



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

01 | 2014

02 | 2014

03 | 2014

04 | 2014

05 | 2014

06 | 2014

07 | 2014

08 | 2014

09 | 2014

10 | 2014

11 | 2014

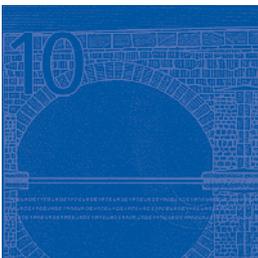
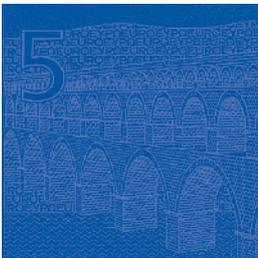
12 | 2014

**BOLLETTINO MENSILE
FEBBRAIO**



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



BOLLETTINO MENSILE FEBBRAIO 2014

Nel 2014 tutte
le pubblicazioni della BCE
saranno caratterizzate
da un motivo tratto
dalla banconota
da 20 euro

© Banca centrale europea, 2014

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.*

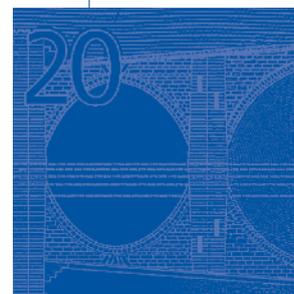
*È consentita la riproduzione
a fini didattici e non commerciali,
a condizione che venga citata la fonte.*

*Le statistiche contenute
in questo numero sono aggiornate
al 5 febbraio 2014.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

*Stampato nel mese di febbraio 2014
presso la Divisione Editoria e stampa
della Banca d'Italia in Roma.*



INDICE

EDITORIALE 5

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

1 Il contesto esterno all'area dell'euro 9

Riquadro 1 Le determinanti alla base della dinamica recente dell'inflazione a livello internazionale 10

Riquadro 2 L'aggiustamento del conto corrente negli Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale 18

2 Gli andamenti monetari e finanziari 22

Riquadro 3 Il settore lettero delle IFM e il suo impatto sulle statistiche monetarie dell'area dell'euro 23

Riquadro 4 Risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il quarto trimestre del 2013 28

Riquadro 5 I conti integrati dell'area dell'euro per il terzo trimestre del 2013 49

3 Prezzi e costi 55

Riquadro 6 Effetti base delle componenti volatili dello IAPC e impatto sull'inflazione armonizzata nel 2014 57

Riquadro 7 Indicatori sperimentali dei prezzi degli immobili commerciali 60

Riquadro 8 Risultati della Survey of Professional Forecasters della BCE per il primo trimestre del 2014 67

4 La produzione, la domanda e il mercato del lavoro 73

Riquadro 9 Gli andamenti della disoccupazione giovanile nell'area dell'euro dall'inizio della crisi 77

ARTICOLI

Andamenti nella riduzione della leva finanziaria nel settore societario dell'area dell'euro 85

Estensioni dei modelli per la valutazione della moneta e del credito 105

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO SI

ALLEGATI

Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema I

Pubblicazioni prodotte dalla Banca centrale europea V

Glossario VII

SIGLARIO

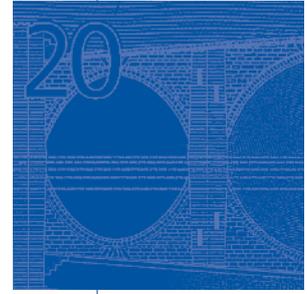
PAESI

BE	Belgio	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 6 febbraio, 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 più recenti confermano che la moderata ripresa economica dell'area dell'euro procede in linea con la precedente valutazione del Consiglio direttivo. Nel contempo le pressioni di fondo sui prezzi restano deboli nell'area e le dinamiche della moneta e del credito sono contenute. Le aspettative di inflazione per l'area dell'euro nel medio-lungo termine 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. Come è stato già rilevato, l'area dell'euro attraversa un prolungato periodo di bassa inflazione, al quale farà seguito un graduale andamento al rialzo verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento. Per quanto riguarda le prospettive di medio periodo per l'andamento dei prezzi e la crescita, ulteriori analisi e informazioni si renderanno disponibili agli inizi di marzo. Le recenti indicazioni avvalorano appieno la decisione del Consiglio direttivo di mantenere un orientamento accomodante di politica monetaria finché sarà necessario; ciò sosterrà la graduale ripresa dell'economia nell'area dell'euro. Il Consiglio direttivo ribadisce con fermezza le proprie indicazioni prospettiche (forward guidance). Esso continua ad attendersi che i tassi di interesse di riferimento della BCE restino su livelli pari o inferiori a quelli attuali per un prolungato periodo di tempo. Tale aspettativa si fonda su prospettive di inflazione complessivamente contenute anche nel medio termine, tenuto conto della debolezza generalizzata dell'economia e della dinamica monetaria modesta. Per quanto riguarda la recente volatilità del mercato monetario e il suo potenziale impatto sull'orientamento di politica monetaria, il Consiglio direttivo segue con attenzione gli andamenti ed è pronto a prendere in considerazione tutti gli strumenti disponibili. Esso resta, nel complesso, fermamente determinato a mantenere l'elevato grado di accomodamento della politica monetaria e a intervenire ulteriormente con azioni risolutive, se necessario.

Per quanto riguarda l'analisi economica, dopo due trimestri di crescita positiva del PIL in termini reali gli andamenti recenti dei dati e delle indagini congiunturali suggeriscono, nel complesso, il protrarsi della moderata ripresa nell'ultimo trimestre del 2013. In prospettiva, è stata confermata la precedente valutazione del Consiglio direttivo riguardo alla crescita economica. Ci si attende un lento recupero del prodotto nell'area dell'euro. In particolare, si dovrebbe concretizzare un certo miglioramento della domanda interna, sostenuto dall'orientamento accomodante della politica monetaria, da condizioni di finanziamento più favorevoli e dai progressi compiuti sul fronte del risanamento dei conti pubblici e delle riforme strutturali. Inoltre i redditi reali beneficiano della minore inflazione relativa alla componente energetica. L'attività economica dovrebbe altresì trarre vantaggio da un graduale rafforzamento della domanda di esportazioni dell'area. Al tempo stesso, seppure in fase di stabilizzazione, la disoccupazione resta elevata nell'area dell'euro e i necessari aggiustamenti di bilancio nei settori pubblico e privato continueranno a pesare sul ritmo della ripresa.

I rischi per le prospettive economiche dell'area dell'euro continuano a essere orientati al ribasso. La dinamica dei mercati monetari e finanziari mondiali e le connesse incertezze, soprattutto nei paesi emergenti, potrebbero essere in grado di influenzare negativamente le condizioni economiche. Altri rischi al ribasso includono 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, a gennaio l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è portata allo 0,7 per cento nell'area dell'euro, rispetto allo 0,8 di dicembre. Questo rallentamento dei prezzi è principalmente riconducibile agli andamenti della componente energetica. Al tempo stesso, in gennaio il tasso di inflazione è risultato inferiore alle aspettative generali. In base alle ultime informazioni disponibili e ai correnti prezzi dei contratti future per l'energia, ci si attende

che nei prossimi mesi l'inflazione al consumo si attesti in prossimità dei livelli attuali. Nel medio periodo le pressioni di fondo sui prezzi dovrebbero restare contenute nell'area dell'euro. Le aspettative di inflazione per l'area nel medio-lungo periodo 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.

I rischi per le prospettive sull'andamento dei prezzi, sia al rialzo che al ribasso, continuano a essere limitati e restano sostanzialmente bilanciati nel medio periodo.

Passando all'analisi monetaria, i dati di dicembre 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 dall'1,5 all'1,0 per cento fra novembre e dicembre. Ai deflussi di depositi osservati in dicembre corrispondono le ingenti vendite di titoli del settore pubblico e privato da parte delle IFM dell'area dell'euro, che potrebbero essere in parte riconducibili ad aggiustamenti effettuati dalle banche in anticipazione della valutazione approfondita della BCE dei rispettivi bilanci. Tali andamenti hanno influenzato anche la crescita di M1 sui dodici mesi, che in dicembre resta vigorosa seppure in calo al 5,8 per cento. Come nei mesi precedenti, il fattore principale alla base della crescita di M3 è rappresentato dall'aumento delle attività nette sull'estero delle IFM, che seguita a rispecchiare il maggiore interesse degli investitori internazionali per le attività dell'area dell'euro. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato ha continuato a ridursi. A dicembre il tasso di variazione dei prestiti alle famiglie (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) si è attestato allo 0,3 per cento, sostanzialmente invariato dall'inizio del 2013; quello relativo ai prestiti alle società non finanziarie (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) si è invece collocato al -2,9 per cento, rispetto al -3,1 di novembre. L'indagine sul credito bancario condotta in gennaio fornisce indicazioni di una certa ulteriore stabilizzazione delle condizioni di finanziamento per imprese e famiglie e di una minore contrazione netta della domanda di prestiti da parte delle imprese. 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. Questo è quanto si prefigge la valutazione approfondita della BCE, mentre la tempestiva attuazione di interventi aggiuntivi per realizzare l'unione bancaria contribuirà ulteriormente a ripristinare la fiducia nel sistema finanziario.

In sintesi, l'analisi economica conferma l'aspettativa del Consiglio direttivo riguardo a un prolungato periodo di bassa inflazione, seguito poi da un graduale andamento al rialzo verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento. La verifica incrociata con le indicazioni derivanti dall'analisi monetaria conferma un quadro caratterizzato da contenute pressioni di fondo sui prezzi nell'area dell'euro a medio termine.

Quanto alle politiche di bilancio, i paesi dell'area dell'euro non dovrebbero vanificare gli sforzi di risanamento già compiuti e dovrebbero ricondurre i debiti pubblici elevati su un sentiero discendente nel medio termine. Le strategie di bilancio dovrebbero essere in linea con il Patto di stabilità e crescita e assicurare una composizione dell'aggiustamento favorevole alla crescita che coniughi il miglioramento della qualità e dell'efficienza dei servizi pubblici con la limitazione al minimo

degli effetti distorsivi dell'imposizione fiscale. Se accompagnate dalla risoluta attuazione di riforme strutturali, tali strategie daranno ulteriore sostegno all'ancor fragile ripresa dell'economia. I governi devono quindi proseguire le riforme dei mercati dei beni e servizi e del lavoro. Queste contribuiranno a migliorare il potenziale di crescita dell'area dell'euro e a ridurre i tassi di disoccupazione elevati in molti paesi.

Questo numero del Bollettino contiene due articoli. Il primo verte sulle recenti estensioni apportate ai modelli di cui si avvale l'analisi monetaria di ampio respiro della BCE. Il secondo analizza la riduzione della leva finanziaria nel settore delle imprese dell'area dell'euro.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

L'economia mondiale migliora progressivamente, ma la crescita resta moderata e difforme tra regioni. In gran parte delle economie avanzate registra un rafforzamento costante, grazie a fattori quali l'orientamento accomodante della politica monetaria e il minore drenaggio fiscale; in quelle emergenti invece ha perso leggermente vigore, come conseguenza dei persistenti ostacoli di natura strutturale, dell'incertezza sul piano delle politiche e delle condizioni volatili nei mercati finanziari. Gli indicatori più recenti del clima di fiducia segnalano il protrarsi di un'espansione moderata dell'economia mondiale agli inizi del 2014 e un graduale rafforzamento del commercio internazionale. L'inflazione globale rimane bassa per la più debole dinamica dei prezzi delle materie prime e il grado elevato di capacità inutilizzata, mentre le aspettative di inflazione in gran parte dei paesi sono saldamente ancorate.

I.1 ATTIVITÀ ECONOMICA E COMMERCIO MONDIALE

L'economia mondiale registra una graduale espansione sulla scia del consolidamento della domanda interna ed estera in gran parte delle economie avanzate, riconducibile all'orientamento accomodante della politica monetaria, alla riduzione del drenaggio fiscale, al miglioramento dei bilanci delle famiglie e a effetti di fiducia positivi. Nei paesi emergenti l'attività rimane complessivamente robusta, ma la crescita ha perso lievemente slancio come conseguenza delle strozzature dal lato dell'offerta, delle incertezze sul piano delle politiche e della rinnovata volatilità nei mercati finanziari. I più recenti indicatori delle indagini congiunturali segnalano condizioni economiche nell'insieme robuste agli inizi del 2014. In particolare, in gennaio l'indice mondiale complessivo dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) è rimasto sostanzialmente invariato, a 53,9, rispetto al mese precedente, poiché l'aumento della componente relativa al settore dei servizi è stato controbilanciato dalla lieve moderazione di quella concernente il settore manifatturiero. Se si esclude l'area dell'euro, l'indice è rimasto invariato a 54,3, leggermente al di sopra della sua media di lungo periodo (cfr. figura 1).

Anche gli indicatori mondiali anticipatori del ciclo suggeriscono una graduale espansione dell'economia globale, che sarà verosimilmente difforme tra regioni. La componente del PMI mondiale complessivo (esclusa l'area dell'euro) riguardante i nuovi ordinativi è scesa lievemente in gennaio, a 54,4. Nel contempo, a novembre l'indicatore anticipatore dell'OCSE, concepito per anticipare i punti di svolta dell'attività economica rispetto al trend, ha segnalato un miglioramento delle prospettive di crescita in gran parte dei principali paesi dell'OCSE (e più in particolare negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Giappone) e andamenti invece più contrastanti nelle economie emergenti, con un timido rafforzamento dell'attività in Cina e una dinamica moderata in Brasile, Russia e India (cfr. figura 2).

In linea con il rafforzamento dell'economia mondiale, anche il commercio internazionale ha registrato una ripresa nel periodo recente e questo costituisce un'ulteriore conferma del graduale recupero in atto dopo un periodo prolungato di crescita moderata. Secondo gli ultimi dati del CPB Netherlands Bureau for Economic Policy

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

(dati mensili destagionalizzati)



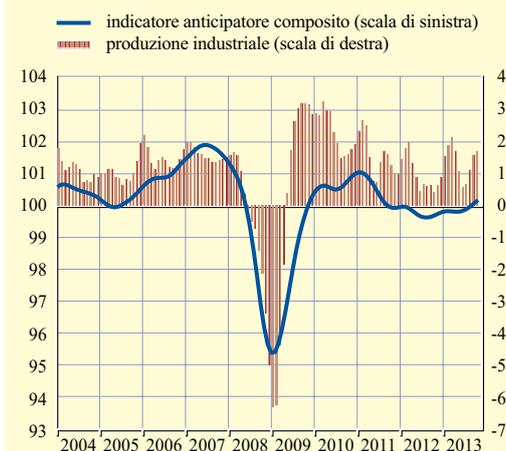
Fonte: Markit.

Analysis, a novembre 2013 le importazioni mondiali di beni sono aumentate in termini di volume del 2,0 per cento sui tre mesi precedenti, rispetto all'1,2 di ottobre. Tale aumento è il più consistente da marzo 2011 e riflette un'espansione più sostenuta sia nelle economie emergenti (fatta eccezione per l'America latina) sia, in misura inferiore, in quelle avanzate. Anche il PMI mondiale concernente i nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero resta in territorio espansivo, nonostante una lieve diminuzione in gennaio, a segnalare la perdurante ripresa moderata del commercio internazionale.

I rischi per le prospettive di crescita mondiale restano orientati verso il basso. L'evoluzione delle condizioni nei mercati monetari e finanziari globali e le connesse incertezze, in particolare nei paesi emergenti, potrebbero influire negativamente sulla situazione economica. Altri rischi al ribasso riguardano rincari delle materie prime e una domanda mondiale più debole del previsto.

Figura 2 Indicatore anticipatore composito e produzione industriale

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



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

1.2 ANDAMENTI DEI PREZZI A LIVELLO INTERNAZIONALE

L'inflazione a livello mondiale rimane bassa in presenza di prezzi delle materie prime relativamente stabili, di un considerevole margine di capacità inutilizzata e di aspettative di inflazione ancorate. Nell'area dell'OCSE l'inflazione generale al consumo sui dodici mesi è aumentata lievemente in dicembre (all'1,6 per cento, dall'1,5 di novembre), riflettendo principalmente il rincaro dei prodotti energetici. Nella maggior parte delle economie avanzate, escluso il Regno Unito, ha registrato un leggero incremento; nelle economie emergenti ha invece seguito andamenti relativamente difforni e volatili. Il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è rimasto stabile all'1,6 per cento nell'insieme dell'OCSE in dicembre.

Gli andamenti recenti nei diversi paesi e regioni indicano che il calo dell'inflazione complessiva a livello internazionale osservato dal 2011 va imputato soprattutto al minore contributo dei prezzi delle materie prime e al considerevole margine di capacità inutilizzata, mentre le aspettative di inflazione nelle economie principali rimangono saldamente ancorate (cfr. riquadro 1).

Riquadro 1

LE DETERMINANTI ALLA BASE DELLA DINAMICA RECENTE DELL'INFLAZIONE A LIVELLO INTERNAZIONALE

Il presente riquadro mira ad appurare se il recente calo dell'inflazione nell'area dell'euro è parte della più generale diminuzione sincronizzata dell'inflazione a livello internazionale e, in caso affermativo, a individuare le determinanti alla base di tali andamenti.

Andamenti dell'inflazione a livello internazionale

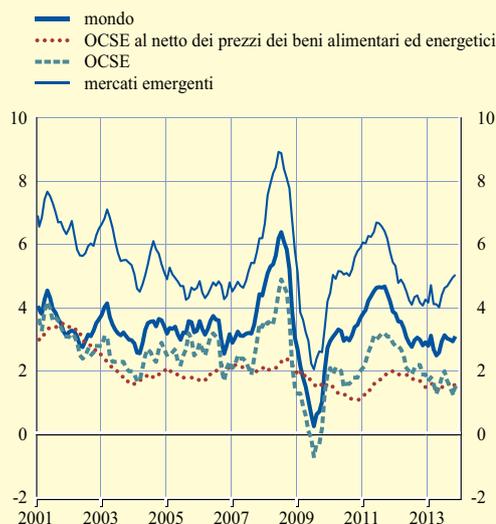
L'inflazione al consumo è complessivamente diminuita a livello internazionale dalla metà del 2011. Il tasso di inflazione globale sui dodici mesi misurato sulla media di 34 economie principali (cfr. figura A) ha subito un brusco calo alla fine del 2008 e nel 2009 dopo l'acuirsi della crisi finanziaria mondiale, per poi risalire e portarsi a un massimo del 4,7 per cento a settembre 2011. Nel 2012 è sceso rapidamente e nel periodo successivo si è mantenuto sostanzialmente stabile, collocandosi al 3 per cento a dicembre 2013.

Il calo osservato dal 2011 ha riguardato sia le economie avanzate sia quelle emergenti. Nei paesi dell'OCSE l'inflazione aggregata è diminuita gradualmente nel periodo considerato. Nelle economie emergenti ha altresì subito un calo a partire dalla metà del 2011, per poi tornare a crescere lievemente verso la fine del 2013.

La diminuzione dell'inflazione dal 2011 ha costituito un fenomeno piuttosto comune a livello di singoli paesi (cfr. le colonne blu nella figura B). In gran parte delle economie avanzate ed emergenti, il tasso di inflazione verso la fine del 2013 era inferiore rispetto al 2011. Nell'area dell'euro è diminuito di 1,9 punti percentuali, dal 2,7 per cento del 2011 allo 0,8 di dicembre 2013. Negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Canada si è ridotto approssimativamente della stessa misura in tale periodo. Un'eccezione di rilievo tra le economie avanzate è costituita dal Giappone, dove una lunga fase di deflazione è stata seguita da un graduale passaggio delle variazioni dei prezzi in territorio positivo grazie al sostegno fornito da politiche monetarie e di bilancio espansive e dal deprezzamento del tasso di cambio dello yen. Nell'insieme, in gran parte dei paesi avanzati l'inflazione è scesa su livelli inferiori agli obiettivi a medio termine delle rispettive banche centrali. Per quanto concerne le principali economie emergenti, l'inflazione ha subito un calo netto in Cina, India e Russia e una diminuzione meno pronunciata in Brasile.

Figura A Inflazione in alcune regioni

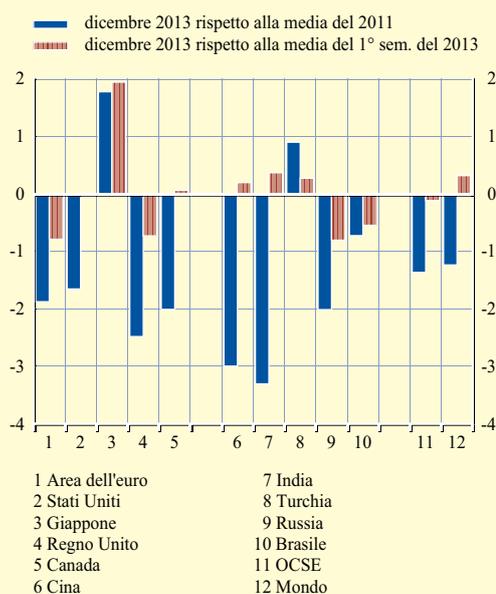
(variazione percentuale sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: OCSE e Haver Analytics.
Nota: l'osservazione più recente si riferisce a dicembre 2013. La serie relativa ai mercati emergenti è una media ponderata per il PIL di 23 grandi economie di mercato emergenti. La serie mondiale è un aggregato ponderato per il PIL dell'inflazione in 34 economie principali.

Figura B Variazioni dell'inflazione in alcuni paesi

(punti percentuali)



Fonti: Haver Analytics.
Nota: inflazione misurata sull'indice dei prezzi al consumo per tutti i paesi tranne l'India (prezzi all'ingrosso). Per tutti i paesi, le ultime statistiche disponibili riguardano dicembre 2013.

A partire dalla prima metà del 2013, tuttavia, gli andamenti dei prezzi hanno evidenziato delle lievi differenze tra regioni. L'inflazione complessiva ha continuato a scendere nell'area dell'euro, nel Regno Unito e negli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, mentre si è mantenuta piuttosto stabile negli Stati Uniti e in Canada. Tra le economie emergenti, si è moderata in Brasile e Russia ed è invece aumentata lievemente in Cina e India (cfr. le colonne rosse nella figura B). Tali differenze riflettono shock specifici per paese e anche, in qualche misura, differenze nella posizione ciclica dell'economia.

Fattori alla base degli andamenti dell'inflazione a livello internazionale

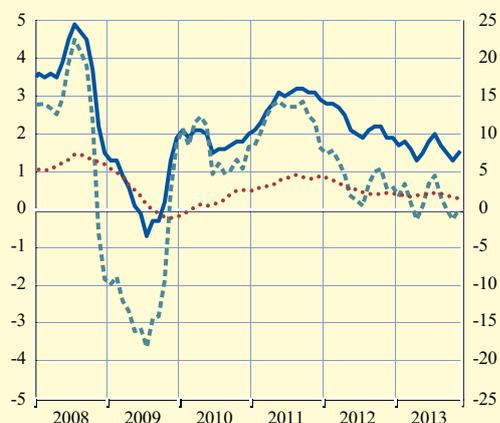
Il calo dell'inflazione complessiva a livello internazionale dal 2011 va ricondotto in misura considerevole all'indebolimento dei prezzi delle materie prime. Nell'area dell'OCSE il tasso di incremento dei prezzi dei prodotti energetici è stato piuttosto modesto e mediamente pari ad appena l'1,1 per cento nella seconda metà del 2013, contro una media del 12,2 per cento nel 2011, e a dicembre 2013 il suo contributo all'inflazione complessiva era prossimo allo zero. Anche la moderazione dei prezzi alimentari internazionali ha contribuito ad allentare le pressioni inflazionistiche a livello mondiale, seppure in misura inferiore. Nell'area dell'OCSE il tasso di incremento medio dei prezzi dei prodotti alimentari è sceso dal 3,8 per cento nella media del 2011 ad appena l'1,8 per cento nella seconda metà del 2013. Nei paesi appartenenti all'Organizzazione, l'inflazione calcolata al netto della componente alimentare ed energetica è rimasta complessivamente più stabile dal 2011.

