 2011, decidendo in particolare di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

### 7 APRILE 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, all'1,25 per cento, con effetto dall'operazione 13 aprile 2011. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 2,00 e allo 0,50 per cento, a decorrere dal 13 aprile 2011.

### 5 MAGGIO 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,25, al 2,00 e allo 0,50 per cento.

### 9 GIUGNO 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,25, al 2,00 e allo 0,50 per cento. Ha inoltre deciso, per quanto riguarda le procedure d'asta e le modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino all'11 ottobre 2011, di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

### 7 LUGLIO 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, all'1,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento 13 luglio 2011. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 2,25 e allo 0,75 per cento, a decorrere dal 13 luglio 2011.

### 4 AGOSTO 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,50, al 2,25 e allo 0,75 per cento. Decide inoltre di adottare diverse misure per far fronte alle nuove tensioni in alcuni mercati finanziari. In

<sup>1)</sup> 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.

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.

### **12 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, 5 SETTEMBRE E 2 OTTOBRE 2013**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,50, all'1,00 e allo 0,00 per cento.

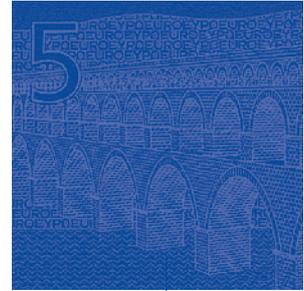
## **7 NOVEMBRE 2013**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base allo 0,25 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento 13 novembre 2013. Decide inoltre di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 25 punti base allo 0,75 per cento con effetto dal 13 novembre 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 al 7 luglio 2015, decidendo in particolare di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

## **5 DICEMBRE 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 0,25, allo 0,75 e allo 0,00 per cento.

# IL SISTEMA TARGET (SISTEMA TRANS-EUROPEO AUTOMATIZZATO DI TRASFERIMENTO ESPRESSO CON REGOLAMENTO LORDO IN TEMPO REALE)



Target2<sup>1)</sup> 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. Quasi 1000 istituti di credito in Europa utilizzano Target2 per effettuare pagamenti per proprio conto, di altri partecipanti (indiretti) 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.

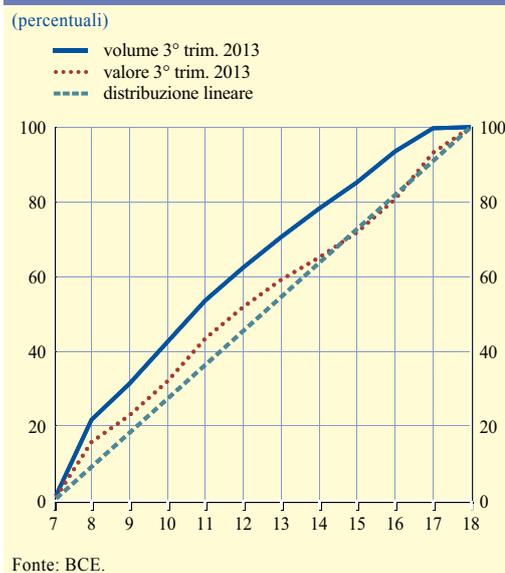
## I FLUSSI DI PAGAMENTO IN TARGET2

Nel terzo trimestre 2013 su Target2 sono state regolate 22.827.447 operazioni, per un valore totale di 121.184 miliardi di euro, che corrispondono, in termini di media giornaliera, a 345.807 operazioni per un valore medio giornaliero di 1.836 miliardi di euro. Il picco di traffico del trimestre si è registrato il 30 settembre, giorno in cui sono stati trattati 549.792 pagamenti. 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 conferma il forte interesse delle banche per il regolamento in moneta di banca centrale. 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 13,7 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, 216 pagamenti hanno superato il valore di 1 miliardo di euro. Tutti questi dati sono simili a quelli registrati per il trimestre precedente.

## ANDAMENTO INFRAGIORNALIERO DEI VOLUMI E DEI VALORI

La figura mostra la distribuzione infragiornaliera del traffico di Target2, vale a dire la percentuale dei volumi e dei valori gestiti in diversi orari della giornata operativa, per il terzo 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 (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.

### Andamento infragiornaliero



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 transazioni**

(numero dei pagamenti)

	2012 3° trim.	2012 4° trim.	2013 1° trim.	2013 2° trim.	2013 3° trim.
<b>Target2</b>					
Volume totale	22,301,632	23,167,441	22,321,754	23,600,140	22,827,447
Media giornaliera	343,102	361,991	360,028	374,605	345,870
<b>Euro1 (EBA)</b>					
Volume totale	16,269,790	16,667,334	15,800,866	16,614,190	15,919,832
Media giornaliera	250,304	260,427	254,853	263,717	241,210

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 transazioni**

(miliardi di euro)

	2012 3° trim.	2012 4° trim.	2013 1° trim.	2013 2° trim.	2013 3° trim.
<b>Target2</b>					
Valore totale	146,625	139,527	122,916	125,266	121,184
Media giornaliera	2,256	2,180	1,983	1,988	1,836
<b>Euro1 (EBA)</b>					
Valore totale	15,289	12,988	12,794	12,514	11,676
Media giornaliera	247	203	206	199	177

Nota: cfr. la nota della tavola 1.