Le stime dell'output gap per l'insieme dell'area dell'OCSE mostrano che il margine di capacità inutilizzata, nonostante il parziale calo osservato nel 2010 e nel 2011, resta ampio ed è lievemente aumentato negli ultimi due anni, a indicare l'esistenza di moderate pressioni sui prezzi.

Figura C Componenti dell'inflazione nell'OCSE

(variazione percentuale sul periodo corrispondente)

- tutte le componenti
- ... componente alimentare (scala di destra)
- - - componente energetica (scala di destra)

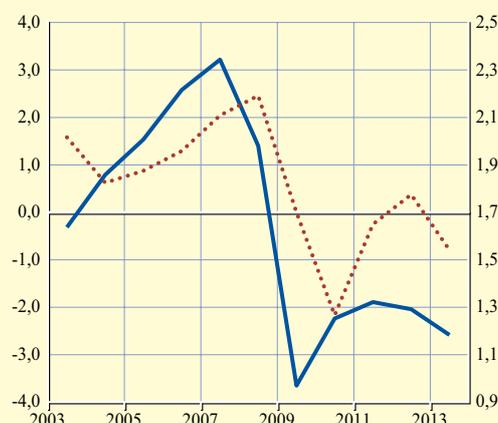


Fonte: OCSE.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce a dicembre 2013.

Figura D Inflazione (al netto della componente alimentare ed energetica) e stima dell'output gap nei paesi dell'OCSE

(variazione percentuale sul periodo corrispondente)

- output gap (scala di sinistra)
- ... inflazione al netto della componente alimentare ed energetica (scala di destra)



Fonte: OCSE.
Nota: aggregato relativo ai 34 paesi dell'OCSE. L'output gap è una stima per il 2013.

Inoltre, l'effetto congiunto del rallentamento nelle economie emergenti e di output gap in calo o negativi in questo periodo ha anch'esso attenuato le spinte sui prezzi in tali paesi.

Al tempo stesso, anche se l'inflazione complessiva è al momento inferiore all'obiettivo fissato dalle banche centrali di gran parte delle economie avanzate, le aspettative di inflazione a medio-lungo termine sono rimaste stabili e risultano bene ancorate, come tendono a confermare i sondaggi e gli indicatori finanziari relativi alla maggioranza dei paesi avanzati. Ad esempio, da febbraio 2013 le attese di inflazione (a 5-10 anni) negli Stati Uniti rilevate dall'indagine dell'Università del Michigan si collocano in un intervallo piuttosto stabile del 2,7-3 per cento e i tassi di inflazione di pareggio a cinque anni negli Stati Uniti e nel Regno Unito sono compresi fra il 2,3 e il 3 per cento. Nello stesso periodo, secondo l'indagine QUICK, le aspettative di inflazione a due anni per il Giappone sono invece aumentate di circa un punto percentuale. Tale andamento è stato preceduto dall'annuncio di un "obiettivo di stabilità dei prezzi" del 2 per cento da conseguire nel più breve tempo possibile effettuato a gennaio 2013 dalla Banca del Giappone.

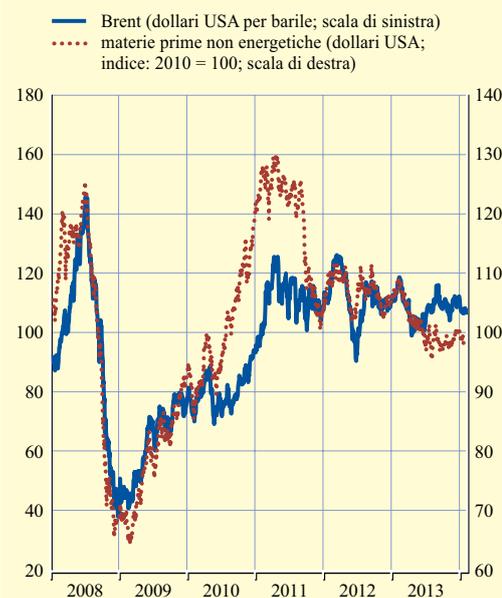
Le prospettive per l'inflazione mondiale

In prospettiva, nei prossimi mesi l'inflazione mondiale dovrebbe mantenersi moderata poiché il margine di capacità inutilizzata a livello globale resta ampio. L'ampio atteso recupero dell'economia mondiale nel medio periodo dovrebbe tuttavia favorire un aumento graduale dell'inflazione su scala internazionale verso livelli coerenti con le aspettative di inflazione a medio termine.

Le prospettive per l'inflazione a livello mondiale risentono in misura considerevole degli andamenti dei prezzi delle materie prime. Le quotazioni del greggio di qualità Brent sono diminuite in gennaio e il 4 febbraio si collocavano attorno a 106 dollari per barile, un livello inferiore del 9 per cento rispetto a un anno prima, riflettendo in parte le condizioni più favorevoli della domanda e dell'offerta. Secondo l'Agenzia internazionale per l'energia, nel primo trimestre del 2014 la domanda mondiale di petrolio dovrebbe diminuire di 0,7 milioni di barili al giorno e l'offerta dei paesi non appartenenti all'OPEC dovrebbe ridursi lievemente, di 0,1 milioni di barili al giorno, attenuando di conseguenza le pressioni sulle forniture dell'OPEC. Nel medio periodo, anche gli operatori si attendono prezzi inferiori, con i future in scadenza a dicembre 2015 scambiati a circa 98 dollari al barile.

In gennaio le quotazioni delle materie prime non energetiche hanno nell'insieme registrato un calo, che è stato particolarmente pronunciato nel caso dei metalli. Alla fine di gennaio l'indice dei prezzi delle materie prime non energetiche (denominato in dollari) era inferiore di circa il 10 per cento rispetto a un anno prima.

Figura 3 Principali andamenti dei prezzi delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWI.

Tavola I Andamenti dei prezzi in alcune economie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	2012	2013	2013					
			lug.	ago.	set.	ott.	nov.	dic.
OCSE	2,3	1,6	2,0	1,7	1,5	1,3	1,5	1,6
Stati Uniti	2,1	1,5	2,0	1,5	1,2	1,0	1,2	1,5
Giappone	0,0	0,4	0,7	0,9	1,1	1,1	1,5	1,6
Regno Unito	2,8	2,6	2,8	2,7	2,7	2,2	2,1	2,0
Cina	2,6	2,6	2,7	2,6	3,1	3,2	3,0	2,5
<i>Per memoria:</i>								
OCSE al netto della componente alimentare ed energetica	1,8	1,6	1,5	1,6	1,6	1,5	1,6	1,6

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

I.3 ANDAMENTI IN ALCUNE ECONOMIE

STATI UNITI

Negli Stati Uniti il tasso di incremento del PIL in termini reali è rimasto elevato nel quarto trimestre del 2013. La prima stima del Bureau of Economic Analysis lo colloca al 3,2 per cento in ragione d'anno (0,8 per cento sul periodo precedente), contro il 4,1 per cento (1,0 per cento sul periodo precedente) del terzo trimestre. La crescita è stata sorretta dal rafforzamento della spesa per consumi personali e delle esportazioni rispetto al periodo precedente, mentre l'accumulo delle scorte ha continuato a fornire un contributo positivo per il quarto trimestre consecutivo. Sia gli investimenti in edilizia residenziale sia la spesa pubblica hanno subito un calo, imputabile nel secondo caso a una flessione della spesa federale che ha più che compensato l'aumento di quella statale e locale.

Gli indicatori recenti segnalano la probabilità di una prosecuzione della ripresa economica, anche se la crescita potrebbe moderarsi temporaneamente nel primo trimestre del 2014 rispetto ai ritmi robusti osservati nella seconda metà del 2013. Gran parte dei dati ad alta frequenza fino a dicembre e alcune statistiche delle indagini congiunturali relative a gennaio hanno subito un lieve indebolimento, che è in parte dovuto alle condizioni meteorologiche avverse. Inoltre, il vigoroso contributo delle scorte alla crescita del PIL negli ultimi quattro trimestri suggerisce la possibilità di un rallentamento nel primo trimestre. Per quanto concerne il mercato del lavoro, in dicembre la creazione di impieghi ha rallentato riflettendo in parte temperature insolitamente rigide e il tasso di disoccupazione si è abbassato ulteriormente per l'uscita di un maggior numero di individui dalle forze di lavoro. Nell'insieme, gli indicatori delle indagini sono in linea con una prosecuzione della graduale ripresa nel mercato del lavoro.

A dicembre l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è salita di 0,3 punti percentuali, all'1,5 per cento. L'aumento rispecchia soprattutto il rialzo dei corsi dei beni energetici dopo vari mesi di calo, mentre la dinamica dei prezzi dei prodotti alimentari è rimasta moderata. Il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è stato pari all'1,7 per cento, un livello attorno al quale si attesta da aprile 2013. Nell'insieme dell'anno l'inflazione misurata sull'IPC è scesa all'1,5 per cento (dal 2,1 del 2012) in presenza di una caduta particolarmente significativa delle componenti rappresentate dai beni energetici, dai prodotti alimentari e dalle prestazioni sanitarie. In prospettiva, il considerevole sottoutilizzo della capacità produttiva

Tavola 2 Crescita del PIL in termini reali in alcune economie

(variazioni percentuali)

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

Fonti: dati nazionali, BRI, Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati in corsivo si riferiscono a stime preliminari.

nell'economia e la debole dinamica dei salari e dei costi degli input stanno a indicare che l'inflazione si manterrà verosimilmente su livelli contenuti.

Nel contesto del generale miglioramento delle prospettive per l'economia, nella riunione del 29 gennaio 2014 il Federal Open Market Committee (FOMC) ha annunciato una riduzione del ritmo mensile degli acquisti di attività per ulteriori 10 miliardi di dollari, a 65 miliardi, a decorrere da febbraio. La decisione interessa in eguale misura gli acquisti di mutui cartolarizzati (che passeranno da 35 a 30 miliardi di dollari) e quelli di titoli del Tesoro a più lungo termine (che caleranno da 40 a 35 miliardi di dollari). Ulteriori riduzioni dipenderanno dalla valutazione degli andamenti economici condotta dal Comitato. Il FOMC non ha modificato la comunicazione delle proprie indicazioni prospettiche sulla politica monetaria (forward guidance) rispetto alla dichiarazione di dicembre e ha affermato che "probabilmente sarà opportuno mantenere l'attuale intervallo obiettivo per il tasso sui Federal Fund ancora a lungo dopo che il tasso di disoccupazione sarà sceso al di sotto del 6½ per cento, specie se le proiezioni sull'inflazione continueranno a mostrare valori inferiori al 2 per cento, obiettivo di più lungo periodo del Comitato".

GIAPPONE

In Giappone la dinamica positiva degli indicatori del clima di fiducia suggerisce un rafforzamento della crescita nel quarto trimestre del 2013 e nel primo del 2014. Il PMI per il settore manifatturiero è salito a 56,6 in gennaio, da 55,2 a dicembre, e l'indagine Tankan della Banca del Giappone ha altresì registrato miglioramenti del clima di fiducia delle imprese di piccole, medie e grandi dimensioni nell'ultimo trimestre dello scorso anno. Al tempo stesso, dati preliminari segnalano che la produzione industriale è aumentata dell'1,9 per cento nel quarto trimestre rispetto al terzo. Misure contenute nel bilancio supplementare annunciato a dicembre, congiuntamente ai nuovi programmi di spesa per il 2014 pubblicati di recente, dovrebbero compensare in parte la contrazione della domanda attesa alla luce dell'aumento delle imposte sui consumi previsto per aprile.

L'inflazione al consumo sui dodici mesi continua ad aumentare, raggiungendo l'1,6 per cento a dicembre 2013 (contro l'1,5 di novembre e il -0,7 di gennaio dello stesso anno). Il tasso calcolato al netto di alimentari, bevande ed energia ha seguito un profilo analogo e a dicembre è salito allo 0,7 per cento, dallo 0,6 di novembre. Nella riunione di politica monetaria tenutasi in gennaio la Banca del Giappone ha mantenuto l'obiettivo per la base monetaria invariato rispetto a dicembre.

REGNO UNITO

Il Regno Unito ha evidenziato un'espansione economica vigorosa negli ultimi trimestri. Il PIL in termini reali è aumentato dello 0,7 per cento (sul periodo precedente) nel quarto trimestre del

2013, sospinto principalmente dal settore dei servizi. Nonostante il lieve calo subito negli ultimi mesi da alcuni tra i principali indicatori delle indagini congiunturali presso le imprese e le famiglie, il livello relativamente elevato di gran parte degli indici suggerisce andamenti ancora robusti agli inizi del primo trimestre del 2014. In un'ottica di medio termine, tuttavia, è probabile che vi sia una lieve moderazione del ritmo di crescita. L'evoluzione relativamente debole del reddito reale delle famiglie e la perdurante 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 nel mercato del lavoro ha tuttavia continuato a migliorare notevolmente, registrando in particolare una crescita dell'occupazione a tempo pieno nel settore privato negli ultimi mesi. Il tasso di disoccupazione è sceso di 0,3 punti percentuali, al 7,1 per cento, nei tre mesi fino a novembre 2013 e ha quindi continuato ad avvicinarsi alla soglia del 7 per cento richiamata nelle indicazioni prospettiche di politica monetaria (forward guidance) fornite dal Monetary Policy Committee della Bank of England.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC ha subito un lieve calo ulteriore in dicembre. Essa è diminuita di 0,1 punti percentuali, al 2 per cento, rispetto a novembre riflettendo principalmente la più debole dinamica dei prezzi dei servizi e dei beni alimentari. Per il futuro, ci si attende che le spinte inflazionistiche restino moderate, dato che l'esistenza di capacità produttiva inutilizzata per lavoro e capitale continua a smorzare l'inflazione. Nella riunione del 9 gennaio 2014 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.

CINA

In Cina la crescita si è leggermente indebolita nel quarto trimestre del 2013 al venir meno degli effetti del piccolo pacchetto di stimolo attuato nel corso dell'estate, ma è rimasta complessivamente vigorosa: il tasso di incremento del PIL in termini reali è stato pari al 7,7 per cento sul periodo corrispondente (1,8 per cento sul periodo precedente), sostanzialmente in linea con le aspettative degli operatori e in calo rispetto al 7,8 per cento (2,2 per cento sul periodo precedente) del terzo trimestre. Nell'insieme del 2013 si è collocato al 7,7 per cento, lievemente al di sopra dell'obiettivo del 7,5 per cento fissato dal governo. La perdita di slancio della crescita economica nel quarto trimestre trova conferma nell'indebolimento della produzione industriale e degli investimenti fissi, e sembra proseguire nel 2014: a gennaio gli indici PMI relativi al settore manifatturiero e non manifatturiero sono calati, pur mantenendosi superiori a 50. Le statistiche riguardanti gennaio e febbraio vanno tuttavia interpretate con cautela per la variabilità della data di inizio del nuovo anno cinese, che nel 2014 ha coinciso con il 31 gennaio. Gli aggregati monetari e creditizi hanno altresì rallentato a dicembre, in linea con l'intenzione della banca centrale della Repubblica popolare cinese di ridurre gradualmente la leva finanziaria dell'economia, ma hanno continuato a espandersi più rapidamente del PIL in termini nominali.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC complessivo è scesa al 2,5 per cento in dicembre, per il minore contributo dei prezzi dei prodotti alimentari, mentre il tasso ottenuto escludendo la componente alimentare ed energetica si è mantenuto stabile all'1,8 per cento e quello calcolato sull'indice dei prezzi alla produzione (IPP) è rimasto negativo. Il 20 gennaio 2014 la banca centrale della Repubblica popolare cinese ha deciso di ampliare temporaneamente l'accesso delle banche alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti attorno al Capodanno cinese, quando la domanda di liquidità è tradizionalmente elevata, con lo scopo di contrastare la volatilità dei tassi di interesse del mercato monetario. Ciò ha di fatto posto un limite massimo a questi ultimi in tale periodo e, assieme al tasso sulle riserve in eccesso (che rappresenta il limite minimo), dovrebbe stabilire un corridoio per i tassi del mercato monetario.

I.4 TASSI DI CAMBIO

A gennaio e agli inizi di febbraio l'euro si è deprezzato sulle valute di gran parte dei principali partner commerciali dell'area. Il 5 febbraio il tasso di cambio effettivo nominale della moneta unica, misurato sulle divise di 20 fra i maggiori partner commerciali dell'area, si collocava su un livello inferiore dello 0,9 per cento a quello dei primi di gennaio ma superiore dello 0,8 per cento rispetto a un anno prima (cfr. figura 4 e tavola 3). I movimenti dei cambi in questo periodo sono stati in larga parte connessi all'andamento delle aspettative sull'orientamento monetario futuro, oltre che alla correzione delle attese di mercato circa le prospettive economiche dell'area rispetto alle altre maggiori economie.

In termini bilaterali, fra il 1° gennaio e il 5 febbraio 2014 l'euro si è deprezzato nei confronti del dollaro statunitense (dell'1,8 per cento), dello yen giapponese (del 5,5 per cento) e della sterlina britannica (dello 0,2 per cento). La crescente volatilità delle divise dei paesi emergenti nel periodo considerato ha interessato in particolare il peso argentino (che si è indebolito di circa il 20 per cento rispetto all'euro) e in misura inferiore la lira turca, il rublo russo e il rand sudafricano. Le monete delle economie emergenti in Asia hanno mostrato una sostanziale tenuta. Per quanto concerne le valute degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, la moneta unica si è indebolita rispetto alla corona svedese e al leu romeno (rispettivamente dello 0,3 e 0,4 per cento) e rafforzata nel confronto con le altre. L'euro ha

Figura 4 Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro

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



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

Tavola 3 Andamenti dei tassi di cambio dell'euro

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

	peso nel TCE-20	variazione dei tassi di cambio dell'euro al 5 febbraio 2014	
		rispetto a:	
		1° gennaio 2014	5 febbraio 2013
Tasso di cambio effettivo dell'euro (TCE-20)		-0,9	0,8
Renminbi cinese	18,7	-1,7	-2,7
Dollaro statunitense	16,8	-1,8	0,0
Sterlina britannica	14,8	-0,2	-3,2
Yen giapponese	7,2	-5,5	8,3
Franco svizzero	6,4	-0,4	-0,6
Zloty polacco	6,2	1,0	0,3
Corona ceca	5,0	0,4	7,4
Corona svedese	4,7	-0,3	3,1
Won sudcoreano	3,9	0,6	-0,8
Fiorino ungherese	3,2	3,6	5,2
Corona danese	2,6	0,0	0,0
Nuovo Lev romeno	2,0	-0,4	1,8
Kuna croata	0,6	0,2	0,7

Fonte: BCE.

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

in particolare guadagnato terreno sul fiorino ungherese, lo zloty polacco e, seppur in misura inferiore, rispetto alla corona ceca (apprezzandosi rispettivamente del 3,6, 1,0 e 0,4 per cento) e alla kuna croata (dello 0,2 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.

Dallo scoppio della crisi finanziaria mondiale, gli Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale hanno evidenziato una correzione significativa del conto corrente, sostenuta principalmente dal calo della domanda interna e dal deprezzamento dei rispettivi tassi di cambio effettivi reali (cfr. riquadro 2).

Riquadro 2

L'AGGIUSTAMENTO DEL CONTO CORRENTE NEGLI STATI MEMBRI DELL'UE CHE SI TROVANO NELL'EUROPA CENTRALE E ORIENTALE

Dall'inizio della crisi finanziaria mondiale, gli Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale hanno registrato una correzione significativa degli ampi disavanzi di conto corrente osservati nel periodo precedente ¹⁾. Il presente riquadro esamina le determinanti alla base di questo aggiustamento esterno e le sfide che si prospettano.

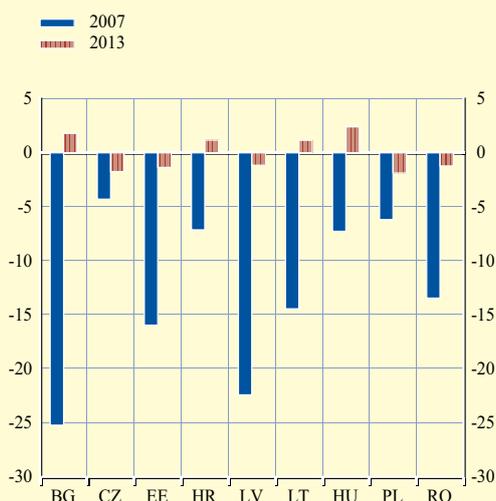
Negli anni antecedenti la crisi finanziaria, gli Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale hanno avviato un rapido processo di convergenza con il resto dell'Unione europea. In diversi paesi, in particolare quelli con un tasso di cambio rigido o poco flessibile, tale processo è stato associato a una forte espansione del credito interno e ad altri segnali di surriscaldamento dell'economia. Si sono altresì ampliati gli squilibri esterni e le vulnerabilità delle economie, come mostrano i disavanzi correnti del 2007 (cfr. figura A). Disavanzi particolarmente ampi – superiori al 10 per cento del PIL – sono stati registrati in Bulgaria, Estonia, Lettonia, Lituania e Romania. Anche se i disavanzi correnti di questi e degli altri Stati membri dell'UE nella regione devono essere valutati alla luce del processo di convergenza, diversi paesi hanno raggiunto disavanzi superiori a quelli giustificati dai fondamentali economici, accumulando consistenti passività nette verso l'estero ²⁾.

Dopo l'acuirsi della crisi finanziaria nel periodo 2008-2009, diversi Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale con squilibri esterni hanno visto un temporaneo ritiro di capitali esteri, nel contesto di un'accresciuta avversione al rischio a livello mondiale e di una riduzione della leva finanziaria da parte degli investitori internazionali. In questo scenario Lettonia, Romania e Ungheria hanno ricevuto assistenza alla bilancia dei pagamenti dall'Unione europea e dalle istituzioni finanziarie internazionali. A seguito della crisi, i disavanzi correnti di tutti gli Stati membri dell'UE nella regione si sono significativamente ridotti oppure si sono trasformati in avanzi, riflettendo soprattutto il miglioramento dei saldi commerciali. Il principale fattore alla base dell'aggiustamento tra il 2007 e il 2013 è costituito dal considerevole aumento delle esportazioni in percentuale del PIL in tutti i paesi, tranne la Bulgaria e la Croazia, dove anche il calo dell'incidenza delle importazioni sul PIL ha fornito un contributo significativo (cfr. figura B). Ciò è degno di nota, poiché la correzione iniziale del conto corrente nel periodo

- 1) Questo riquadro esamina gli Stati membri dell'UE in Europa centrale e orientale che non appartengono all'area dell'euro assieme a Estonia e Lettonia, che hanno adottato la moneta unica rispettivamente nel 2011 e nel 2014.
- 2) Cfr. il riquadro La correzione esterna nell'Europa centrale e orientale, nel numero di gennaio 2010 di questo Bollettino.