**DISPONIBILITÀ OPERATIVA E PERFORMANCE DI TARGET2**

Nel terzo trimestre 2013 Target2 ha registrato una disponibilità del 100 per cento. Il 26 settembre la chiusura di Target2 è stata ritardata di due ore a causa di difficoltà tecniche nell'elaborazione dei file relativi ai sistemi ancillari. Tuttavia, il malfunzionamento non ha comportato la completa indisponibilità tecnica poiché il regolamento di altre attività si è svolto normalmente. Gli unici malfunzionamenti 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 che devono essere regolati normalmente perché siano soddisfatti i livelli di servizio previsti<sup>2)</sup> sono stati elaborati in meno di cinque minuti, soddisfacendo quindi appieno le aspettative riposte nel sistema.

2) I pagamenti che derivano da procedure di regolamento dell'interfaccia dedicata ai sistemi ancillari sono esclusi dalla misurazione della performance. Maggiori dettagli sugli indicatori di performance sono disponibili all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/paym/t2/professional/indicators/html/index.en.html>



## PUBBLICAZIONI PRODOTTE DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA

La BCE produce numerose pubblicazioni che forniscono informazioni sulle sue competenze principali: la politica monetaria, le statistiche, i sistemi di pagamento e di regolamento, la stabilità finanziaria e la vigilanza, la cooperazione europea e internazionale, e le questioni giuridiche.

### PUBBLICAZIONI STATUTARIE

- Rapporto annuale
- Rapporto sulla convergenza
- Bollettino mensile

### LAVORI DI RICERCA

- *Legal Working Paper Series*
- *Occasional Paper Series*
- *Research Bulletin*
- *Working Paper Series*

### ALTRE PUBBLICAZIONI

- *Enhancing monetary analysis*
- *Financial integration in Europe*
- *Financial Stability Review*
- *Statistics Pocket Book*
- *La Banca centrale europea: storia, ruolo e funzioni*
- *The international role of the euro*
- *L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro ("General Documentation")*
- *La politica monetaria della BCE*
- *The payment system*

La BCE pubblica anche *brochure* e materiale informativo su un'ampia varietà di tematiche, ad esempio le banconote e le monete in euro, nonché atti di seminari e conferenze.

Per una lista completa dei documenti (in formato PDF) pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, predecessore della BCE dal 1994 al 1998, si prega di visitare il sito Internet della BCE all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. I codici della lingua indicano in quali versioni ciascuna pubblicazione è disponibile.

Salvo diversa indicazione, le copie a stampa possono essere ottenute a titolo gratuito singolarmente o in abbonamento, fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo e-mail [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).





## GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html)).

**Altri investimenti [*other investment*]:** voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti, altri conti attivi e passivi.

**Amministrazioni pubbliche [*general government*]:** in base alla definizione del SEC 95, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato, fruibili dal singolo individuo e dalla collettività, e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

**Area dell'euro [*euro area*]:** l'area costituita dagli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato sul funzionamento dell'Unione europea

**Asta a tasso fisso [*fixed rate tender*]:** procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

**Asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo [*fixed rate full allotment tender procedure*]:** procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito dalla banca centrale (tasso fisso) e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi a quel tasso, sapendo in anticipo che tutte le richieste saranno soddisfatte (piena aggiudicazione dell'importo).

**Asta a tasso variabile [*variable rate tender*]:** procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

**Attività nette sull'estero delle IFM [*MFI net external assets*]:** le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

**Azioni [*equities*]:** titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria, come ad esempio le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

**Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [*balance of payments (b.o.p.)*]:** prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo.

**Bilancio consolidato del settore delle IFM [*consolidated balance sheet of the MFI sector*]:** bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri

soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

**Cancellazione [*write-off*]:** rimozione del valore di un prestito dal bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto interamente irrecuperabile.

**Cartolarizzazione [*securitisation*]:** operazione o insieme di operazioni mediante le quali una attività o un *pool* di attività che producono flussi di cassa, prevalentemente crediti (mutui ipotecari, prestiti al consumo, ecc.), vengono trasferiti da un *originator* (di norma un ente creditizio) a una società veicolo finanziaria (SVF). La SVF di fatto converte queste attività in titoli negoziabili, emettendo strumenti di debito nei quali il servizio del capitale e degli interessi viene effettuato mediante i flussi di cassa prodotti dal *pool* di attività sottostanti.