Figura A Saldi di conto corrente

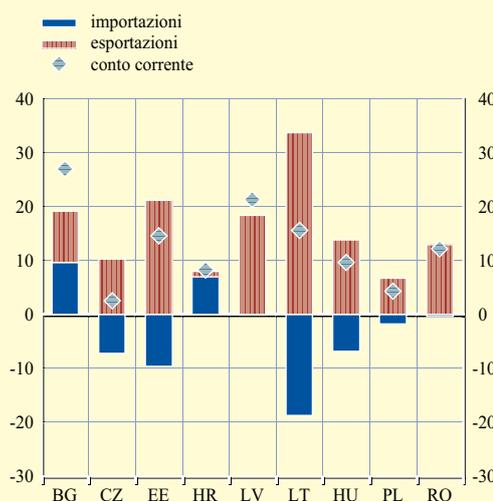
(in percentuale del PIL)



Fonti: Eurostat e istituti nazionali di statistica.
Nota: i dati per il 2013 sono medie mobili di quattro trimestri fino alla fine del terzo trimestre del 2013.

Figura B Contributo alla variazione dei saldi di conto corrente tra il 2007 e il 2013

(in percentuale del PIL)



Fonti: Eurostat e istituti nazionali di statistica.
Nota: le statistiche relative al 2013 sono medie mobili di quattro trimestri fino alla fine del terzo trimestre del 2013.

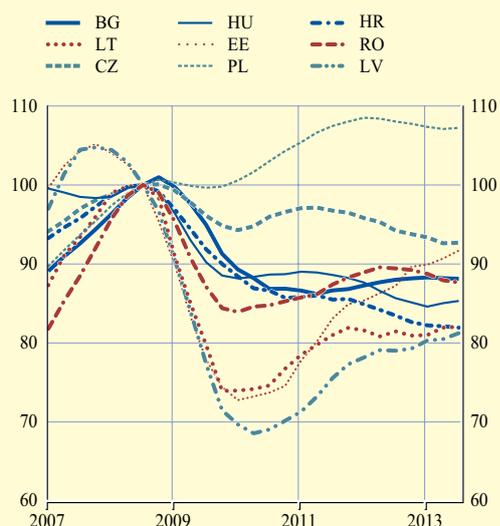
2007-2009 era stata contraddistinta da una netta caduta delle importazioni e dalla concomitante flessione delle esportazioni in tutti i paesi considerati. Tra il 2010 e il 2013, invece, le esportazioni sono tornate a crescere e si sono portate su livelli superiori a quelli antecedenti la crisi, nonostante la relativa debolezza della domanda estera³⁾. Le importazioni hanno al tempo stesso mostrato un recupero, sebbene a un ritmo più graduale, nella maggior parte dei paesi.

Le determinanti dell'aggiustamento delle importazioni e delle esportazioni sono notevolmente diverse nei vari paesi. Nell'insieme degli Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale a eccezione di Bulgaria e Polonia si è osservato un calo della domanda interna e un concomitante deprezzamento della moneta in termini reali a partire dal 2008, quando i tassi di cambio effettivi reali avevano raggiunto i massimi del periodo antecedente la crisi. La flessione della domanda interna è stata particolarmente forte nei paesi baltici (cfr. figura C). Il litone e il litas lituano, che nel periodo considerato erano ancorati all'euro, sono rimasti stabili in termini effettivi nominali, gradualmente deprezzandosi in termini reali in seguito all'aggiustamento del costo del lavoro per unità di prodotto (cfr. figura D). Il tasso di cambio effettivo reale si è inizialmente deprezzato anche in Estonia, ma è tornato a rafforzarsi dopo il 2012 a causa dell'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto. Anche Croazia, Polonia, Repubblica Ceca, Romania e Ungheria hanno registrato un calo dei tassi di cambio effettivi reali, che è stato trainato dal deprezzamento nominale delle rispettive monete in regime di fluttuazione. Al tempo stesso, la diminuzione della domanda interna ha frenato la domanda di importazioni in questi paesi a eccezione della Polonia, dove la domanda interna è cresciuta notevolmente. In Bulgaria la correzione del conto corrente ha riflesso il calo della domanda interna, mentre il tasso di cambio

3) Alcuni paesi, in particolare Croazia e Ungheria, hanno tuttavia perso quote di mercato delle esportazioni, per motivi che potrebbero essere riconducibili agli andamenti della competitività non di prezzo.

Figura C Domanda interna a prezzi costanti

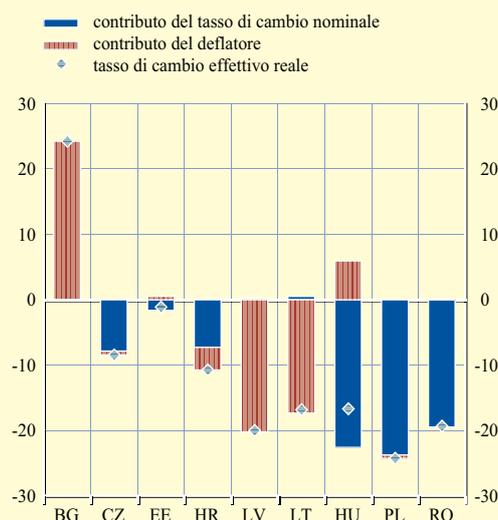
(media mobile di quattro trimestri; indice: 3° trim. 2008 = 100)



Fonti: Eurostat e Haver Analytics.

Figura D Tassi di cambio effettivi reali (deflazionati con il CLUPT, rispetto a un gruppo di 21 partner commerciali)

(variazione percentuale fra il 3° trim. 2008 e il 3° trim. 2013)



Fonte: BCE.

Note: un valore negativo corrisponde a un deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale. Per la corona estone è stato utilizzato un indicatore di competitività armonizzato equivalente.

effettivo reale del lev bulgaro – ancorato all'euro nel quadro di un regime di currency board – si è apprezzato sulla scia dell'aumento dei costi del lavoro per unità di prodotto rispetto ai partner commerciali del paese⁴⁾.

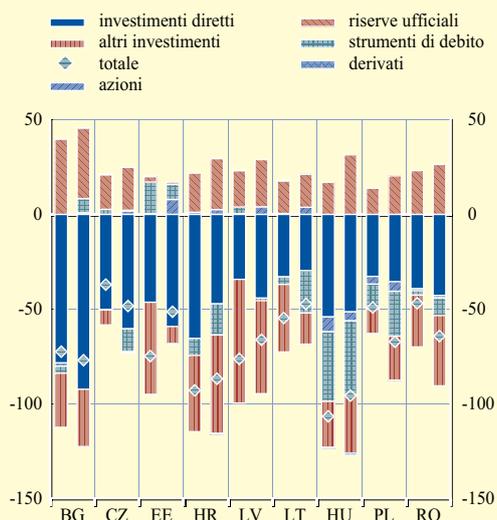
Nonostante il notevole miglioramento dei saldi del conto corrente, in alcuni Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale è necessaria una prosecuzione del processo di aggiustamento per ridurre i consistenti stock di passività nette sull'estero (cfr. figura E). Nel 2013 la posizione patrimoniale netta verso l'estero di tutti i paesi era ben inferiore alla soglia pari al -35 per cento del PIL, considerata indicativa di potenziali squilibri esterni nel contesto della Procedura per gli squilibri macroeconomici. Una quota considerevole delle passività sull'estero degli Stati membri dell'UE che si trovano nella regione è denominata in valuta estera, il che potrebbe essere fonte di vulnerabilità legate alle variazioni dei tassi di cambio. Le passività nette sull'estero ostacolano altresì l'attuale processo di correzione del conto corrente, in quanto i pagamenti all'estero per interessi e dividendi determinano consistenti disavanzi nel conto dei redditi (cfr. figura F). Questi ultimi hanno influito in senso negativo sul saldo del conto corrente nel 2013, mentre gran parte dei paesi in esame ha registrato un avanzo nel conto dei beni e servizi e in quello dei trasferimenti correnti (che include i fondi strutturali dell'UE e le rimesse dei lavoratori).

In sintesi, i saldi correnti degli Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale sono notevolmente migliorati dall'inizio della crisi finanziaria mondiale. In gran parte

4) L'apprezzamento del tasso di cambio effettivo reale della moneta bulgara calcolato è stato meno pronunciato se si utilizzano altri deflatori, quali l'indice dei prezzi al consumo o il deflatore del PIL.

Figura E Posizione patrimoniale netta sull'estero

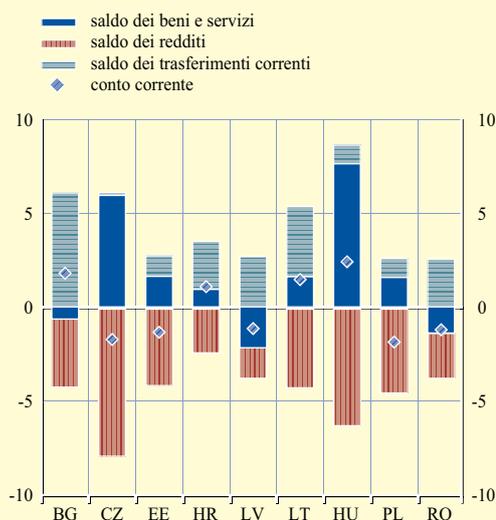
(in percentuale del PIL)



Fonte: Eurostat e istituti nazionali di statistica.
Note: per ciascun paese, le colonne di sinistra e di destra corrispondono rispettivamente al 2007 e al 2013. I dati relativi al 2013 riguardano la media mobile di quattro trimestri fino alla fine del terzo trimestre del 2013.

Figura F Principali componenti dei saldi di conto corrente nel 2013

(in percentuale del PIL)



Fonti: Eurostat e istituti nazionali di statistica.
Note: i dati relativi al 2013 riguardano la media mobile di quattro trimestri fino alla fine del terzo trimestre del 2013.

dei casi il miglioramento riflette sia il calo della domanda interna sia il deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale. In alcuni paesi si rende tuttavia necessario un ulteriore aggiustamento esterno per ridurre le passività nette verso l'estero a livelli più sostenibili.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

L'espansione di fondo dell'aggregato monetario ampio e la crescita del credito sono rimaste contenute. In dicembre la crescita sui dodici mesi di M3 è scesa all'1,0 per cento, per effetto dei deflussi di depositi al dettaglio. Dal lato delle componenti, il tasso di incremento di M1 ha continuato a fornire il principale contributo all'aumento di M3. Dal lato delle contropartite, l'espansione dell'aggregato monetario ampio ha continuato a essere favorita da cospicui aumenti mensili della posizione patrimoniale netta sull'estero delle IFM, riflettendo in parte l'interesse degli investitori internazionali per le attività dell'area dell'euro e la riduzione delle passività finanziarie a più lungo termine. I deflussi di depositi di M3 nel mese in esame sono stati registrati a fronte di ingenti vendite da parte delle IFM sia di titoli di Stato sia di titoli di debito del settore privato. Il tasso di variazione sui dodici mesi del credito delle IFM al settore privato (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) è divenuto lievemente più negativo, a causa principalmente di un calo delle consistenze delle IFM in titoli di debito emessi dal settore privato. Il tasso di crescita (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) dei prestiti alle famiglie è rimasto stabile allo 0,3 per cento, mentre il tasso di decremento dei prestiti alle società non finanziarie si sarebbe stabilizzato, ancorché su livelli negativi. Il credito delle IFM alle amministrazioni pubbliche si è ridotto, per effetto di condizioni più favorevoli nei mercati del debito sovrano in un clima di maggiore fiducia nell'area dell'euro.

L'AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è diminuito in dicembre all'1,0 per cento, dall'1,5 per cento di novembre (cfr. figura 5). La dinamica dell'aggregato monetario ampio M3 è stata guidata in dicembre da significativi deflussi mensili, soprattutto tramite la componente dei depositi. L'andamento è stato osservato a fronte di ingenti vendite, da parte delle IFM, di titoli di istituzioni non appartenenti a questo settore. Di fatto, il maggiore calo delle consistenze detenute dalle IFM di obbligazioni sovrane e di titoli di debito del settore privato dell'area dell'euro indica l'azione di ridimensionamento della leva finanziaria intrapresa dalle IFM e connessa in parte alla valutazione approfondita condotta dalla BCE e alla realizzazione di utili da parte delle banche in condizioni più favorevoli dei mercati finanziari, nonché l'interesse degli investitori internazionali e dei settori diversi dalle IFM a investire in questa classe di attività.

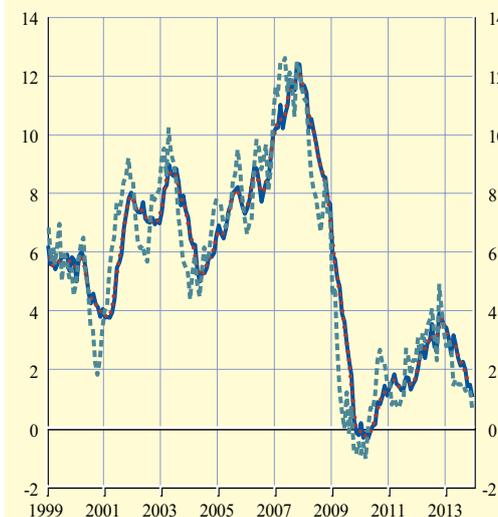
Sui dodici mesi, l'andamento di M3 ha continuato a rispecchiare le riallocazioni di portafoglio a favore di M1, mentre gli altri depositi a breve termine e gli strumenti negoziabili hanno registrato deflussi per effetto della ricerca di rendimento e della minore avversione al rischio.

Dal lato delle componenti, nonostante il calo del tasso di crescita sui dodici mesi, M1 ha con-

Figura 5 Crescita di M3

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

— M3 (tasso di crescita sui dodici mesi)
- - - M3 (media mobile centrata di tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi)
- - - M3 (tasso di crescita semestrale annualizzato)



Fonte: BCE.

tinuato a fornire il principale contributo alla crescita di M3. Il contributo degli altri depositi a breve termine (M2 meno M1) è sceso ulteriormente, mentre quello degli strumenti negoziabili (M3 meno M2) è rimasto fortemente negativo. I deflussi netti degli strumenti di M3 a maggiore remunerazione rispetto a M1 seguitano a segnalare una ricerca di rendimento da parte del settore detentore di moneta, che determina riallocazioni di fondi dagli strumenti a rendimento più elevato compresi in M3 verso attività meno liquide e più rischiose non comprese in tale aggregato.

Dal lato delle contropartite, la creazione di moneta ha continuato a essere favorita da un cospicuo incremento in dicembre della posizione patrimoniale netta sull'estero delle IFM, dovuto in parte all'interesse degli investitori internazionali nelle attività dell'area dell'euro. Inoltre, hanno sostenuto la crescita di M3 anche i consistenti flussi negativi delle passività finanziarie a più lungo termine, in particolare i deflussi di depositi a più lungo termine. Per contro, i forti flussi negativi del credito al settore privato e, in misura minore, del credito alle amministrazioni pubbliche, riconducibili alle vendite nette di titoli di Stato nazionali da parte delle IFM di taluni paesi, hanno rallentato in dicembre l'espansione monetaria.

Il volume delle principali attività delle IFM dell'area dell'euro si è ulteriormente contratto di 226 miliardi di euro nei tre mesi fino a dicembre, accelerando così il processo di riduzione della leva finanziaria osservato dalla primavera del 2012. Il calo sul mese precedente va ascritto a un calo di tutte le principali classi di attività; le vendite dei titoli di istituzioni diverse dalle IFM hanno fornito il principale contributo. Inoltre, le IFM dell'area dell'euro hanno ridotto significativamente le proprie posizioni in derivati in preparazione della valutazione approfondita della BCE. Il ricorso delle IFM alla liquidità offerta dall'Eurosistema è aumentato per effetto del profilo stagionale delle operazioni di rifinanziamento principali, mentre gli importi in essere delle operazioni di finanziamento a più lungo termine sono diminuiti più bruscamente che nei mesi scorsi, di 38 miliardi di euro.

Le statistiche monetarie della Lettonia saranno incluse per la prima volta negli aggregati dell'area dell'euro nel gennaio 2014 (cfr. riquadro 3).

Riquadro 3

IL SETTORE LETTONE DELLE IFM E IL SUO IMPATTO SULLE STATISTICHE MONETARIE DELL'AREA DELL'EURO

Il 1° gennaio 2014 la Lettonia ha adottato l'euro, portando così da 17 a 18 il numero dei paesi dell'area dell'euro. Le statistiche monetarie della Lettonia saranno comprese per la prima volta negli aggregati dell'area nel gennaio 2014, pubblicati il 27 febbraio e riportati nel numero di marzo di questo Bollettino¹⁾. Il presente riquadro evidenzia le principali caratteristiche del bilancio delle IFM residenti in Lettonia²⁾; tali caratteristiche rappresentano la base del contributo di questo paese alle statistiche monetarie dell'area.

- 1) Per le statistiche monetarie, le serie dell'area dell'euro coprono gli Stati membri dell'UE nei quali era adottato l'euro all'epoca cui si riferiscono i dati. Questo approccio, applicato altresì alle statistiche sui tassi di interesse delle IFM e allo IAPC, è diverso da quello adottato per altre serie di dati (come quella relativa al PIL), per le quali i dati fanno riferimento all'attuale composizione dell'area dell'euro per l'intera serie temporale.
- 2) Per informazioni sulla metodologia statistica adottata in relazione all'allargamento dell'area dell'euro nelle statistiche sui bilanci delle IFM, cfr. *Manual on MFI balance sheet statistics*, BCE, aprile 2012. Cfr. anche la sezione *Note generali* del Bollettino.

Caratteristiche principali del settore delle IFM in Lettonia

A fine dicembre 2013 in Lettonia erano residenti in totale 73 IFM, mentre l'area dell'euro (escluso tale paese) ne annoverava complessivamente 6.717³⁾. Le 73 IFM lettoni comprendono la banca centrale, 63 enti creditizi, 2 fondi comuni monetari e 7 altre IFM. A fine dicembre 2013 il bilancio aggregato dell'intero settore ammontava a 35 miliardi di euro, pari circa allo 0,1 per cento del bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro allargata. Tale contributo è analogo a quello dell'Estonia, entrata a far parte dell'area dell'euro nel 2011, e non influenzerà in maniera significativa, date le sue dimensioni, la dinamica complessiva delle statistiche dell'area relative a M3.

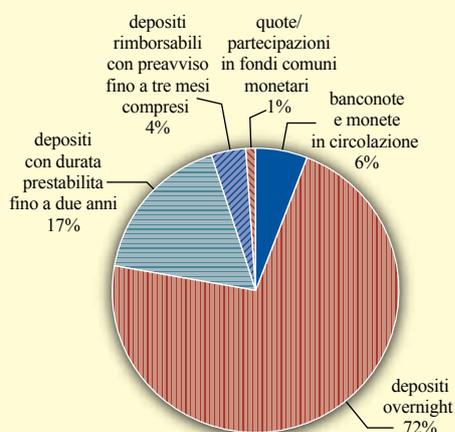
Impatto dei dati lettoni sull'aggregato M3 dell'area dell'euro

Se la Lettonia avesse già fatto parte dell'area dell'euro nel dicembre 2013, secondo i calcoli della BCE avrebbe contribuito con quasi 11 miliardi di euro all'aggregato M3 dell'area dell'euro. Di tale contributo i depositi rappresentavano in tale mese il 93 per cento. I depositi overnight costituivano la quota più rilevante, pari al 72 per cento dell'aggregato M3 lettone (cfr. figura A), mentre i depositi con durata prestabilita fino a due anni e quelli rimborsabili con preavviso fino a tre mesi incidevano rispettivamente per il 17 e 4 per cento. In confronto, la totalità dei depositi al netto dei contratti pronti contro termine rappresentava nello stesso mese l'83 per cento dell'aggregato M3 dell'area dell'euro (Lettonia esclusa), con un contributo nettamente inferiore dei depositi overnight (cfr. figura B). A differenza dei depositi, il contributo fornito dagli strumenti negoziabili a M3 sempre a dicembre è stato più modesto in Lettonia che nell'area dell'euro. Le consistenze di titoli di debito a breve termine delle IFM e di operazioni pronti contro termine, nell'area dell'euro pari rispettivamente all'1 e al 4 per cento delle consistenze di M3, erano trascurabili in Lettonia nel mese in esame. Le quote e partecipazioni in fondi

3) Per una rassegna sull'andamento del settore delle IFM nell'UE, cfr. ad esempio la pagina Internet: <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/mfi/general/html/index.en.html>

Figura A Composizione di M3 in Lettonia

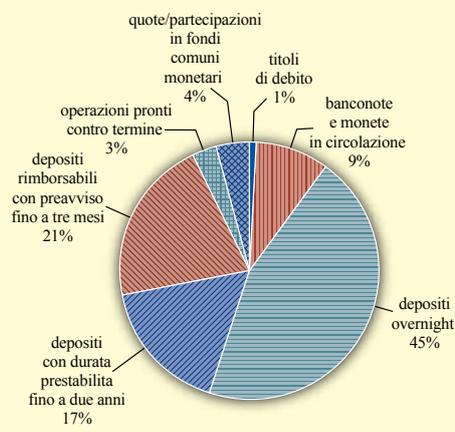
(valori percentuali; dicembre 2013)



Fonte: BCE.

Figura B Composizione di M3 nell'area dell'euro

(valori percentuali; dicembre 2013)



Fonte: BCE.

comuni monetari costituivano il 4 per cento dell'aggregato M3 dell'area dell'euro, ma solo l'1 per cento di quello lettone.

Quanto alle contropartite di M3, in dicembre le passività a più lungo termine delle IFM lettoni ammontavano a circa 3 miliardi di euro, mentre dal lato delle attività di bilancio i prestiti delle IFM al settore privato hanno raggiunto l'importo complessivo di 14 miliardi di euro circa. Da un punto di vista settoriale, di questi prestiti in essere 7,5 miliardi di euro risultavano concessi alle società non finanziarie, 6,1 miliardi alle famiglie e poco più di 0,5 miliardi agli intermediari finanziari non monetari diversi dalle società di assicurazione e dai fondi pensione.

Le statistiche sui bilanci delle IFM dell'area dell'euro comprendono i dati degli Stati membri dell'UE che nel mese di riferimento facevano parte dell'area dell'euro. A decorrere da gennaio 2014 sia gli importi in essere sia i tassi di crescita copriranno tutti i 18 paesi che attualmente compongono l'area dell'euro⁴⁾.

4) Al fine di evitare discontinuità statistiche, l'ingresso di nuovi paesi è trattato come una riclassificazione, ovvero i dati sulle operazioni e, pertanto, anche i tassi di crescita sono corretti per tener conto di tale evento.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Per quanto concerne le componenti di M3, il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è diminuito in dicembre al 5,8 per cento, dal 6,5 di novembre. Tuttavia, a differenza dei mesi precedenti in cui M1 aveva registrato afflussi mensili, i dati di dicembre hanno riportato un deflusso mensile dovuto principalmente all'andamento dei depositi overnight: il relativo tasso di incremento è sceso al 5,9 per cento, dal 6,5 di novembre, a fronte delle vendite nette di titoli delle istituzioni diverse dalle IFM da parte delle banche nel mese in esame. In una prospettiva generale, il pronunciato tasso di crescita sui dodici mesi di M1 conferma sia la forte preferenza per la liquidità manifestata dal settore detentore di moneta negli ultimi trimestri sia il ritorno di fiducia nelle attività dell'area dell'euro da parte degli investitori internazionali.