**Commercio con l'estero in beni [*external trade in goods*]:** esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

**Conti capitale [*capital accounts*]:** parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che riporta le variazioni nette della ricchezza, del risparmio, dei trasferimenti in conto capitale e delle acquisizioni nette di attività non finanziarie.

**Conto capitale [*capital account*]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutti i trasferimenti di capitale e le acquisizioni/dismissioni di attività non prodotte e non finanziarie fra residenti e non residenti.

**Conto corrente [*current account*]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a beni e servizi, redditi e trasferimenti correnti fra residenti e non residenti.

**Conto dei redditi [*income account*]:** un conto della b.d.p. che ricomprende due tipi di transazioni nei confronti dei non residenti: (a) quelle che riguardano le retribuzioni da lavoro dipendente corrisposte a lavoratori non residenti (ad esempio, i transfrontalieri, gli stagionali e altri lavoratori a breve termine); (b) quelle che riguardano gli introiti e gli esborsi per investimenti su attività o passività finanziarie sull'estero, inclusi gli introiti e gli esborsi su investimenti diretti, di portafoglio e altri investimenti, nonché gli introiti sulle riserve valutarie.

**Conto dei trasferimenti correnti [*current transfers account*]:** un conto tecnico della b.d.p. sul quale vengono registrati il valore di risorse reali o finanziarie qualora queste vengano trasferite senza ricevere alcuna contropartita. I trasferimenti correnti ricomprendono tutti i trasferimenti diversi da quelli di capitale.

**Conti finanziari [*financial accounts*]:** parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che presenta le posizioni finanziarie (consistenze o bilanci), le transazioni finanziarie e altre variazioni dei diversi settori istituzionali di un'economia per tipologia di attività finanziaria.

**Conto finanziario** [*financial account*]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono le transazioni fra residenti e non residenti relative a investimenti diretti e di portafoglio, altri investimenti, prodotti finanziari derivati e attività di riserva.

**Costo del lavoro per unità di prodotto** [*unit labour costs*]: indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi per occupato e la produttività del lavoro (definita come PIL, in volume, a prezzi costanti per persona occupata).

**Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro** [*MFI credit to euro area residents*]: prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (ivi incluse le amministrazioni pubbliche e il settore privato) e i titoli detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e titoli di debito) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

**Curva dei rendimenti** [*yield curve*]: rappresentazione grafica della relazione esistente, a una certa data, fra il tasso di interesse o il rendimento e la vita residua di titoli di debito con pari rischio di credito ma con differenti scadenze. L'inclinazione della curva può essere misurata come differenza fra i tassi di interesse o rendimenti per coppie di scadenze.

**Debito (conti finanziari)** [*debt (financial accounts)*]: i prestiti alle famiglie, nonché i prestiti, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie (risultanti dagli impegni assunti dai datori di lavoro nei confronti dei propri dipendenti finalizzati all'erogazione della pensione), valutati ai prezzi di mercato di fine periodo.

**Debito (riferito alle amministrazioni pubbliche)** [*debt (general government)*]: il debito lordo (banconote, monete e depositi, prestiti e titoli di debito) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche.

**Debito estero lordo** [*gross external debt*]: consistenze delle passività correnti effettive (ossia non potenziali) di un'economia che implicano, in una data futura, il pagamento del capitale o degli interessi a non residenti.

**Deflazione** [*deflation*]: un calo marcato e persistente dei prezzi di un insieme molto ampio di beni e servizi di consumo che viene incorporato nelle aspettative degli operatori.

**Depositi presso la banca centrale** [*deposit facility*]: operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messe a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti idonee possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso la propria BCN. Tali depositi sono remunerati a un tasso di interesse prestabilito, che di norma rappresenta il limite minimo dei tassi di interesse del mercato *overnight*.

**Disavanzo (riferito alle amministrazioni pubbliche)** [*deficit (general government)*]: l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, vale a dire la differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche.

**Disinflazione** [*disinflation*]: processo di rallentamento dell'inflazione che può condurre a tassi di inflazione temporaneamente negativi.

**Eonia** [*EONIA (euro overnight index average)*]: misura del tasso di interesse effettivo prevalente nel mercato interbancario *overnight* dell'euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di

interesse sulle operazioni di prestito *overnight* non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

**Euribor [EURIBOR (euro interbank offered rate)]**: tasso applicato ai prestiti denominati in euro tra banche considerate di primario *standing*; viene calcolato quotidianamente, per scadenze varie, non superiori ai dodici mesi, sulla base dei tassi di un campione di banche selezionate.

**Eurosistema [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.