Per contro, l'accresciuto interesse del settore detentore di moneta nell'ottenere maggiori rendimenti tramite investimenti in attività più rischiose ha influenzato gli andamenti osservati delle altre componenti di M3, con il contributo in dicembre delle cospicue vendite da parte delle IFM di titoli di istituzioni appartenenti ad altri settori. Di conseguenza, il tasso di variazione sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi dai depositi overnight (M2 meno M1) è diminuito al -1,8 per cento in dicembre, dal -1,5 per cento di novembre. Ciò ha riflesso un lieve incremento del tasso di crescita dei depositi a termine a breve scadenza (depositi con durata prestabilita fino a due anni), al -6,2 per cento in dicembre contro il -6,8 di novembre, mentre il tasso di variazione dei depositi a risparmio a breve termine (depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi) è rimasto in territorio positivo, diminuendo in dicembre al 2,0 per cento dal 3,1 del mese precedente.

Il tasso di variazione sui dodici mesi degli strumenti negoziabili (M3 meno M2) è rimasto fortemente negativo, collocandosi in dicembre al -16,4 per cento rispetto al -16,3 di novembre. L'andamento va ricondotto ai tassi di crescita estremamente negativi per le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, i pronti contro termine, nonché i titoli di debito a breve termine delle IFM detenuti dal settore detentore di moneta. A differenza di novembre, tuttavia, l'andamento degli strumenti negoziabili era ascrivibile quasi interamente alla dinamica dei titoli di debito delle IFM con scadenza originaria fino a due anni.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi di M3, che includono i contratti pronti contro termine e rappresentano la componente di M3 più ampia per cui sia disponibile una tempestiva scomposizione per settore, è diminuito in dicembre al 2,1 per cento dal 2,7 di novembre. Il calo ha rispecchiato una flessione dei tassi di incremento dei depositi detenuti da famiglie, società non finanziarie, intermediari finanziari non monetari e società di assicurazione e fondi pensione. La crescita dei depositi delle società non finanziarie è scesa al 6,0 per cento in dicembre, dopo essere aumentata pressoché costantemente negli ultimi mesi (al 6,5 per cento in novembre). Almeno in alcuni paesi le società non finanziarie hanno utilizzato il cospicuo livello di depositi per rimborsare il debito a fine anno.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Il tasso di variazione sui dodici mesi del credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro è ulteriormente diminuito in dicembre al -2,0 per cento, dal -1,4 di novembre e dal -1,0 di ottobre. L'andamento è dovuto principalmente a un marcato rallentamento del credito al settore delle amministrazioni pubbliche, il cui tasso di crescita è sceso in dicembre al -0,7 per cento dal -0,6 di novembre. Il credito al settore privato ha evidenziato una marcata contrazione al -2,4 per cento dal -1,6 di novembre.

Il tasso di variazione negativo del credito alle amministrazioni pubbliche osservato in dicembre ha rispecchiato principalmente le vendite nette di titoli di Stato, a indicazione quindi di un protratto allentamento delle condizioni nei mercati del debito sovrano dell'area dell'euro. Il calo dei titoli pubblici detenuti dalle IFM (soprattutto in Spagna) e dei titoli di debito del settore privato dell'area dell'euro mostra l'azione di ridimensionamento della leva finanziaria intrapresa dalle IFM in relazione alla valutazione approfondita della BCE, la realizzazione di utili in un contesto di

Tavola 4 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie

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

	Consistenze in essere in percentuale di M3 ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2013 1° trim.	2013 2° trim.	2013 3° trim.	2013 4° trim.	2013 nov.	2013 dic.
M1	54,9	6,7	8,1	6,9	6,4	6,5	5,8
Banconote e monete in circolazione	9,3	1,7	2,7	2,6	4,1	4,5	5,3
Depositi overnight	45,6	7,8	9,2	7,9	6,9	6,9	5,9
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	38,8	1,2	0,2	0,2	-1,2	-1,5	-1,8
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	17,2	-3,8	-5,8	-5,0	-6,3	-6,8	-6,2
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	21,6	6,0	5,8	5,0	3,3	3,1	2,0
M2	93,7	4,3	4,6	4,0	3,1	3,0	2,5
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	6,3	-8,5	-14,9	-17,2	-17,1	-16,3	-16,4
M3	100,0	3,2	2,8	2,2	1,5	1,5	1,0
Credito a residenti nell'area dell'euro		0,0	-0,2	-0,5	-1,2	-1,4	-2,0
Credito alle amministrazioni pubbliche		4,3	3,3	2,0	0,1	-0,6	-0,7
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		-0,8	-2,6	-6,0	-6,7	-7,3	-6,3
Credito al settore privato		-1,0	-1,0	-1,2	-1,6	-1,6	-2,4
Prestiti al settore privato		-0,8	-1,1	-1,9	-2,2	-2,3	-2,3
Prestiti al settore privato corretti per le cessioni e la cartolarizzazione ²⁾		-0,4	-0,6	-1,4	-1,8	-1,8	-2,1
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		-5,1	-4,6	-4,2	-3,6	-3,4	-3,3

Fonte: BCE.

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

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

mercato più favorevole e l'interesse sia degli investitori internazionali sia delle istituzioni diverse dalle IFM ad investire in questa classe di attività.

Il credito al settore privato ha registrato ancora un forte deflusso in dicembre, a causa degli ingenti rimborsi netti di prestiti e alle cessioni nette di titoli diversi da azioni da parte delle IFM. Il tasso di variazione dei prestiti al settore privato erogati dalle IFM (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è divenuto più negativo in dicembre, attestandosi al -2,1 per cento dal -1,8 di novembre. I rimborsi netti in dicembre, concentratisi sugli intermediari finanziari diversi dalle società di assicurazione e dai fondi pensione (ossia il settore degli AIF), sono stati tuttavia lievemente inferiori rispetto a novembre, fornendo al calo complessivo un contributo minore rispetto ai titoli diversi da azioni. Allo stesso tempo, l'indagine sul credito bancario di gennaio indica un'ulteriore stabilizzazione delle condizioni di credito per le imprese e le famiglie. Nel quarto trimestre del 2013 la percentuale netta di banche che hanno segnalato un irrigidimento netto dei criteri per la concessione di credito applicati dalle banche dell'area dell'euro alle società non finanziarie ha mostrato un ulteriore calo (cfr. anche riquadro 4). Un'analisi più approfondita su risparmio, investimenti e finanziamenti per settore istituzionale è riportata nel riquadro 5 dal titolo *I conti integrati dell'area dell'euro per il terzo trimestre del 2013*.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è stato pari al -2,9 per cento in dicembre, a fronte del -3,1 di novembre (cfr. tavola 5). L'andamento dei prestiti ha continuato a essere determinato dai rimborsi netti, che però sono stati decisamente inferiori rispetto ai due mesi precedenti. I dati di dicembre relativi ai prestiti delle IFM alle società non finanziarie mostrano flussi positivi per le scadenze più breve e più lunghe. Per la gamme delle scadenze intermedie, i flussi sono divenuti fortemente negativi. Il tasso di incremento dei prestiti alle famiglie corretti per cessioni e cartolarizzazioni è rimasto invariato allo 0,3 per cento in dicembre, livello sostanzialmente analogo a quello osservato dagli inizi del 2013.

Tavola 5 Prestiti delle IFM al settore privato

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

	Consistenze in essere in percentuale del totale ¹⁾	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					
		2013 1° trim.	2013 2° trim.	2013 3° trim.	2013 4° trim.	2013 nov.	2013 dic.
Società non finanziarie	41,3	-2,5	-3,1	-3,7	-3,6	-3,8	-3,0
<i>Corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni²⁾</i>	-	-1,4	-2,0	-2,8	-2,9	-3,1	-2,9
Fino a un anno	24,5	0,6	-1,0	-3,7	-4,2	-4,7	-4,2
Oltre un anno e fino a cinque anni	17,0	-5,9	-6,4	-5,7	-5,3	-5,0	-5,7
Oltre cinque anni	58,5	-2,7	-2,9	-3,1	-2,8	-3,1	-1,7
Famiglie³⁾	49,5	0,5	0,2	0,1	0,1	0,0	-0,1
<i>Corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni²⁾</i>	-	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Credito al consumo ⁴⁾	11,0	-3,2	-3,4	-2,7	-3,0	-3,3	-3,0
Mutui per l'acquisto di abitazioni ⁴⁾	73,8	1,4	1,1	0,8	0,9	0,9	0,7
Altri prestiti	15,2	-1,0	-1,0	-1,2	-1,5	-1,7	-1,6
Società di assicurazione e fondi pensione	0,9	6,1	12,4	12,8	10,9	14,0	10,7
Altri intermediari finanziari non monetari	8,2	-0,2	-0,2	-5,7	-9,0	-9,2	-12,2

Fonte: BCE.

Note: settore delle IFM compreso l'Eurosistema; classificazione per settore basata sul SEC 95. Per ulteriori dettagli, cfr. le relative Note tecniche.

1) Alla fine dell'ultimo mese per cui sono disponibili i dati. I prestiti ai settori sono espressi come percentuale del totale dei prestiti delle IFM al settore privato; le scomposizioni per durata e per destinazione sono espresse in percentuale dei prestiti delle IFM al rispettivo settore. Eventuali mancate quadrature nei totali sono attribuibili ad arrotondamenti.

2) Correzione dovuta alla cancellazione dei prestiti dei bilanci delle IFM a seguito di cessioni o cartolarizzazioni.

3) In base alla definizione SEC 95.

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

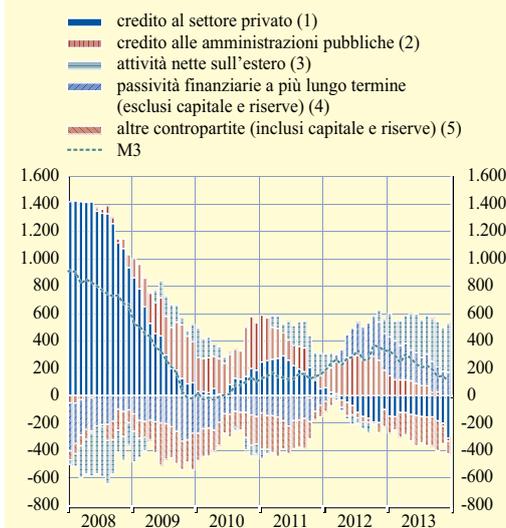
Il tasso di variazione sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine (al netto di capitale e riserve) si è collocato in dicembre al -3,3 per cento, livello sostanzialmente invariato rispetto ai due mesi precedenti. Il flusso mensile è divenuto lievemente più negativo per effetto dei deflussi di depositi a più lungo termine, benché in alcuni paesi le famiglie abbiano continuato a collocare fondi in tali depositi, come già osservato dall'inizio dell'anno.

In dicembre la posizione patrimoniale netta sull'estero delle IFM dell'area dell'euro ha registrato una nuova considerevole espansione, pari a 61 miliardi di euro, dopo quella di 47 miliardi del mese precedente. Incrementi di questo tipo sono osservabili dal luglio 2012 e costituiscono i principali fattori a sostegno della crescita positiva di M3, che hanno controbilanciato il contributo negativo dei rimborsi netti del credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro. Nei dodici mesi fino a dicembre le attività nette sull'estero delle IFM dell'area dell'euro sono aumentate di 360 miliardi di euro (cfr. figura 6), il flusso più elevato mai registrato nell'area.

Nel complesso, i dati monetari più recenti confermano che la dinamica di fondo della moneta e la crescita del credito restano moderate. La crescita dell'aggregato monetario ampio continua a essere sostenuta da aumenti delle attività nette sull'estero delle IFM e da riallocazioni a scapito delle passività finanziarie a più lungo termine. Nel contempo, la debolezza delle dinamiche monetarie riflette altresì la ricerca di rendimento da parte del settore detentore di moneta in un contesto caratterizzato da una bassa remunerazione delle attività monetarie e da un ritorno di fiducia. In dicembre il tasso di variazione sui dodici mesi del credito delle IFM al settore privato è rimasto negativo.

Figura 6 Contropartite di M3

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



Fonte: BCE.

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

Riquadro 4

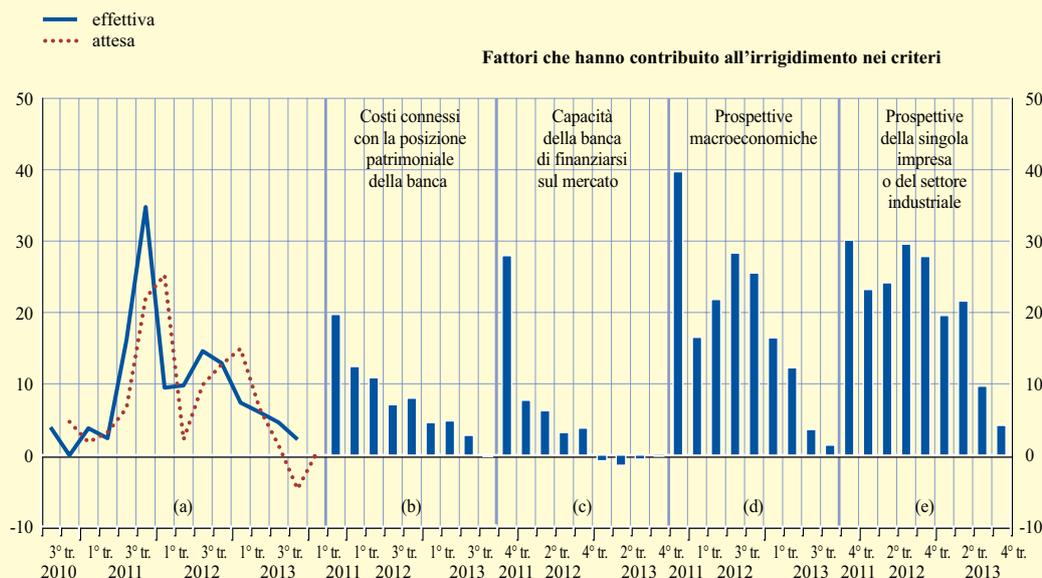
RISULTATI DELL'INDAGINE SUL CREDITO BANCARIO NELL'AREA DELL'EURO PER IL QUARTO TRIMESTRE DEL 2013

Il presente riquadro riporta i principali risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, condotta dall'Eurosistema fra il 13 dicembre 2013 e il 9 gennaio 2014¹⁾, per il quarto trimestre del 2013. Nel complesso, l'indagine fornisce ulteriori indicazioni di una stabilizzazione delle condizioni di credito per imprese e famiglie nel contesto di una domanda di prestiti che rimane moderata.

1) Il termine ultimo per la ricezione dei dati era il 9 gennaio 2014. Una valutazione approfondita dei risultati dell'indagine è stata pubblicata il 30 gennaio scorso sul sito Internet della BCE.

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

(saldi percentuali)



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

Sintesi dei risultati principali

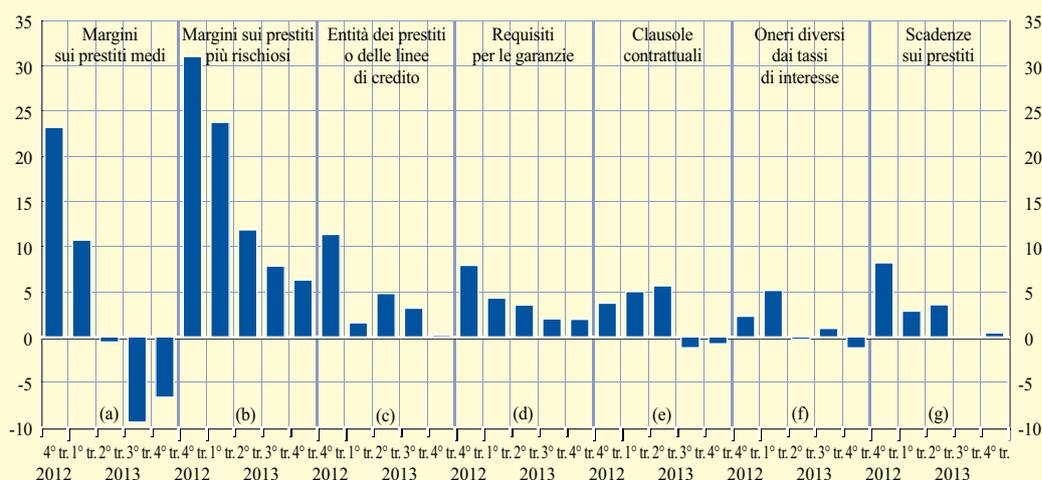
Nel quarto trimestre del 2013 le banche dell’area dell’euro hanno riportato un’ulteriore riduzione del grado di irrigidimento netto dei criteri per la concessione di prestiti alle imprese. Inoltre, per la prima volta dal 2007, le banche dell’area hanno evidenziato un allentamento netto dei criteri applicati ai mutui per l’acquisto di abitazioni mentre, per quanto riguarda il credito al consumo, le banche interpellate hanno segnalato un inasprimento in termini netti sostanzialmente invariato rispetto al trimestre precedente.

Questa evoluzione è riconducibile a tre fattori principali: in primo luogo, il contributo dei costi di provvista e dei vincoli di bilancio è rimasto pressoché immutato; in secondo luogo, l’apporto della concorrenza ha continuato a tradursi in un allentamento netto dei criteri di concessione del credito; in terzo luogo, la percezione del rischio delle banche dell’area ha concorso in misura minore all’irrigidimento netto sui prestiti, diventando persino trascurabile nel caso dei mutui per l’acquisto di abitazioni.

Nell’ultimo trimestre del 2013 la domanda di credito si è mantenuta debole per tutte le categorie di prestiti, nonostante alcune variazioni. Per i prestiti alle imprese, il calo netto si è ridotto avvicinandosi alla sua media storica; al contempo, la domanda netta di credito da parte delle famiglie per l’acquisto di abitazioni e per i consumi ha ripreso a scendere dopo il lieve aumento netto registrato nel trimestre precedente.

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

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



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

Guardando al primo trimestre del 2014, le banche partecipanti all'indagine si attendono un quadro invariato per i criteri di concessione del credito alle imprese mentre prevedono un ulteriore allentamento netto per i prestiti alle famiglie sia per l'acquisto di abitazioni sia per i consumi. Contestualmente, le banche dell'area dell'euro si aspettano un marcato aumento netto della domanda per tutte le categorie di prestiti.

Prestiti e linee di credito alle imprese

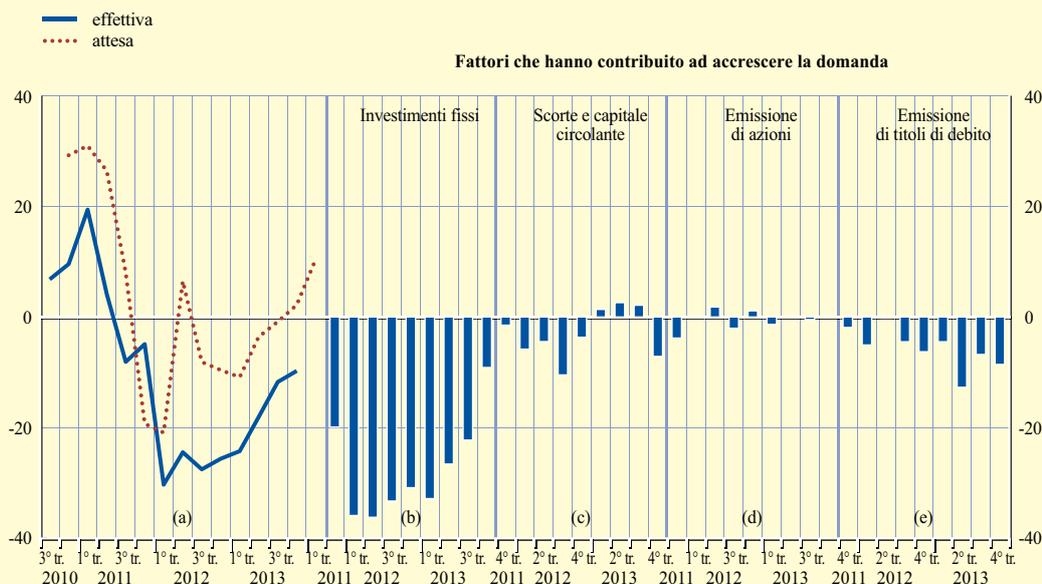
Nel quarto trimestre del 2013 la percentuale netta²⁾ delle banche dell'area dell'euro che indicavano un irrigidimento dei criteri per la concessione di credito era pari al 2 per cento, in calo dal 5 per cento del terzo trimestre (cfr. figura A), scendendo così al di sotto della media storica calcolata dall'inizio dell'indagine nel 2003. In occasione dell'indagine precedente, le banche interpellate si attendevano invece un allentamento in termini netti dei criteri (-5 per cento).

Riguardo alla dinamica in base alle dimensioni delle imprese, la flessione rilevata nell'irrigidimento netto è risultata maggiore per i prestiti alle piccole e medie imprese (PMI), per le quali le banche hanno riscontrato un lieve allentamento netto per la prima volta dalla metà del 2007 (-3 per cento, contro il 3 del trimestre precedente), rispetto ai prestiti alle imprese di grandi dimensioni (2 per cento, in calo dal 5). Quanto alle scadenze, il grado di inasprimento netto è rimasto immutato per i prestiti a lungo termine (al 5 per cento) mentre è sceso per quelli a breve termine, divenendo lievemente negativo (-1 per cento, in calo dal 3).

2) La percentuale netta riportata fa riferimento alla differenza fra la quota delle banche che segnalano un irrigidimento dei criteri di concessione del credito e quella delle banche che ne segnalano un allentamento. Un saldo positivo indica che le banche hanno mostrato una tendenza a inasprire i criteri ("irrigidimento netto"), mentre un saldo negativo indica che le banche hanno mostrato una tendenza ad allentarli ("allentamento netto").

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

(saldi percentuali)



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

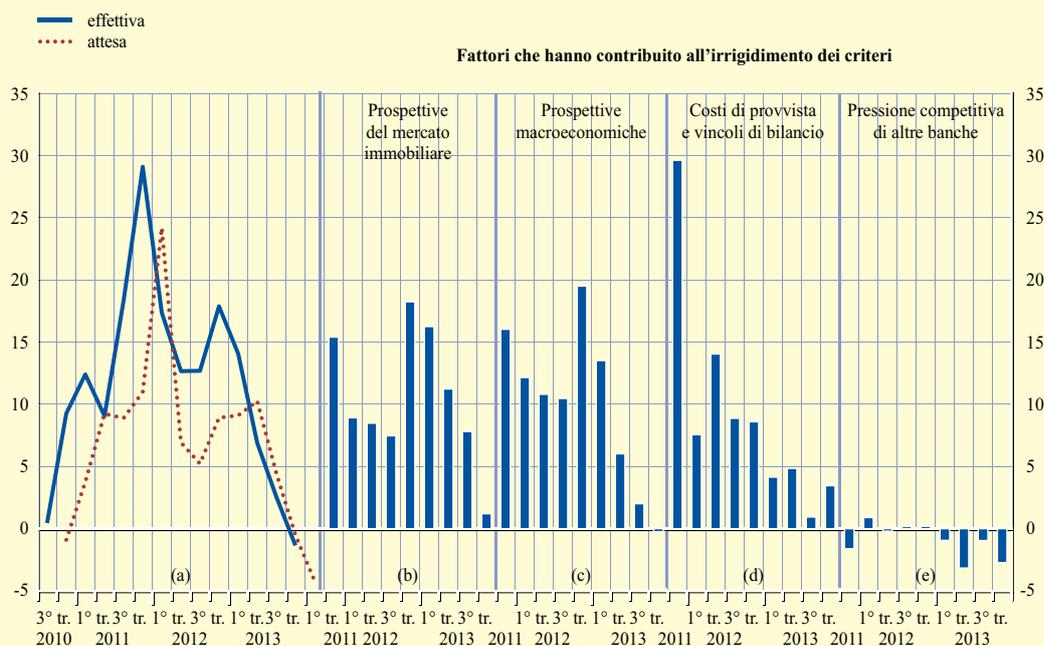
In merito ai fattori sottostanti, le banche dell’area dell’euro hanno segnalato che, in media, i costi di provvista e i vincoli di bilancio hanno contribuito a un lieve allentamento netto dei criteri di concessione del credito, invariato dal trimestre precedente (-2 per cento). Al tempo stesso, l’effetto della percezione del rischio sul grado di irrigidimento si è attenuato, raggiungendo livelli prossimi a quelli osservati all’inizio della crisi finanziaria globale. Tale riduzione è riconducibile all’apporto di tutte e tre le componenti sottostanti: un minor rischio percepito sulle garanzie richieste (1 per cento, in calo dal 4), nonché aspettative meno pessimistiche delle banche riguardo all’attività economica generale (1 per cento, in calo dal 4) e riguardo alle prospettive settoriali o specifiche a singole imprese (4 per cento, in calo dal 10). Infine, la rilevazione indica che le pressioni concorrenziali hanno contribuito a un allentamento netto dei criteri di concessione del credito nel quarto trimestre del 2013, sostanzialmente stabile rispetto all’indagine precedente.

La flessione dell’inasprimento netto dei criteri per il credito alle imprese nel quarto trimestre del 2013 si è tradotta in un ulteriore restringimento dei margini sulla media dei prestiti (-7 per cento contro il -9 del terzo trimestre) e in un minore ampliamento netto dei margini sui prestiti più rischiosi (6 per cento, in calo dall’8; cfr. figura B). Per la maggioranza degli altri termini e delle altre condizioni applicati alla concessione del credito, le banche dell’area dell’euro hanno indicato percentuali nette immutate o prossime allo zero.

Guardando al primo trimestre del 2014, nell’insieme le banche dell’area si attendono che i criteri di concessione del credito alle imprese restino stabili (0 per cento), ma prevedono un lieve

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

(saldi percentuali)



Nota: cfr. note della figura A.

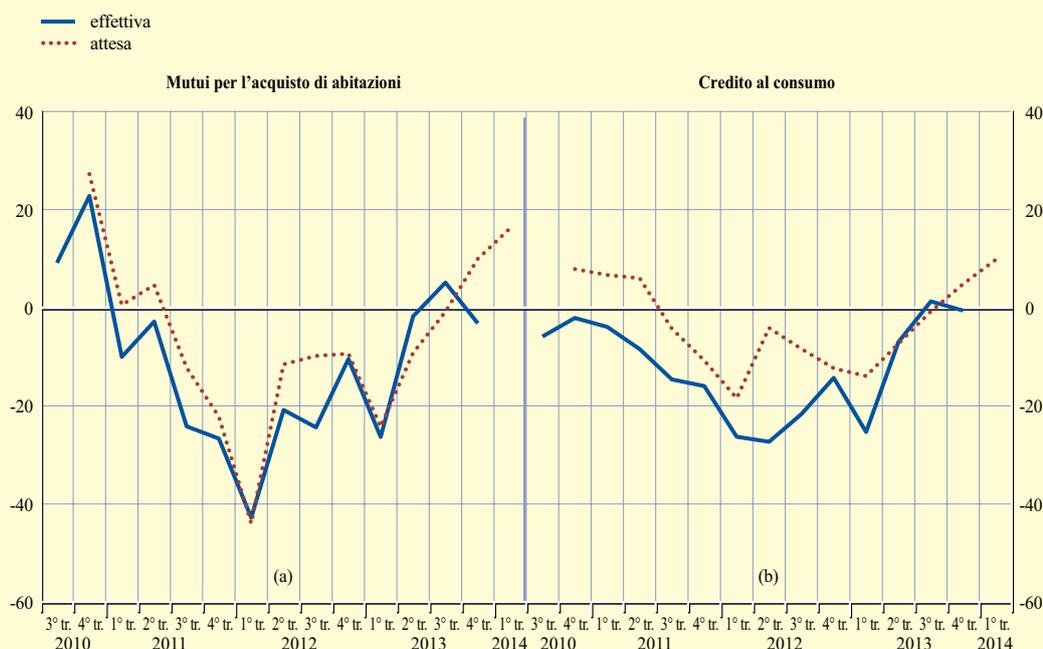
irrigidimento netto per i prestiti alle imprese di grandi dimensioni e per quelli a lungo termine (2 per cento). Le banche interpellate si aspettano altresì un allentamento netto sui prestiti alle PMI (-9 per cento) e su quelli a breve termine (-5 per cento).

Per quanto concerne la domanda, nel quarto trimestre del 2013 la riduzione netta della domanda di prestiti da parte delle imprese si è attenuata in confronto ai dati rilevati nell'indagine precedente (al -10 per cento contro il -12; cfr. figura C). Si è registrato un andamento simile per il credito alle PMI (da -12 a -10 per cento) e per i prestiti a lungo termine (da -12 a -8 per cento), mentre il calo netto della domanda è stato più pronunciato per il credito alle imprese di grandi dimensioni (da -8 a -12 per cento) e per i prestiti a breve termine (da -7 a -10 per cento).

Come nel terzo trimestre, alla flessione netta della domanda ha contribuito soprattutto l'impatto negativo del minore fabbisogno di finanziamento da investimenti fissi, ulteriormente attenuato rispetto al trimestre precedente (da -22 a -9 per cento). Tale dinamica è stata solo in parte compensata da quella del fabbisogno di finanziamento relativo a scorte e capitale circolante, il cui apporto è tornato negativo (da 2 a -7 per cento). Quanto al ricorso a finanziamenti alternativi, le banche dell'area dell'euro hanno continuato a evidenziare un contributo netto negativo sulla domanda di prestiti da parte dell'autofinanziamento (da -7 a -5 per cento) e dell'emissione di titoli di debito (da -7 a -9 per cento). In media, l'incidenza del ricorso a fonti alternative di finanziamento sulla riduzione netta della domanda è rimasta sostanzialmente invariata rispetto alla precedente indagine.

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

(saldi percentuali)



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

In prospettiva, le banche si attendono un aumento netto significativo della domanda di prestiti da parte delle imprese nel primo trimestre del 2014 (10 per cento). Tale incremento è atteso altresì per tutte le dimensioni d’impresa e le varie tipologie di scadenze.

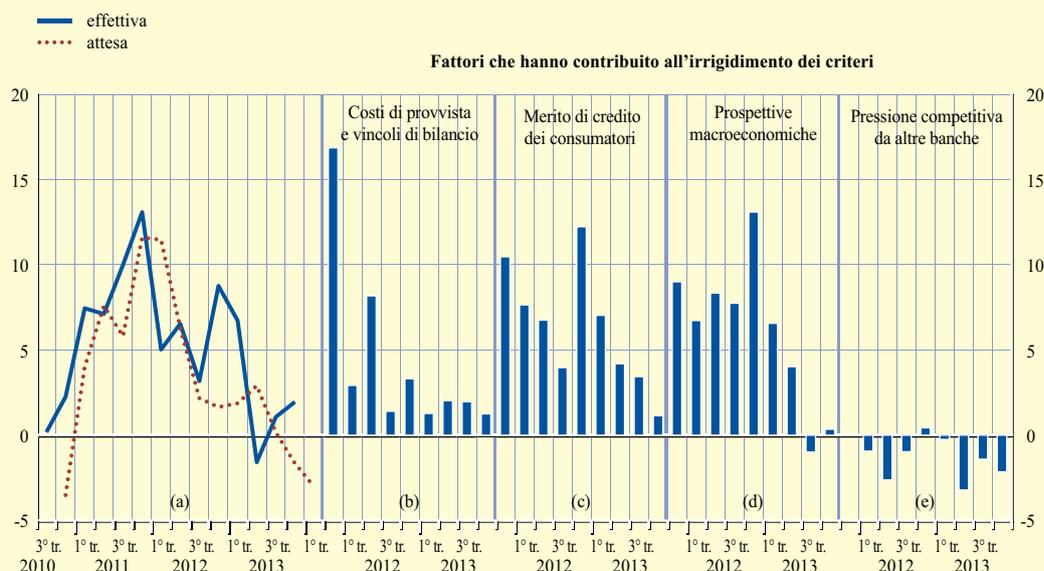
Prestiti alle famiglie per l’acquisto di abitazioni

Nel quarto trimestre del 2013 le banche dell’area dell’euro hanno segnalato un lieve allentamento netto dei criteri di concessione dei prestiti alle famiglie per l’acquisto di abitazioni (-1 per cento rispetto al 3 del terzo trimestre; cfr. figura D) per la prima volta dal secondo trimestre del 2007 (raggiungendo così un livello ben al di sotto della media storica calcolata per questo indicatore). Tale evoluzione è sostanzialmente in linea con le aspettative rilevate in occasione dell’indagine precedente (0 per cento). Analogamente a quanto osservato nel terzo trimestre, i costi di provvista e i vincoli di bilancio delle banche hanno contribuito lievemente all’irrigidimento netto dei criteri sui mutui per l’acquisto di abitazioni (3 per cento contro l’1 nel terzo trimestre del 2013), contrariamente al loro lieve apporto in termini di un allentamento netto sui prestiti alle società non finanziarie. L’effetto sull’inasprimento netto esercitato dalle prospettive economiche generali e da quelle del mercato degli immobili residenziali si è attenuato ancora, pressoché annullandosi (rispettivamente 0 e 1 per cento contro 2 e 8).

Si è riscontrato che le pressioni concorrenziali, nell’insieme, hanno concorso ad allentare su base netta i criteri di concessione del credito in misura simile a quella del trimestre precedente.

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

(saldi percentuali)



Nota: cfr. note della figura A.

La maggior parte dei termini e delle condizioni legati o meno al prezzo applicati ai mutui per l'acquisto di abitazioni hanno subito un minore inasprimento o persino un allentamento durante il quarto trimestre del 2013. Le banche dell'area dell'euro hanno evidenziato, su base netta, un restringimento dei margini sulla media dei prestiti destinati all'acquisto di abitazioni (-10 per cento contro il -7 del terzo trimestre del 2013), mentre si è arrestata la riduzione dei margini sui prestiti più rischiosi (0 per cento, in calo dal 4). Le risposte relative ai termini e alle condizioni non legati al prezzo hanno mostrato un'attenuazione dell'irrigidimento netto sulle scadenze dei prestiti (da 4 a 1 per cento); nel caso del rapporto tra valore del prestito e valore della garanzia, è emerso invece un lieve allentamento netto per la prima volta dal 2006 (da 6 a -3 per cento).

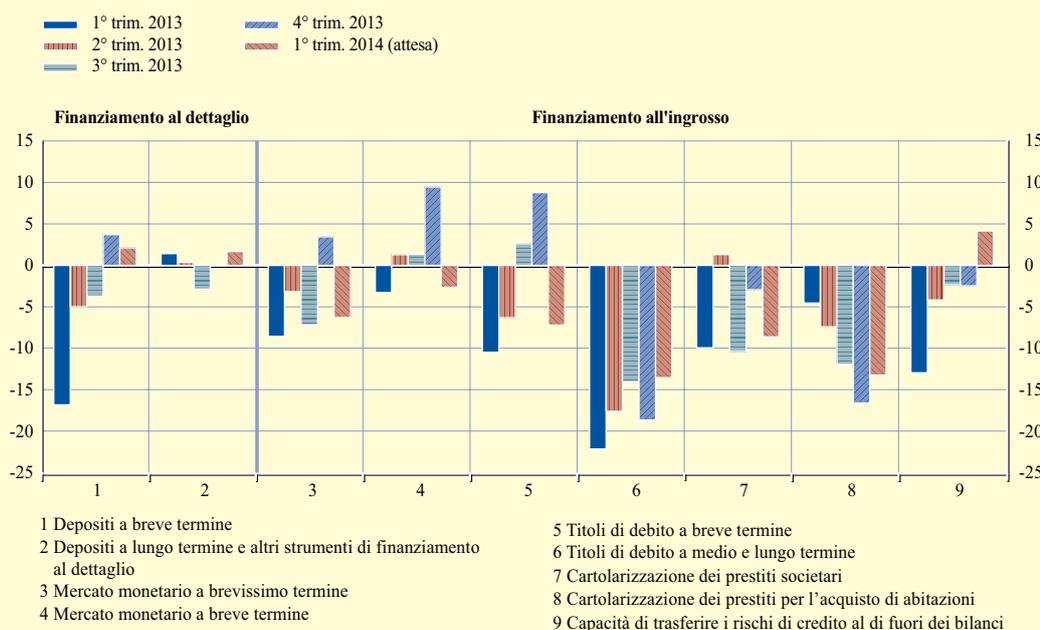
In prospettiva, le banche si aspettano un ulteriore allentamento netto dei criteri di concessione dei prestiti per l'acquisto di abitazioni (-4 per cento) nel primo trimestre del 2014.

Con riferimento alla domanda di credito, le banche dell'area dell'euro hanno segnalato una piccola contrazione in termini netti della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni (-3 per cento contro il 5 del terzo trimestre del 2013; cfr. figura E), una dinamica inversa rispetto al saldo positivo osservato nel trimestre precedente che porta la variazione netta di questa tipologia di domanda su un livello prossimo alla sua media storica (-4 per cento). In merito ai fattori che incidono sulla domanda, è svanito il lieve apporto positivo netto delle prospettive per il mercato degli immobili residenziali riscontrato nel terzo trimestre del 2013 (1%, in calo dal 3). Al contempo, è lievemente diminuito (da -5 a -3 per cento) il contributo negativo riconducibile a fattori che influenzano il fabbisogno di finanziamento non legati alle prospettive per il mercato degli immobili residenziali.

Guardando al futuro, le banche si attendono un aumento netto significativo della domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni (16 per cento) nel primo trimestre del 2014.

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

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



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

Credito al consumo e altre tipologie di prestiti alle famiglie

Nel quarto trimestre del 2013 il grado di irrigidimento netto dei criteri di concessione del credito al consumo è rimasto pressoché invariato (al 2 per cento; cfr. figura F) su un livello inferiore alla sua media storica (7 per cento). Il lieve effetto di inasprimento netto sull'erogazione di tale credito esercitato dai costi di provvista e dai vincoli di bilancio e, nel complesso, da fattori connessi alla percezione del rischio si è mantenuto sostanzialmente stabile (all'1 per cento). Le pressioni concorrenziali hanno contribuito ancora a un lieve allentamento netto (-2 per cento).

Per quanto concerne i termini e le condizioni per l'approvazione del credito al consumo, le banche hanno segnalato un restringimento dei margini sulla media dei prestiti (-2 per cento contro lo 0 della precedente indagine) nonché sui prestiti più rischiosi, seppure in misura minore rispetto a quanto rilevato in passato (1 per cento contro il 3 del terzo trimestre del 2013). Inoltre, è rimasto pressoché immutato il grado di irrigidimento netto sui termini e sulle condizioni non legati al prezzo.

In prospettiva, le banche dell'area dell'euro si attendono, in termini netti, un allentamento dei criteri di concessione del credito al consumo e delle altre tipologie di prestiti alle famiglie nel primo trimestre del 2014 (-3 per cento).

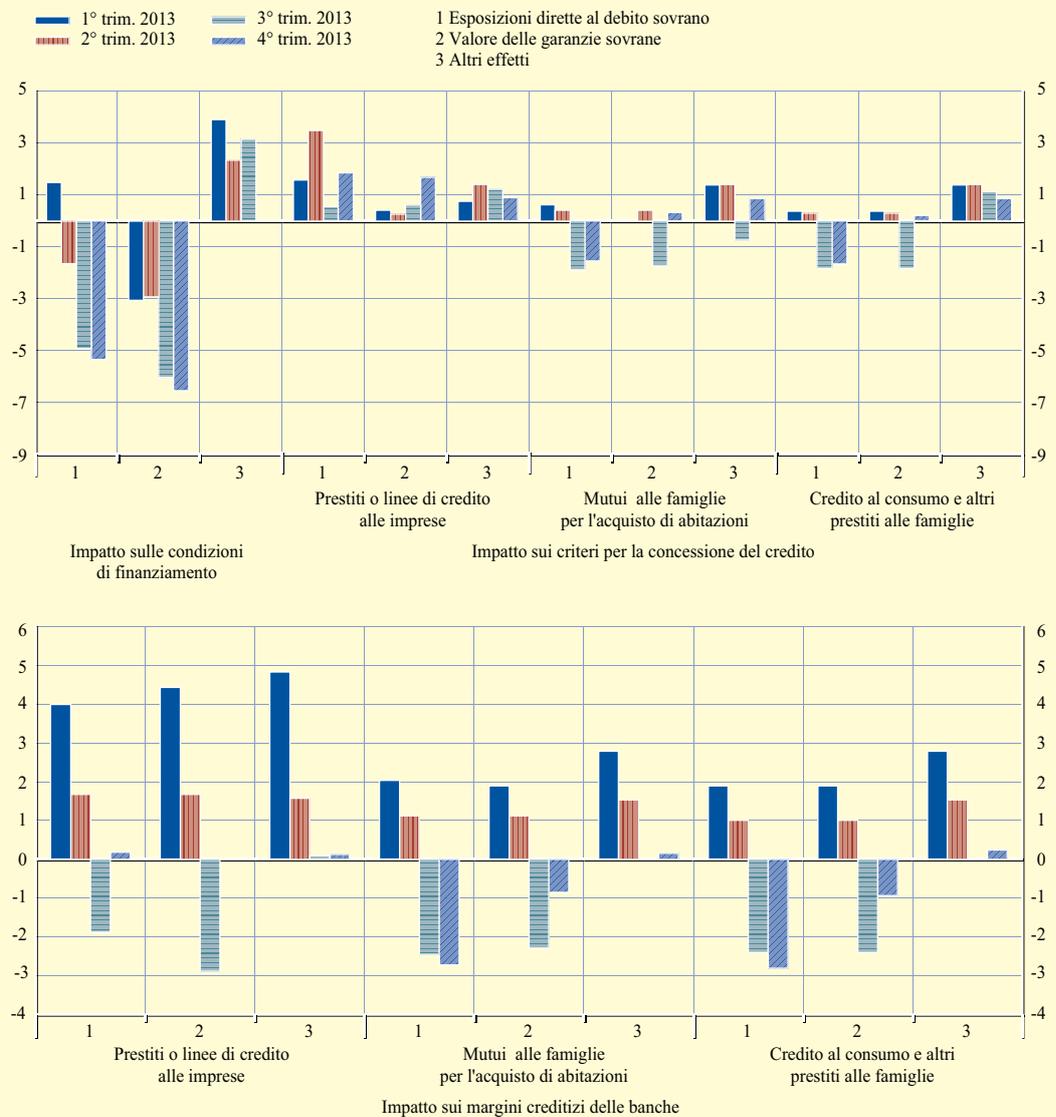
Nel quarto trimestre del 2013 le banche interpellate hanno riscontrato una leggera flessione netta della domanda di credito per i consumi, per lo più stabile dal terzo trimestre (-1 per cento contro

l'1 dell'indagine di ottobre; cfr. figura E) e ancora al di sopra della sua media storica (-5 per cento). Tra i fattori principali a sostegno della domanda di credito al consumo, lo sviluppo di maggior rilievo è l'aumento della fiducia dei consumatori (5 per cento, dal -4 dell'indagine di ottobre).

Guardando al primo trimestre del 2014, le banche dell'area dell'euro si aspettano un incremento netto significativo della domanda di prestiti per i consumi (al 10 per cento).

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

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



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

Domanda ad hoc sull'impatto delle tensioni sui mercati

Come nelle indagini precedenti, l'indagine di gennaio 2014 sul credito bancario contemplava una domanda ad hoc sull'accesso delle banche al finanziamento al dettaglio e all'ingrosso nel quarto trimestre del 2013.

Nel complesso, durante il quarto trimestre del 2013 le banche dell'area dell'euro hanno evidenziato un deterioramento netto del finanziamento al dettaglio (2 per cento da una media di -3 per i depositi e altri strumenti di finanziamento al dettaglio) e degli strumenti del mercato monetario (da -3 a 6 per cento), interrompendo la tendenza osservata nei trimestri passati (cfr. figura G). Tuttavia, sono migliorate le condizioni per l'emissione di titoli di debito, in linea con l'evoluzione nei precedenti trimestri (da -6 a -5 per cento), così come sono migliorate le condizioni per la cartolarizzazione (da -8 a -7 per cento).

Quanto al primo trimestre del 2014, ci si attende un deterioramento netto del finanziamento al dettaglio e un miglioramento, nell'insieme, per gli strumenti di finanziamento all'ingrosso.

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

Il questionario dell'indagine di gennaio 2014 includeva anche, come nelle precedenti indagini, una domanda ad hoc tesa a valutare l'impatto della crisi del debito sovrano sulle condizioni di finanziamento, i criteri per la concessione del credito e il margine creditizio delle banche nell'arco dei tre mesi precedenti.

Dalle risposte all'indagine di gennaio è emerso che l'effetto delle tensioni derivanti dalla crisi del debito sovrano sulle condizioni di finanziamento applicate dalle banche è stato lieve e, in media, ha contribuito un allentamento netto nel quarto trimestre del 2013 (cfr. figura H). Nello specifico, rispettivamente il 5 e il 7 per cento delle banche dell'area dell'euro, nel complesso, hanno indicato che la propria esposizione diretta al debito sovrano e il valore delle garanzie sovrane disponibili hanno concorso a un allentamento netto delle condizioni di finanziamento, quasi invariato rispetto al trimestre precedente, mentre si è pressoché annullato l'impatto dell'irrigidimento netto imputabile ad "altri effetti".

L'influenza della crisi del debito sovrano sui criteri di concessione del credito applicati dalle banche è rimasta contenuta nel quarto trimestre del 2013. Al tempo stesso, le banche dell'area dell'euro hanno segnalato che la crisi del debito sovrano ha avuto un effetto nullo sui margini applicati ai prestiti alle imprese, contribuendo tuttavia a un lieve restringimento dei margini relativi ai prestiti per l'acquisto di abitazioni e per i consumi.

Domande ad hoc sull'impatto dell'azione di regolamentazione e vigilanza³⁾

Il questionario dell'indagine di gennaio 2014 conteneva due domande ad hoc semestrali intese a valutare la misura in cui i recenti requisiti di vigilanza hanno inciso sulle politiche di prestito delle banche, per effetto del potenziale impatto sulla loro posizione patrimoniale e sui criteri da

3) Cfr. i requisiti di vigilanza stabiliti nel regolamento e nella quarta direttiva sui requisiti patrimoniali (Capital Requirements Directive IV/Capital Requirements Regulation, CRD IV), nonché i requisiti derivanti dalla valutazione approfondita condotta dalla BCE e dalle partecipanti autorità nazionali competenti in conformità alle disposizioni del regolamento sul meccanismo di vigilanza unico, oppure i requisiti risultanti da qualsiasi altra azione specifica di regolamentazione o vigilanza approvata/attuata di recente o che ci si attende sia approvata/attuata nel futuro prossimo.

esse applicati alla concessione del credito. Rispetto alla versione utilizzata per l'indagine di luglio 2013, la formulazione della domanda è stata modificata affinché le banche, nel rispondere, tenessero conto anche di eventuali nuove misure di vigilanza (ad esempio connesse all'imminente valutazione approfondita della BCE), con possibili implicazioni per la concessione di credito. Alle banche è stato altresì richiesto di indicare le ripercussioni sulle condizioni di finanziamento.

Nel complesso, il 23 per cento delle banche dell'area dell'euro partecipanti ha segnalato un calo delle attività ponderate per il rischio nella seconda metà del 2013, sostanzialmente in linea con le rilevazioni della prima metà del 2013. Questo processo di aggiustamento ha interessato sia i prestiti più rischiosi sia la media dei prestiti (rispettivamente -29 e -15 per cento contro -28 e -16 nella prima metà del 2013). Le banche hanno inoltre evidenziato un rafforzamento netto della loro posizione patrimoniale (da 23 a 20 per cento) tramite utili non distribuiti (da 21 a 22 per cento) ed emissione di capitale (stabile all'11 per cento). Le banche non hanno riscontrato alcun effetto significativo sulle condizioni di finanziamento derivante dall'azione di regolamentazione e vigilanza.

In prospettiva, la percentuale netta delle banche dell'area che intendono ridurre le proprie attività ponderate per il rischio nella prima metà del 2014 è di poco inferiore al dato per la seconda metà del 2013 (rispettivamente -10 e -23 per cento), mentre il 31 per cento delle banche nel complesso vuole rafforzare la propria posizione patrimoniale (in aumento dal 20 per cento della seconda metà del 2013).

In merito all'impatto dell'azione di regolamentazione e vigilanza sui criteri di concessione dei prestiti e sul margine creditizio, le banche dell'area dell'euro hanno segnalato di aver inasprito i loro criteri sui prestiti sia alle imprese di grandi dimensioni sia alle PMI nella seconda metà del 2013 (rispettivamente dell'8 e del 5 per cento contro il 17 e il 9 dell'indagine di luglio 2013). L'effetto di contrazione sui prestiti alle famiglie si è annullato, sia per il credito destinato all'acquisto di abitazioni sia per quello al consumo. Si sono osservate dinamiche analoghe per i margini creditizi.

Guardando alla prima metà del 2014, le banche si attendono un ulteriore irrigidimento netto dei criteri di concessione del credito e dei margini per i prestiti alle imprese, per via delle pressioni in ambito di regolamentazione e vigilanza. La limitazione attesa è di pari entità rispetto a quella riferita alla seconda metà del 2013. Ci si aspetta un lieve allentamento netto sui prestiti alle famiglie destinati all'acquisto di abitazioni.

2.2 EMISSIONI DI TITOLI

In novembre le emissioni di titoli di debito da parte dei residenti nell'area dell'euro sono ulteriormente calate sui dodici mesi. La crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie è rimasta vivace, ma non ha compensato del tutto il tasso di variazione persistentemente negativo dei titoli di debito emessi dalle IFM. Le IFM hanno continuato a fornire il principale contributo alle emissioni di azioni quotate dei residenti nell'area dell'euro.

TITOLI DI DEBITO

In novembre il tasso di variazione sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è rimasto negativo al -0,6 per cento, a fronte del -0,9 per cento del mese precedente (cfr. tavola 6). A livello di settore il tasso ha mantenuto sostanzialmente l'andamento tendenziale osservato dagli inizi del 2013. Rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, le emissioni da parte delle società non finanziarie sono aumentate del 10,3 per cento rispetto al 10,0 di ottobre. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle IFM si è collocato al -8,8 per cento, livello lievemente superiore a quello registrato in ottobre. Quanto alle amministrazioni pubbliche, il tasso di espansione dei titoli emessi si è situato al 3,3 per cento, dopo il 3,0 di ottobre. Infine, il tasso di crescita dei titoli di debito emessi dalle istituzioni finanziarie non monetarie è calato solo marginalmente in novembre, all'1,2 per cento dall'1,3 di ottobre.

La scomposizione per scadenze dei titoli di debito emessi rivela che in novembre l'attività di rifinanziamento si è concentrata sulle emissioni nel segmento a lungo termine del mercato, soprattutto a tasso fisso. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi a lungo termine è aumentata allo 0,4 per cento dai valori trascurabili di ottobre. L'andamento ha rispecchiato un aumento del 2,3 per cento sui dodici mesi (contro il 2,6 per cento di ottobre) delle emissioni di detti titoli a tasso fisso, che ha più che compensato il calo del 5,8 per cento delle emissioni di quelli a tasso variabile. Con tale flessione, sale a sedici il numero di mesi consecutivi di crescita negativa dell'emissione di titoli di debito a lungo termine a tasso variabile. L'emissione di titoli di debito a breve termine ha subito un'ulteriore contrazione sui dodici mesi del 10,2 per cento, dopo il calo del 9,8 per cento osservato in ottobre.

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

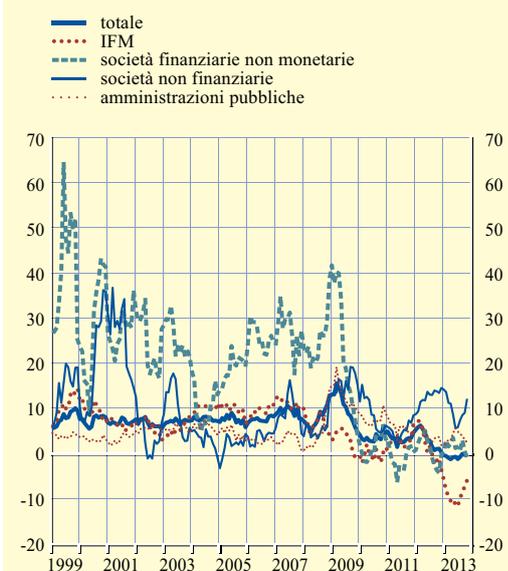
Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2013 nov.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾					
		2012 4° trim.	2013 1° trim.	2013 2° trim.	2013 3° trim.	2013 ott.	2013 nov.
Emissione di titoli di debito:	16.569	2,8	0,7	-0,1	-0,7	-0,9	-0,6
IFM	4.968	0,9	-3,6	-6,5	-8,7	-9,0	-8,8
Società finanziarie non monetarie	3.225	0,3	0,7	-0,4	1,2	1,3	1,2
Società non finanziarie	1.084	12,9	13,4	11,5	10,0	10,0	10,3
Amministrazioni pubbliche di cui:	7.292	4,1	2,6	3,6	3,4	3,0	3,3
Amministrazioni centrali	6.617	3,6	2,6	4,0	4,2	3,8	4,0
Altre amministrazioni pubbliche	675	9,1	2,4	-0,6	-3,8	-4,1	-2,6
Emissione di azioni quotate:	5.498	1,0	0,8	0,6	1,1	1,1	1,3
IFM	563	5,2	3,0	2,5	7,8	7,7	7,1
Società finanziarie non monetarie	454	2,6	2,6	2,6	1,6	0,9	0,9
Società non finanziarie	4.481	0,4	0,5	0,2	0,3	0,4	0,7

Fonte: BCE.

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

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

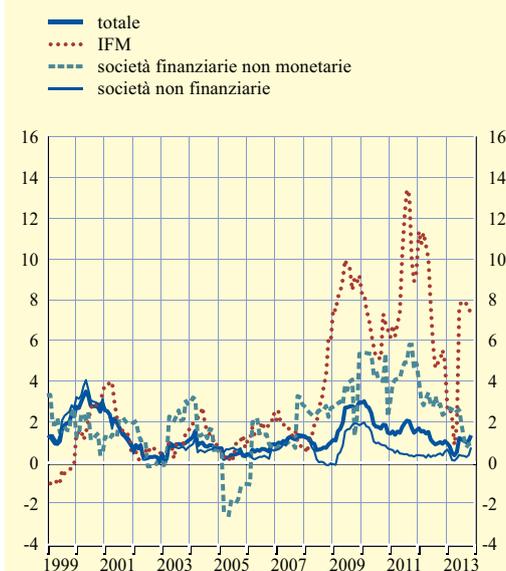
(tassi di crescita semestrali annualizzati; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

Figura 8 Scomposizione per settore delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(tassi di crescita sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

In una prospettiva di più breve periodo, in novembre il tasso di crescita su sei mesi dei titoli di debito emessi, espresso in ragione d'anno, è stato pari al -0,3 per cento, livello solo marginalmente inferiore al mese precedente (cfr. figura 7). Tra i settori, gli andamenti a breve termine hanno seguito profili simili a quelli delle dinamiche di più lungo periodo. Il tasso di crescita delle emissioni delle società non finanziarie è salito al 12,1 per cento, dal 9,0 di ottobre, mentre la contrazione in atto delle emissioni delle IFM si è moderata lievemente al -6,0 per cento, dal -7,5 di ottobre. Per quanto concerne le istituzioni finanziarie non monetarie e le amministrazioni pubbliche i tassi di variazione corrispondenti sono scesi rispettivamente dallo 0,3 al -0,8 per cento e dal 3,2 al 2,3 per cento.

AZIONI QUOTATE

In novembre il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse dai residenti nell'area dell'euro si è collocato all'1,3 per cento, livello superiore di 0,2 punti percentuali rispetto a ottobre (cfr. figura 8). Il tasso di incremento delle azioni emesse è salito di 0,3 punti percentuali, allo 0,7 per cento, per le società non finanziarie ed è rimasto allo 0,9 per cento per le istituzioni finanziarie non monetarie. Infine, il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni emesse dalle IFM, seppur in calo di 0,6 punti percentuali rispetto ai livelli di ottobre, è rimasto elevato al 7,1 per cento, nel contesto del risanamento dei bilanci delle IFM.

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

In gennaio e nei primi giorni di febbraio i tassi di interesse del mercato monetario a breve termine sono lievemente aumentati e sono stati relativamente volatili a fronte di livelli inferiori di liquidità in eccesso. I tassi a più lungo termine sono rimasti sostanzialmente invariati.

Figura 9 Tassi di interesse del mercato monetario

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

- Euribor a un mese (scala di sinistra)
- ... Euribor a tre mesi (scala di sinistra)
- - - Euribor a dodici mesi (scala di sinistra)
- differenziale tra Euribor a dodici mesi e a un mese (scala di destra)

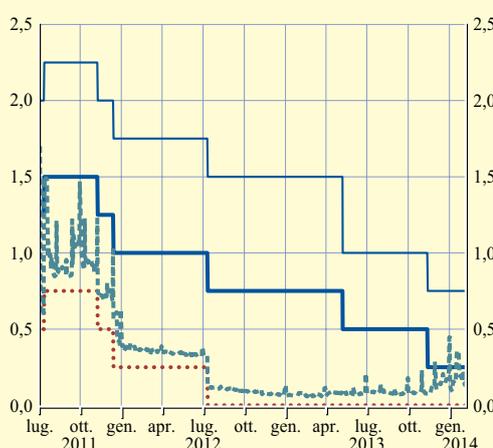


Fonti: BCE e Thomson Reuters.

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

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

- tasso fisso sulle operazioni di rifinanziamento principali
- ... tasso sui depositi overnight presso la banca centrale
- - - tasso overnight (Eonia)
- tasso di rifinanziamento marginale



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

Nel periodo tra l'8 gennaio e il 5 febbraio i tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono aumentati di 2 punti base per la scadenza a un mese e sono rimasti sostanzialmente invariati per le scadenze più lunghe. Il 5 febbraio i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente allo 0,22, 0,29, 0,39 e 0,55 per cento. Di conseguenza, il differenziale fra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese, indicatore dell'inclinazione della curva dei rendimenti nel mercato monetario, è sceso marginalmente, di 2 punti base, per collocarsi a 33 punti base il 5 febbraio (cfr. figura 9).

I tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti future sull'Euribor a tre mesi con scadenza a marzo, giugno, settembre e dicembre 2014 sono diminuiti rispettivamente di 6, 9, 11 e 13 punti base rispetto ai livelli osservati l'8 gennaio, portandosi, nell'ordine, in data 5 febbraio, allo 0,25, 0,22, 0,23 e 0,25 per cento. Alla stessa data il tasso swap sull'Eonia a tre mesi si collocava allo 0,13 per cento, in calo di 3 punti base rispetto all'8 gennaio. Pertanto, il differenziale tra l'Euribor a tre mesi e il tasso swap sull'Eonia a tre mesi è aumentato di 3 punti base.

Tra l'8 e il 14 gennaio, ultimo giorno del dodicesimo periodo di mantenimento del 2013, l'Eonia è aumentato di 5 punti base, portandosi allo 0,15 per cento circa, a fronte dei livelli inferiori di liquidità in eccesso e di un contesto di negoziazione volatile, nonché di una minore frammentazione dei mercati. Dall'inizio del primo periodo di mantenimento del 2014, l'Eonia è rimasto sostanzialmente invariato, registrando una maggiore volatilità con valori compresi tra lo 0,13 e lo 0,36 per cento (cfr. figura 10).

Tra l'8 gennaio e il 5 febbraio l'Eurosistema ha condotto diverse operazioni di rifinanziamento. Nelle operazioni di rifinanziamento principali del primo periodo di mantenimento del 2014, effettuate il 7, 14, 21 e 28 gennaio, nonché il 4 febbraio, l'Eurosistema ha allocato rispettivamente 112,5, 94,7, 116,3, 115,6 e 95,1 miliardi di euro. In gennaio l'Eurosistema ha anche condotto due

operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT), entrambe mediante procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi: il 14 gennaio un'operazione con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento (con aggiudicazione di 7,1 miliardi di euro) e il 29 gennaio un'ORLT a tre mesi (con aggiudicazione di 5 miliardi di euro).

L'Eurosistema ha effettuato inoltre cinque operazioni di assorbimento della liquidità a una settimana il 7, 14, 21 e 28 gennaio, nonché il 4 febbraio, mediante aste a tasso variabile con tasso massimo di offerta dello 0,25 per cento. Nelle prime due e nell'ultima di queste operazioni, la BCE ha assorbito un ammontare equivalente al valore residuo degli acquisti effettuati nell'ambito del Programma per il mercato dei titoli finanziari (pari, in totale, a 179 miliardi di euro il 7 e il 14 gennaio e a 175,5 miliardi il 4 febbraio). Per contro, a fronte di livelli inferiori di liquidità in eccesso, l'Eurosistema ha assorbito 152,1 e 151,2 miliardi di euro nelle operazioni condotte il 21 e il 28 gennaio.

Inoltre, alcune controparti hanno optato per il rimborso volontario prima della scadenza, con frequenza settimanale, dei fondi presi in prestito nelle ORLT a tre anni aggiudicate il 21 dicembre 2011 e il 29 febbraio 2012. Tra il 30 gennaio 2013 e il 5 febbraio 2014 era stato rimborsato un totale di 454,1 miliardi di euro. Sul totale dei rimborsi complessivi, 264,8 miliardi di euro erano relativi all'ORLT del 21 dicembre 2011 e i rimanenti 189,3 miliardi all'ORLT del 29 febbraio 2012. Pertanto, è stato finora rimborsato circa l'87 per cento dei 523 miliardi di euro di liquidità netta originariamente immessi con le due ORLT a tre anni.

La liquidità in eccesso è aumentata nel dodicesimo periodo di mantenimento del 2013, registrando in media 204,6 miliardi di euro, a fronte di un valore medio di 165,1 miliardi nel precedente periodo di mantenimento. Circa il 75 per cento dell'aumento della liquidità media in eccesso va ricondotto al maggiore volume delle operazioni di mercato aperto in essere, mentre il 25 per cento circa ad ammontari dei fattori autonomi più contenuti. L'aumento netto delle operazioni di mercato aperto in essere è a sua volta scaturito, nel contesto della maggiore domanda di riserve di liquidità a fini precauzionali attorno alla fine dell'anno, dal maggiore ricorso alle operazioni di rifinanziamento principali (con un aumento medio di 34 miliardi di euro) e da un minor assorbimento tramite i depositi a tempo determinato (28 miliardi di euro), compensato in parte dalla diminuzione delle ORLT in essere (32 miliardi di euro). Quest'ultimo andamento è riconducibile prevalentemente ai rimborsi delle ORLT a tre anni. Sebbene il ricorso medio giornaliero ai depositi presso la banca centrale sia aumentato a 60,1 miliardi di euro nel dodicesimo periodo di mantenimento, da 48,3 miliardi del periodo di mantenimento precedente, l'ammontare medio degli importi detenuti nei conti correnti, in eccesso rispetto all'obbligo di riserva, è salito da 116,9 a 144,8 miliardi di euro.

La liquidità in eccesso è scesa a livelli medi pari a circa 133 miliardi di euro nella prima settimana del primo periodo di mantenimento del 2014, principalmente per effetto dei volumi più contenuti delle operazioni di mercato aperto in essere e, in particolare, del minore ricorso all'operazione di rifinanziamento principale. Tuttavia, nella seconda e terza settimana, la liquidità in eccesso è aumentata a livelli medi di circa 170 miliardi di euro sulla scorta di un maggiore ricorso all'operazione di rifinanziamento principale e di una riduzione del grado di sterilizzazione degli acquisti effettuati nell'ambito del Programma per il mercato dei titoli finanziari attraverso l'operazione di assorbimento della liquidità.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

A gennaio e nei primi giorni di febbraio i rendimenti dei titoli di Stato sono diminuiti nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, per effetto della pubblicazione di dati economici contrastanti per

l'economia mondiale, nonché della turbolenza in alcuni mercati emergenti. I differenziali di rendimento fra titoli sovrani nell'area dell'euro sono diminuiti nella maggior parte dei paesi. L'incertezza circa gli andamenti futuri dei mercati obbligazionari è aumentata su entrambe le sponde dell'Atlantico. Infine, gli indicatori finanziari sull'inflazione attesa a lungo termine nell'area dell'euro sono diminuiti lievemente, pur rimanendo pienamente coerenti con la stabilità dei prezzi.

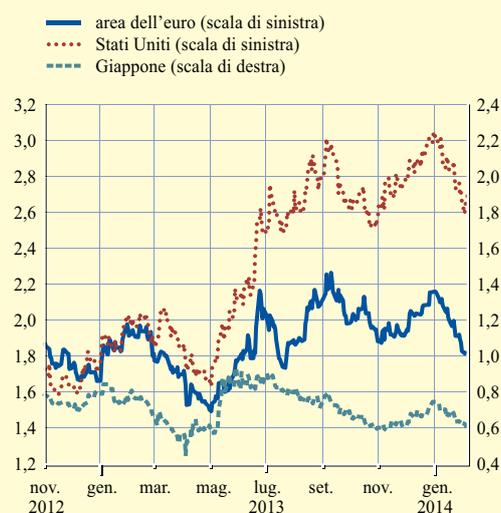
I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine con rating AAA nell'area dell'euro sono diminuiti di circa 35 punti base tra la fine di dicembre 2013 e il 5 febbraio 2014, collocandosi in quest'ultima data attorno all'1,8 per cento (cfr. figura 11). Nello stesso periodo i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine negli Stati Uniti sono scesi approssimativamente di 37 punti base, al 2,7 per cento circa, mentre in Giappone si sono ridotti di 14 punti base circa, portandosi attorno allo 0,6 per cento.

Agli inizi di gennaio i rendimenti sui titoli di Stato con rating AAA dell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente stabili. Sono in seguito diminuiti, di riflesso a dati economici mondiali contrastanti e a tensioni nei mercati emergenti, nel contesto, fra l'altro, della rimozione in atto dell'orientamento monetario accomodante da parte del Federal Reserve System. Negli Stati Uniti, i rendimenti delle obbligazioni a lungo termine hanno seguito un andamento analogo, mostrando però una volatilità lievemente maggiore.

L'incertezza degli investitori sugli andamenti di breve periodo dei mercati obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita desunta dalle opzioni sulle quotazioni obbligazionarie, si è accresciuta nell'area dell'euro e negli Stati Uniti durante il periodo in rassegna (cfr. figura 12). Agli inizi di feb-

Figura 11 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

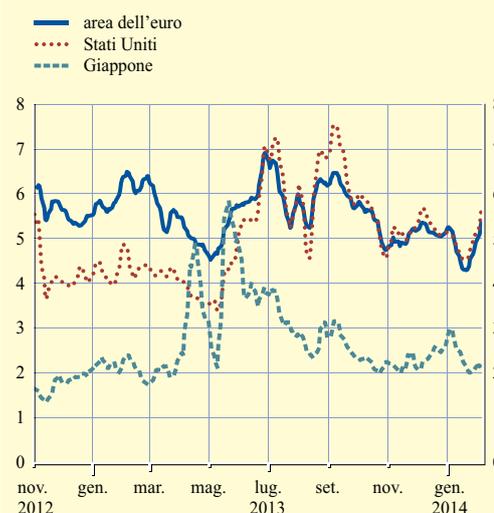
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: EuroMTS, BCE, Bloomberg e Thomson Reuters.
Nota: i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine si riferiscono a titoli a dieci anni o alla scadenza disponibile più vicina a dieci anni. Per l'area dell'euro sono considerati soltanto i titoli di Stato con rating AAA, che attualmente comprendono titoli di Austria, Finlandia, Francia, Germania e Paesi Bassi.

Figura 12 Volatilità implicita del mercato dei titoli di Stato

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



Fonte: 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.

braio la volatilità implicita si collocava attorno al 5,6 per cento nell'area dell'euro e al 6,1 per cento negli Stati Uniti.

Nel periodo in esame i rendimenti delle obbligazioni a lungo termine sono diminuiti nella maggioranza dei paesi dell'area dell'euro. I differenziali tra i rendimenti dei titoli sovrani all'interno dell'area dell'euro rispetto ai tassi OIS si sono ridotti nella maggior parte dei paesi.

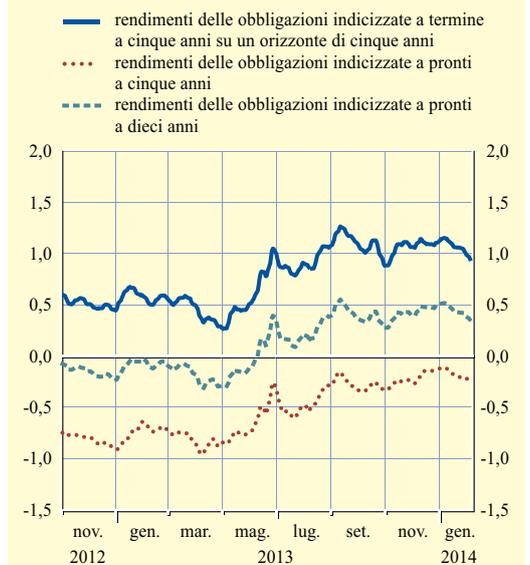
L'andamento dei rendimenti reali delle obbligazioni dell'area dell'euro, misurato dai rendimenti sui titoli di Stato indicizzati all'inflazione¹⁾, è stato sostanzialmente analogo all'evoluzione dei rendimenti nominali appena descritta. I rendimenti reali sulle obbligazioni decennali sono diminuiti di circa 17 punti base per collocarsi attorno allo 0,3 per cento il 5 febbraio, mentre i rendimenti reali sui titoli quinquennali sono scesi approssimativamente di 12 punti base, al -0,25 per cento circa (cfr. figura 13). Di conseguenza, i tassi di interesse reali a termine a lunga scadenza (a cinque anni su un orizzonte quinquennale) nell'area dell'euro hanno evidenziato un calo di circa 22 punti base, portandosi intorno allo 0,9 per cento alla fine del periodo in rassegna.

In linea con il fatto che i rendimenti nominali sono diminuiti in misura maggiore rispetto a quelli reali, gli indicatori dell'inflazione attesa a lungo termine nell'area dell'euro ricavati dai mercati finanziari sono lievemente diminuiti nel periodo in rassegna. I tassi di inflazione di pareggio a cinque e dieci anni impliciti nelle obbligazioni indicizzate all'inflazione hanno mostrato una lieve diminuzione, portandosi rispettivamente attorno all'1,0 e all'1,7 per cento. Di conseguenza, il tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale è sceso di circa 14 punti base, collocandosi intorno al 2,3 per cento agli inizi di febbraio (cfr. figura 14). Il tasso a termine a lunga scadenza desunto dagli swap sull'inflazione è rimasto sostanzialmente stabile nel periodo in rassegna e il 5 febbraio si è collocato intorno al 2,2 per cento. Nel complesso, tenendo in opportuna considerazione sia il premio per il rischio di inflazione sia il premio di liquidità, gli indicatori desunti dal mercato indicano che le aspettative di inflazione rimangono pienamente coerenti con la stabilità dei prezzi²⁾.

La struttura per scadenze dei tassi overnight impliciti a termine dell'area dell'euro ha subito uno spostamento verso il basso nel periodo in esame, soprattutto per le obbligazioni con scadenze me-

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

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

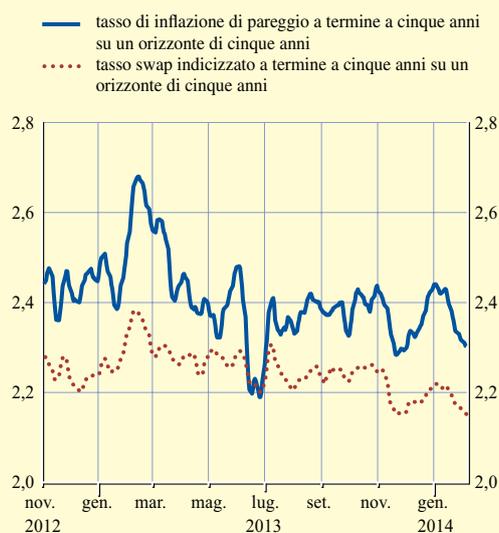


Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Nota: i rendimenti reali delle obbligazioni sono calcolati come media ponderata al PIL dei tassi reali di Francia e Germania.

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

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

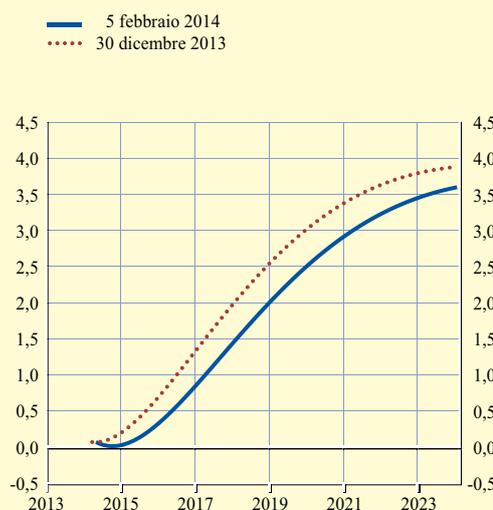
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



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

Figura 15 Tassi di interesse overnight impliciti a termine nell'area dell'euro

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



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

dio-lunghe (cfr. figura 15). Ciò indica che le aspettative sui futuri tassi di interesse a breve termine e i relativi premi per il rischio sono lievemente diminuiti nel periodo.

Nel periodo in rassegna, i differenziali di rendimento sulle obbligazioni di qualità più elevata (investment grade) emesse da società dell'area dell'euro (rispetto all'indice relativo alle obbligazioni sovrane con rating AAA dell'UEM elaborato da Merrill Lynch) sono rimasti sostanzialmente invariati per le categorie di rating più alte e più basse sia per il settore finanziario che per quello non finanziario. Nel complesso, i differenziali sulle obbligazioni societarie sono rimasti inferiori ai livelli registrati agli inizi del 2013.

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

In dicembre i tassi sui prestiti delle IFM alle società non finanziarie sono per lo più diminuiti per i periodi di determinazione del tasso brevi e lunghi, in particolare per i prestiti di modesta entità. Sono rimasti invece invariati i tassi sui prestiti delle IFM alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con periodi di determinazione del tasso brevi e lunghi. Sempre in dicembre i tassi di interesse applicati dalle IFM ai depositi a termine a lunga scadenza sia delle famiglie sia delle società non finanziarie sono diminuiti, mentre i tassi sui depositi a breve termine sono rimasti sostanzialmente stabili. I differenziali tra i tassi sui prestiti e quelli di mercato si sono ristretti, soprattutto per i periodi lunghi di determinazione del tasso di interesse.

In dicembre i tassi di interesse applicati dalle IFM ai depositi a breve termine sono rimasti sostanzialmente invariati sia per le società non finanziarie sia per le famiglie. Anche i tassi variabili sui prestiti con periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno erogati alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono rimasti stabili al 2,8 per cento, mentre i tassi sul credito al consumo sono scesi di 23 punti base, al 5,6 per cento. Quanto alle società non finanziarie, i tassi di interesse sui prestiti di importo elevato (superiore a 1 milione di euro) con periodi brevi di determinazione iniziale del tasso sono rimasti pressoché immutati, al 2,3 per cento, mentre quelli sui prestiti di modesta entità (fino a 1 milione di euro) con periodi brevi di determinazione del tasso di interesse sono diminuiti di 5 punti base, al 3,8 per cento (cfr. figura 16). Di conseguenza, in dicembre il differenziale fra i tassi di interesse sui prestiti di modesta entità alle società non finanziarie con periodi brevi di determinazione e i tassi di interesse corrispondenti sui prestiti di importo elevato si è ridotto ulteriormente, a 150 punti base, ma è rimasto considerevolmente superiore alla media storica dal 2003. L'entità del differenziale continua a indicare che le condizioni di finanziamento per le piccole e medie imprese rimangono meno favorevoli di quelle per le imprese di grandi dimensioni.

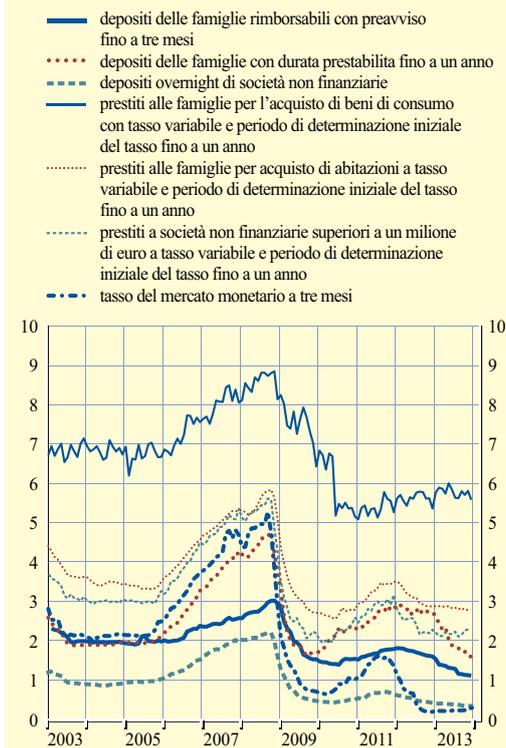
Nel complesso, dal momento che a dicembre l'Euribor a tre mesi è lievemente aumentato, il differenziale fra i tassi di interesse sui prestiti con periodi brevi di determinazione erogati dalle IFM alle famiglie e il tasso di mercato monetario a tre mesi è sceso di 5 punti base a 250 punti base, anche il differenziale corrispondente per i tassi di interesse sui prestiti di importo elevato con periodi brevi di determinazione concessi alle società non finanziarie è diminuito di 5 punti base portandosi a 201 punti base (cfr. figura 17).

Dall'inizio del 2013, i tassi di interesse sui prestiti di modesta entità con periodi brevi di determinazione erogati dalle IFM alle società non finanziarie sono rimasti sostanzialmente stabili, mentre i tassi corrispondenti sui prestiti di importo elevato sono lievemente aumentati. I tassi di interesse sui mutui con periodi brevi di determinazione concessi dalle IFM alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è calato di circa 10 punti base. Le riduzioni dei tassi di interesse di riferimento della BCE, insieme agli effetti delle misure non convenzionali attuate o annunciate dalla BCE, si stanno gradualmente trasmettendo ai tassi bancari attivi. Allo stesso tempo, la frammentazione dei mercati del credito dell'area dell'euro e la debole congiuntura economica continuano a esercitare pressioni al rialzo su tali tassi in alcuni paesi dell'area dell'euro.

Per quanto riguarda le scadenze più lunghe e i periodi più lunghi di determinazione del tasso di interesse, in dicembre sono diminuiti i tassi di interesse applicati dalle IFM ai depositi a lungo termine delle

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

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



Fonte: BCE.

Nota: i dati a partire da giugno 2010 potrebbero non essere completamente confrontabili con quelli antecedenti tale data a causa di variazioni metodologiche derivanti dall'attuazione dei Regolamenti BCE/2008/32 e BCE/2009/7 (che modificano il Regolamento BCE/2001/18).

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

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

- prestiti a società non finanziarie superiori a un milione di euro, a tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno
- prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, a tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno
- - - - depositi delle famiglie con durata prestabilita fino a un anno



Fonte: BCE.
Nota: per i prestiti, i differenziali sono calcolati sottraendo al tasso sui prestiti il tasso del mercato monetario a tre mesi; per i depositi, sottraendo a quest'ultimo il tasso sui depositi. I dati a partire da giugno 2010 potrebbero non essere completamente confrontabili con quelli antecedenti tale data a causa di variazioni metodologiche derivanti dall'attuazione dei Regolamenti BCE/2008/32 e BCE/2009/7 (che modificano il Regolamento BCE/2001/18).

Figura 18 Tassi di interesse delle IFM a lungo termine e tasso di mercato a lungo termine

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

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



Fonte: BCE.
Nota: i dati a partire da giugno 2010 potrebbero non essere completamente confrontabili con quelli antecedenti tale data a causa di variazioni metodologiche derivanti dall'attuazione dei Regolamenti BCE/2008/32 e BCE/2009/7 (che modificano il Regolamento BCE/2001/18).

famiglie e delle società non finanziarie. In particolare, sono scesi di 12 punti base, all'1,9 per cento, nel caso delle famiglie e di 10 punti base, all'1,6 per cento, in quello delle società non finanziarie. I tassi di interesse sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con periodi lunghi di determinazione del tasso di interesse sono rimasti invariati al 3,2 per cento nel mese in esame. I tassi sui prestiti di modesta entità alle società non finanziarie con periodi lunghi di determinazione del tasso di interesse sono scesi di 10 punti base, al 3,3 per cento, mentre quelli sui prestiti di importo maggiore alle società non finanziarie è diminuito di 7 punti base, collocandosi al 3,0 per cento (cfr. figura 18). Pertanto, il differenziale fra i tassi sui prestiti di modesta entità e quelli sui prestiti di importo più elevato, in entrambi i casi con periodi lunghi di determinazione, è lievemente diminuito in dicembre a 31 punti base. Poiché nello stesso mese i rendimenti sui titoli di Stato a sette anni con rating AAA sono aumentati di 27 punti base, all'1,6 per cento, il differenziale fra i tassi sui prestiti con periodi lunghi di determinazione del tasso di interesse e i rendimenti su tali titoli è sceso sia per i mutui (di 27 punti base) sia per i prestiti di modesta e maggiore entità alle società non finanziarie (rispettivamente di 37 e 34 punti base).

Nel complesso, nel 2013 il differenziale fra i tassi sui prestiti con periodi lunghi di determinazione del tasso di interesse e i rendimenti dei titoli di Stato a sette anni con rating AAA è diminuito, prevalentemente nel periodo tra maggio e dicembre. Si è portato a 170 e 140 punti base, rispettivamente

te nel caso di prestiti di minore e maggiore entità alle società non finanziarie e a 160 punti base nel caso di mutui a famiglie. Per i prestiti di modesta entità alle società non finanziarie si è osservato il calo dei differenziali più marcato rispetto ai livelli raggiunti nel 2012.

2.6 MERCATI AZIONARI

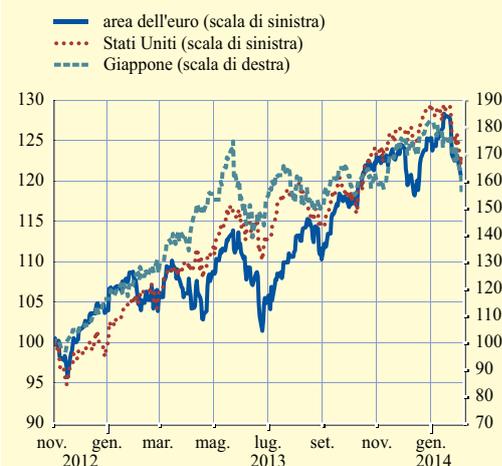
Tra la fine del 2013 e il 5 febbraio 2014 i corsi azionari sono diminuiti approssimativamente del 4 per cento nell'area dell'euro e del 5 per cento negli Stati Uniti. L'andamento dei mercati azionari è stato influenzato principalmente dalla pubblicazione di dati economici contrastanti, nonché dalle tensioni in molti mercati emergenti. L'incertezza complessiva dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita, è aumentata sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti.

Tra la fine del 2013 e il 5 febbraio 2014 i corsi azionari dei tre principali mercati sono diminuiti. Nell'area dell'euro le quotazioni azionarie, misurate dall'indice generale Dow Jones Euro Stoxx, sono diminuite del 4 per cento circa. Nello stesso periodo i prezzi delle azioni negli Stati Uniti, misurati dall'indice Standard & Poor's 500, sono scesi del 5 per cento circa, mentre in Giappone i corsi azionari, misurati dall'indice Nikkei 225, sono calati del 13 per cento circa (cfr. figura 19).

Durante le prime due settimane di gennaio e all'inizio di febbraio le quotazioni azionarie nell'area dell'euro sono lievemente aumentate, mentre negli Stati Uniti sono rimaste sostanzialmente stabili. Nella seconda metà del mese, negli indici azionari dell'area dell'euro, nonché in quelli di altri importanti mercati, si sono registrate flessioni imputabili principalmente alla pubblicazione di dati contrastanti e alle tensioni in molti mercati emergenti.

Figura 19 Indici dei corsi azionari

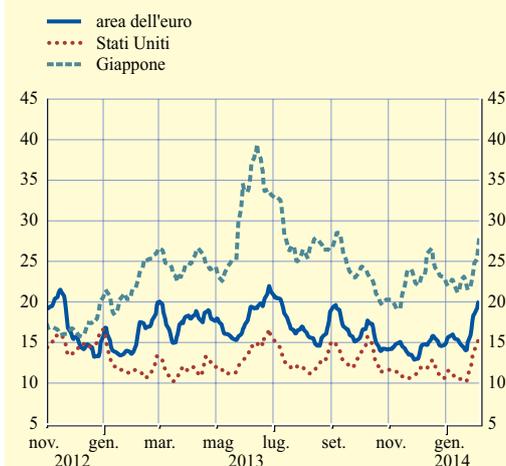
(indice: 1° novembre 2012 = 100; dati giornalieri)



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

Figura 20 Volatilità implicita dei mercati azionari

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



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

I corsi azionari dell'area dell'euro sono diminuiti in tutti i comparti, ad eccezione dei settori finanziario e dei servizi di pubblica utilità. Le quotazioni azionarie finanziarie sono rimaste sostanzialmente stabili, mentre quelle dell'intero settore non finanziario sono scese del 4 per cento; il settore tecnologico è quello che ha riportato i risultati peggiori. Negli Stati Uniti, il calo delle quotazioni azionarie è stato sostanzialmente analogo in tutti i settori, ad eccezione dei comparti dei servizi sanitari e dei servizi di pubblica utilità in cui sono rimaste praticamente invariate. Anche in Giappone la flessione dei prezzi delle azioni è stata generalizzata, con cali particolarmente accentuati nel comparto finanziario.

L'incertezza relativa agli andamenti dei mercati azionari nell'area dell'euro, misurata dalla volatilità implicita, è aumentata da circa il 15 per cento alla fine del 2013 al 21 per cento circa il 5 febbraio (cfr. figura 20). Negli Stati Uniti è salita da circa il 12 a circa il 16 per cento nello stesso periodo. Anche in Giappone la volatilità implicita è lievemente aumentata, rimanendo piuttosto elevata rispetto agli anni scorsi.

Riquadro 5

I CONTI INTEGRATI DELL'AREA DELL'EURO PER IL TERZO TRIMESTRE DEL 2013 ¹⁾

I conti integrati dell'area dell'euro diffusi il 28 gennaio 2014 coprono il periodo fino al terzo trimestre del 2013 e forniscono informazioni esaustive su reddito, spesa, finanziamento e scelte di portafoglio dei settori istituzionali dell'area dell'euro. L'avanzo esterno dell'area dell'euro ha raggiunto un massimo storico nel terzo trimestre del 2013, principalmente per effetto della debolezza della domanda interna. La crescita del reddito nominale delle famiglie ha registrato una netta accelerazione, contribuendo a stabilizzare il reddito reale. Il saggio di risparmio delle famiglie è rimasto prossimo ai minimi storici, mentre la contrazione degli investimenti in immobili residenziali si è nuovamente attenuata. Le società non finanziarie (SNF) sono rimaste su un'inconsueta posizione di accreditamento netto. Grazie alla ricostituzione delle scorte, che ha più che compensato il calo (in rallentamento) degli investimenti fissi, sono aumentati gli utili non distribuiti (in modo lieve) ed è cresciuta l'accumulazione di capitale. I margini operativi sono rimasti su livelli molto contenuti. Il disavanzo pubblico si è mantenuto stabile, ma risulta in calo al netto dei trasferimenti di capitale alle banche. Con riferimento all'andamento dell'indebitamento, i rapporti debito/PIL sono rimasti su livelli elevati per tutti i settori dell'area dell'euro, pur evidenziando una modesta flessione. La situazione appare tuttavia più favorevole se si considera la leva finanziaria come misura alternativa dell'indebitamento. La tendenza a una marcata riduzione della leva finanziaria delle SNF è ripresa nel terzo trimestre. I coefficienti patrimoniali delle società finanziarie sono nuovamente aumentati a livelli molto elevati. La ricchezza netta delle famiglie ha registrato un incremento sui dodici mesi poiché il risparmio netto e le plusvalenze sulle azioni hanno più che compensato il calo dei prezzi delle abitazioni.

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

Nel terzo trimestre del 2013 il tasso di crescita sui dodici mesi del reddito nominale disponibile è nuovamente aumentato nell'area dell'euro (all'1 per cento sul periodo corrispondente) riflettendo la ripresa dell'espansione del PIL reale. Questa accelerazione ha favorito principalmente il reddito delle famiglie (cfr. figura A).

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

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

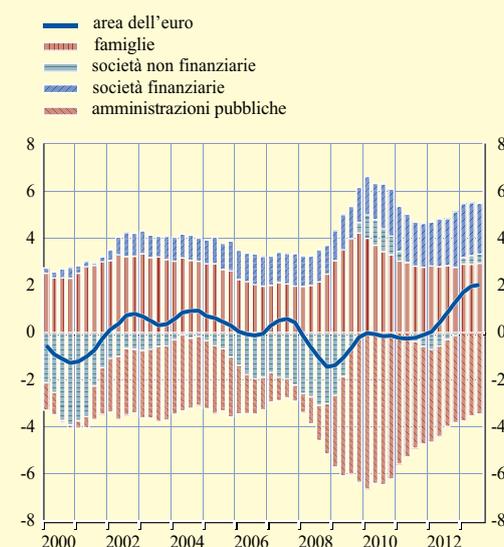
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat e BCE.

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

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



Fonti: Eurostat e BCE.

A fronte di un incremento dei consumi nell'area dell'euro a un ritmo sostanzialmente equivalente a quello del reddito, la crescita del risparmio lordo nell'area è aumentata ancora una volta molto lentamente nel terzo trimestre del 2013. Il tasso di risparmio delle famiglie ha registrato un lieve incremento dai minimi storici toccati e le SNF hanno leggermente accresciuto gli utili non distribuiti. L'indebitamento delle amministrazioni pubbliche ha smesso di ridursi. Il ritmo della flessione sui dodici mesi dell'accumulazione di capitale fisso da parte sia delle SNF sia delle famiglie dell'area dell'euro si è nuovamente attenuato nel terzo trimestre, rispettivamente al -1,6 e al -1,1 per cento, a fronte del -2,9 e -2,1 per cento del trimestre precedente, mentre gli investimenti fissi delle amministrazioni pubbliche sono tornati ad avere un segno positivo (+0,6 per cento). Nel terzo trimestre si è assistito a una moderata ricostituzione delle scorte e l'accumulazione di capitale nell'area dell'euro è rimasta sostanzialmente invariata su base annua.

Di fronte a investimenti fissi sostanzialmente stabili e a una moderata crescita del risparmio, l'accredito netto si è stabilizzato nel terzo trimestre, collocandosi al 2 per cento del PIL su base annua, il livello più alto mai registrato per i paesi dell'area dell'euro a livello aggregato dal 1970. Questa stabilizzazione è stata il risultato di un ulteriore miglioramento dell'interscambio netto, bilanciato da una diminuzione dei redditi netti da capitale percepiti. In termini settoriali, ha rispecchiato saldi settoriali sostanzialmente invariati (cfr. figura B). Le SNF continuano a evidenziare un'inconsueta posizione di accredito netto. La mancanza di un'ulteriore riduzione del disavanzo pubblico è in gran parte ascrivibile ai significativi trasferimenti di capitali alle banche, che a loro volta hanno ampliato la posizione di accredito netto delle società finanziarie. Dal lato del finanziamento, i flussi transfrontalieri sono rimasti modesti poiché nel terzo trimestre i non residenti hanno continuato a spostare attività finanziarie dai depositi ai titoli di debito e alle azioni.

Figura C Reddito disponibile lordo nominale delle famiglie

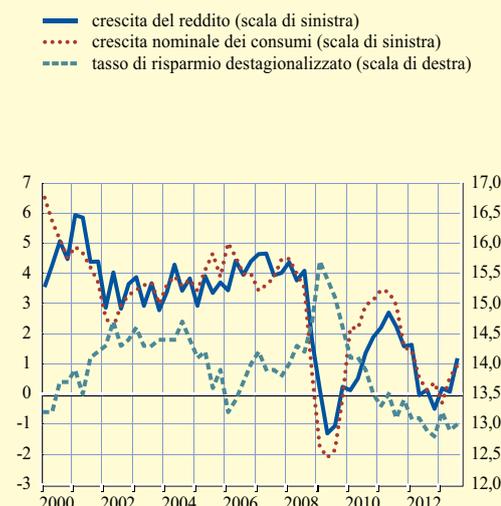
(variazioni percentuali annue; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat e BCE.

Figura D Reddito delle famiglie, consumi e tasso di risparmio

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



Fonti: Eurostat e BCE.

Le scelte economiche dei settori istituzionali

Nel terzo trimestre del 2013 la crescita del reddito nominale delle *famiglie* ha significativamente accelerato (1,1 per cento sui dodici mesi, dopo lo 0,1 per cento del secondo trimestre), a seguito di una ripresa dei redditi netti da capitale percepiti, di una crescita accelerata del margine operativo lordo e del reddito misto, nonché (in misura minore) dei redditi da lavoro dipendente (cfr. figura C). Il drenaggio fiscale (trasferimenti netti delle famiglie da e verso lo Stato) ha nuovamente ridotto la crescita annua del reddito di 0,2 punti percentuali nel terzo trimestre. Insieme alla debole dinamica dei prezzi, il calo del reddito reale si è pressoché arrestato (dopo aver toccato un minimo al -2,4 per cento nel quarto trimestre 2012). Di fronte a una crescita dei consumi nominali leggermente più moderata rispetto a quella del reddito, il tasso di risparmio delle famiglie è lievemente aumentato dai minimi storici, portandosi nel terzo trimestre al 13,1 per cento in termini destagionalizzati (cfr. figura D). Il ritmo di contrazione degli investimenti immobiliari si è nuovamente ridotto, dando luogo a un modesto incremento, su base annua, dell'accreditamento netto delle famiglie. La crescita del finanziamento delle famiglie è rimasta su livelli molto contenuti, a causa della persistente debolezza dei prestiti bancari. Dal lato dell'attivo, le famiglie hanno continuato a modificare la composizione dei propri portafogli a favore dei depositi bancari, delle riserve tecniche di assicurazione e delle quote di fondi comuni, e a scapito dei titoli di debito. Al pari del leverage, l'indice di indebitamento delle famiglie ha segnato una flessione, mentre la ricchezza netta ha registrato un lieve recupero sui dodici mesi, grazie al risparmio netto e alle plusvalenze sulle azioni che hanno congiuntamente superato le minusvalenze sulla proprietà degli immobili residenziali (cfr. figura H).

La crescita del margine operativo lordo delle *SNF* si è ulteriormente rafforzata nel terzo trimestre (2,4 per cento sul periodo corrispondente) poiché la ripresa del valore aggiunto ha superato quella dei salari. I margini operativi, misurati dal rapporto tra margine operativo netto (ossia al

netto del consumo di capitale fisso)²⁾ e valore aggiunto, sono rimasti al minimo raggiunto nel primo trimestre del 2013, 1 punto percentuale al di sotto del minimo post-Lehman (somma di quattro trimestri; cfr. figura E). Al contempo, diversi fattori hanno continuato a contribuire al mantenimento del risparmio (utili non distribuiti) delle SNF su livelli relativamente elevati, tra cui gli interessi netti corrisposti bassi (e in calo) e i dividendi netti versati relativamente modesti (ma in aumento). Il ritmo di riduzione degli investimenti in capitale fisso si è lievemente ridotto al -2,1 per cento su base annua, mentre gli investimenti delle SNF sono rimasti prossimi al loro minimo storico in rapporto al valore aggiunto. Al tempo stesso, con la moderata ricostituzione delle scorte delle imprese in termini destagionalizzati nel terzo trimestre, forse indicativa di un'inversione del ciclo delle giacenze, gli investimenti fissi delle società non finanziarie sono leggermente aumentati sui dodici mesi. Le SNF hanno mantenuto la loro insolita posizione di accreditamento netto

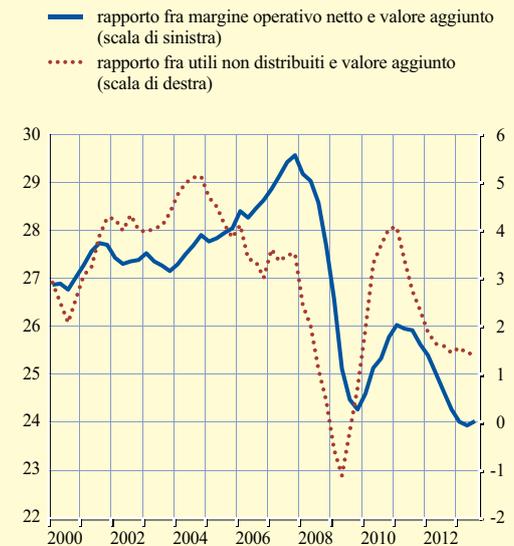
(cfr. figura B). Per compensare la diminuzione dei prestiti bancari (in contrazione di 145 miliardi di euro netti negli ultimi quattro trimestri), le SNF hanno continuato ad attingere al mercato obbligazionario (89 miliardi di euro) e al mercato azionario (20 miliardi di euro) per finanziarsi e per chiedere attivamente in prestito da altre società finanziarie (119 miliardi di euro), in gran parte mediante emissioni di obbligazioni societarie effettuate tramite società veicolo, ma anche, in misura considerevole, attraverso operazioni una tantum legate a ristrutturazioni bancarie in Spagna. I prestiti intrasettoriali, che comprendono prestiti concessi da altre SNF e la maggior parte dei crediti commerciali (particolarmente importanti per le piccole e medie imprese sottoposte ai vincoli del finanziamento bancario), sono rimasti contenuti nel terzo trimestre. Le SNF hanno continuato ad accrescere le loro riserve di liquidità (pari a 2.700 miliardi di euro). Il processo di significativa riduzione della leva finanziaria è proseguito, favorito da plusvalenze sulle azioni detenute dalle SNF (cfr. figura G).

Il disavanzo delle *amministrazioni pubbliche* è rimasto stabile nel terzo trimestre (3,5 per cento del PIL su base annua), benché risulti in calo se si escludono le significative ricapitalizzazioni bancarie (0,6 per cento del PIL). La crescita delle entrate ha rallentato. Se si escludono i trasferimenti di capitale, la spesa pubblica è leggermente aumentata, al 2,4 per cento in termini nominali. Sebbene l'incremento dei redditi da lavoro dipendente sia rimasto limitato (0,3 per cento sui dodici mesi), la crescita delle altre componenti della spesa corrente è stata molto più elevata. La spesa per investimenti è lievemente aumentata, facendo segnare la prima crescita positiva

2) Se si misura la redditività delle imprese utilizzando la contabilità nazionale, l'enfasi andrebbe posta sul margine operativo netto anziché sul margine operativo lordo, poiché il consumo di capitale fisso (ossia l'ammortamento degli investimenti in attrezzature e impianti ripartito su diversi anni) dovrebbe essere escluso. Il consumo di capitale fisso, rappresentando un costo fisso per un'impresa, tende a registrare un andamento esogeno e costante durante il ciclo economico. Di conseguenza, una misura dell'utile netto tende ad essere più sensibile al ciclo congiunturale rispetto a una misura dei profitti lordi.

Figura E Margini delle società non finanziarie

(valori percentuali, destagionalizzato)



Fonti: Eurostat e BCE.

sul periodo corrispondente dal terzo trimestre del 2009. L'emissione di debito ha continuato a finanziare disavanzi elevati così come i significativi, benché in diminuzione, acquisti netti di attività finanziarie.

Nel terzo trimestre del 2013 il reddito disponibile delle *società finanziarie* ha seguito a diminuire sui dodici mesi, sebbene a un ritmo più moderato, poiché il valore aggiunto e gli interessi netti percepiti (considerati congiuntamente) hanno continuato a contrarsi mentre i pagamenti di imposte sono aumentati. In questo contesto, la significativa posizione di accreditamento netto delle imprese finanziarie si è leggermente ridotta sul periodo corrispondente, nonostante gli elevati trasferimenti di capitale ricevuti dalle amministrazioni pubbliche durante l'anno. Le attività nette delle società finanziarie al valore di mercato (una misura aggregata del "capitale") sono aumentate per effetto delle plusvalenze, di utili netti non distribuiti ancora consistenti (36 miliardi di euro nel terzo trimestre) e dei trasferimenti di capitale ricevuti. Le emissioni di azioni sono rimaste contenute, anche in ragione dei significativi disinvestimenti in società veicolo. I coefficienti patrimoniali delle società finanziarie sono attualmente particolarmente elevati (cfr. figura F). Il valore azionario delle società finanziarie è aumentato più del valore di mercato del loro patrimonio netto ma rimangono ancora nettamente inferiori a quest'ultimo, a indicazione della continua sfiducia presente nel mercato. La crescita degli investimenti finanziari delle società finanziarie ha mantenuto livelli molto bassi su base consolidata.

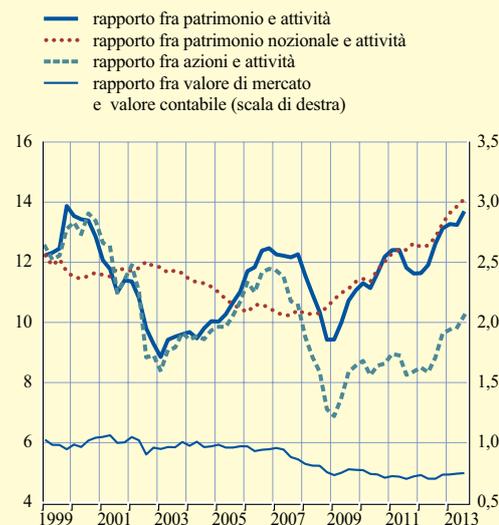
Le dinamiche di bilancio

Riguardo la dinamica dell'indebitamento, i rapporti debito/PIL hanno continuato a diminuire molto lentamente nei diversi settori, ma in ciascuno di essi è rimasto molto elevato. Il quadro è tuttavia più favorevole, se si considera la leva finanziaria come misura alternativa dell'indebitamento: i rapporti debito/attività (comprendenti le attività non finanziarie) si sono ridotti in tutti e quattro i settori (SNF, società finanziarie, famiglie e amministrazioni pubbliche) nel terzo trimestre del 2013, seppur a ritmi diversi. La posizione patrimoniale sull'estero (PPE)³⁾ dell'area dell'euro è nuovamente migliorata, al -19,3 per cento del PIL.

È ripresa nel terzo trimestre la tendenza a una marcata riduzione della leva finanziaria delle SNF, in virtù delle plusvalenze sulle azioni detenute nel trimestre (cfr. figura G). La leva finanziaria

Figura F Coefficienti patrimoniali delle istituzioni finanziarie esclusi i fondi comuni

(percentuale delle attività totali)

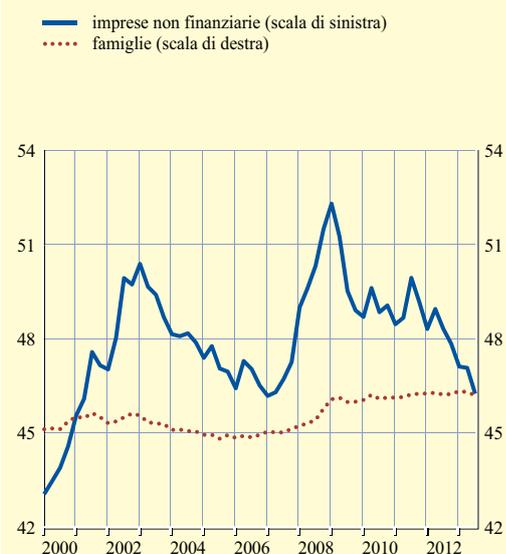


Fonte: BCE.
Note: la voce "azioni" qui ricomprende "azioni ed altre partecipazioni" diverse da "quote di fondi di investimento". Le attività e le passività sono considerate al valore di mercato. Il "rapporto fra patrimonio nazionale e attività" è calcolato sulla base delle operazioni su capitale e attività, ovvero non tenendo conto dei profitti/delle perdite (o delle variazioni dei prezzi) delle attività e delle passività.

3) La PPE misura la posizione attiva netta dei residenti nei confronti dei non residenti: attività al netto delle passività (compreso il capitale proprio).

Figura G Ricorso alla leva finanziaria

(percentuale delle attività)

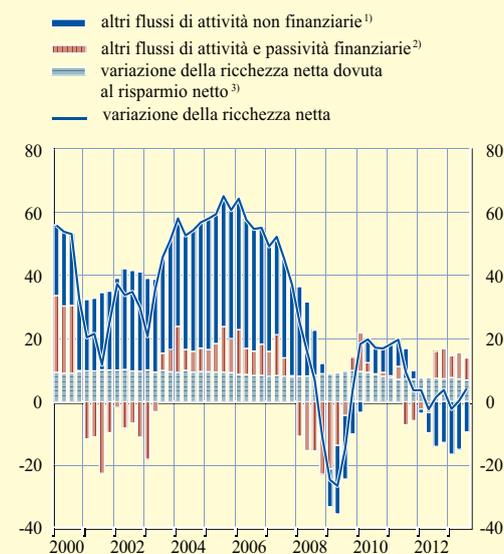


Fonti: Eurostat e BCE.

Note: calcolato come rapporto fra il totale delle passività costituite da strumenti di debito e quello delle attività. Il totale delle attività include tutte le attività finanziarie e la maggior parte delle attività non finanziarie

Figura H Variazione della ricchezza netta delle famiglie

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



Fonti: Eurostat e BCE.

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

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

delle famiglie è diminuita da livelli elevati, mentre la ricchezza netta delle famiglie è tornata ad aumentare, registrando un incremento annuo pari al 4,1 per cento del reddito. L'impatto positivo del risparmio netto (6,8 per cento del reddito annuo fino al terzo trimestre del 2013) e delle plusvalenze (su un anno) sui portafogli di attività finanziarie (7,7 per cento del reddito) ha più che compensato le significative minusvalenze sulle attività non finanziarie (ossia su immobili residenziali, equivalenti al 9,7 per cento del reddito) (cfr. figura G). I coefficienti patrimoniali nozionali delle società finanziarie sono nuovamente aumentati a livelli molto elevati (cfr. figura F).

3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC sarebbe scesa dallo 0,8 allo 0,7 per cento tra dicembre 2013 e gennaio 2014. Questo calo è imputabile principalmente all'andamento dei prezzi dei beni energetici. Allo stesso tempo, in gennaio il tasso di inflazione è stato inferiore alle attese generali. Sulla base delle informazioni attualmente disponibili e dei 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. Le aspettative di inflazione a medio-lungo termine per l'area rimangono saldamente ancorate, in linea con l'obiettivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento. I rischi sia al rialzo sia al ribasso per le prospettive sull'andamento dei prezzi rimangono contenuti e si mantengono sostanzialmente bilanciati nel medio periodo.

3.1 PREZZI AL CONSUMO

Analizzando i dati più recenti, l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC è diminuita dallo 0,8 allo 0,7 per cento tra dicembre 2013 e gennaio 2014, secondo la stima preliminare dell'Eurostat. Tale flessione rispecchia in particolare un calo dei prezzi della componente energetica (cfr. tavola 7).

Se si analizzano più in dettaglio le componenti principali dello IAPC, la caduta dell'inflazione dei beni energetici al -1,2 per cento di gennaio, dallo 0,0 di dicembre, è ascrivibile in larga misura a effetti base sottostanti l'aumento del tasso di variazione tendenziale, dal -1,1 allo 0,0 per cento tra novembre e dicembre.

Il riquadro 6 analizza come le variazioni dei prezzi dei beni energetici e alimentari nel 2013 influenzeranno la dinamica dell'inflazione nel 2014 attraverso gli effetti base. Si stima che essi avranno

Tavola 7 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2012	2013	2013 ago.	2013 set.	2013 ott.	2013 nov.	2013 dic.	2014 gen.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti¹⁾								
Indice complessivo	2,5	1,4	1,3	1,1	0,7	0,9	0,8	0,7
Beni energetici	7,6	0,6	-0,3	-0,9	-1,7	-1,1	0,0	-1,2
Beni alimentari	3,1	2,7	3,2	2,6	1,9	1,6	1,8	1,7
Alimentari non trasformati	3,0	3,5	4,4	2,9	1,4	0,9	1,5	.
Alimentari trasformati	3,1	2,2	2,5	2,4	2,2	2,0	2,0	.
Beni industriali non energetici	1,2	0,6	0,4	0,4	0,3	0,2	0,3	0,2
Servizi	1,8	1,4	1,4	1,4	1,2	1,4	1,0	1,1
Altri indicatori di prezzi²⁾								
Prezzi alla produzione nell'industria	2,8	-0,2	-0,9	-0,9	-1,3	-1,2	-0,8	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	86,6	81,7	82,6	83,0	80,0	80,0	80,8	78,8
Prezzi delle materie prime non energetiche	0,5	-8,2	-12,9	-12,9	-12,2	-11,7	-11,4	-9,3

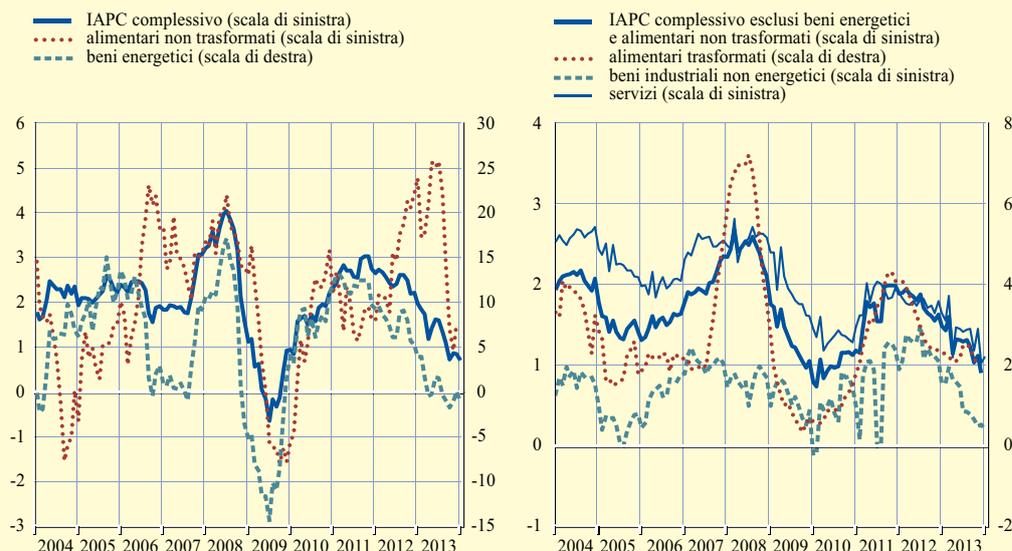
Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Reuters.

1) Il dato sullo IAPC e sulle sue componenti (escluso alimentari non trasformati e trasformati) di gennaio 2014 si riferisce alla stima preliminare dell'Eurostat.

2) I dati si riferiscono agli Euro 18.

Figura 21 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

un impatto al rialzo sull'inflazione armonizzata pari complessivamente a circa 0,5 punti percentuali tra dicembre 2013 e dicembre 2014.

La stima preliminare dell'Eurostat per l'inflazione degli alimentari totali, che fa riferimento al complesso dell'inflazione dei beni alimentari freschi e trasformati, è diminuita lievemente, all'1,7 per cento in gennaio, dall'1,8 di dicembre 2013. Non sono ancora disponibili informazioni ufficiali sulla scomposizione degli aggregati della componente alimentare per gennaio. In dicembre l'inflazione degli alimentari freschi ha interrotto la tendenza flettente iniziata a metà del 2013, salendo all'1,5 per cento dallo 0,9 di novembre. Questo aumento è stato determinato principalmente da una brusca accelerazione dei prezzi delle verdure, mentre i prezzi degli altri alimentari freschi (carne, pesce e frutta) sono calati lievemente o sono rimasti stabili. A dicembre l'inflazione degli alimentari trasformati è rimasta invariata al 2,0 per cento; questo dato, tuttavia, riflette andamenti contrastanti dei tassi di inflazione delle sue sottocomponenti. La dinamica della componente degli alimentari trasformati, a differenza di quella degli alimentari freschi, è rimasta piuttosto stabile lo scorso anno.

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici (che costituiscono circa il 30 per cento del paniere dello IAPC), sarebbe salita dallo 0,7 allo 0,8 per cento tra dicembre 2013 e gennaio 2014. Tale lieve aumento sarebbe ascrivibile a una più contenuta trasmissione, rispetto alle attese, degli incrementi delle imposte indirette. Si stima che l'inflazione dei beni industriali non energetici sia scesa dallo 0,3 per cento di dicembre allo 0,2 di gennaio, mentre quella dei servizi sarebbe aumentata dall'1,0 all'1,1 per cento nello stesso periodo. Negli ultimi mesi, la dinamica dell'inflazione di queste due voci ha oscillato attorno a livelli bassi nel confronto storico. Ciò rispecchia la reazione ritardata dei prezzi alla debolezza ciclica dell'economia nell'area dell'euro, ma potrebbe anche riflettere la limitata trasmissione dei recenti aumenti dell'IVA in alcuni paesi.

Riquadro 6

EFFETTI BASE DELLE COMPONENTI VOLATILI DELLO IAPC E IMPATTO SULL'INFLAZIONE ARMONIZZATA NEL 2014

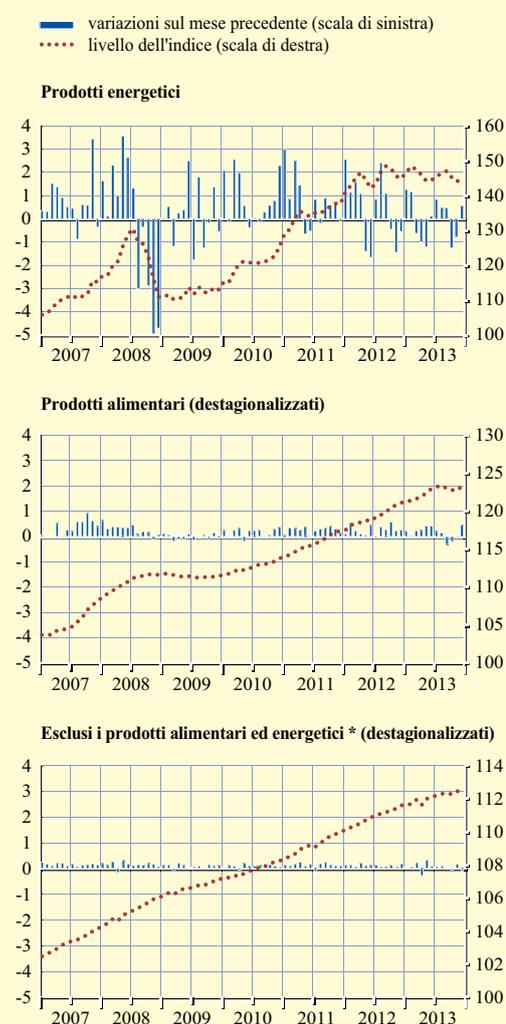
Le componenti energetica e alimentare sono le più volatili nel paniere di beni e servizi dello IAPC, in quanto reagiscono con rapidità e intensità agli shock sui prezzi delle materie prime e ad altri shock dal lato dell'offerta. Di fatto, al di là della consueta stagionalità, la volatilità delle variazioni mensili dei prezzi di energia e alimentari, misurata dalla deviazione standard, è rispettivamente quindici e due volte più elevata rispetto alla volatilità di tutte le voci al netto dei prodotti energetici e alimentari (cfr. Figura A). Questo riquadro analizza come le variazioni dei prezzi di energia e alimentari nel 2013 potrebbero influenzare, attraverso i cosiddetti effetti base, l'andamento del tasso di inflazione armonizzata nel 2014.

Gli effetti base si verificano quando le variazioni del tasso di crescita sul periodo corrispondente di un indicatore economico, in questo caso dello IAPC, sono riconducibili a un movimento inconsueto dell'indice dodici mesi prima, ad esempio in seguito a sensibili variazioni dei prezzi delle materie prime¹⁾. Più specificamente, essi indicano in che misura le variazioni mensili dell'inflazione sui dodici mesi riflettono la "fuoriuscita" di una variazione anomala sul mese precedente dall'indice dei prezzi un anno prima. Nell'analizzare la dinamica dell'inflazione è importante distinguere gli effetti di queste variazioni anomale sul mese precedente verificatisi un anno prima da quelle occorse nell'ultimo mese (ovvero le "novità" effettive).

La figura B mostra il contributo stimato degli effetti base delle componenti energetica e alimentare dello IAPC alle variazioni mensili del

Figura A Componenti dello IAPC

(variazioni percentuali mensili; indice: 2005 = 100)

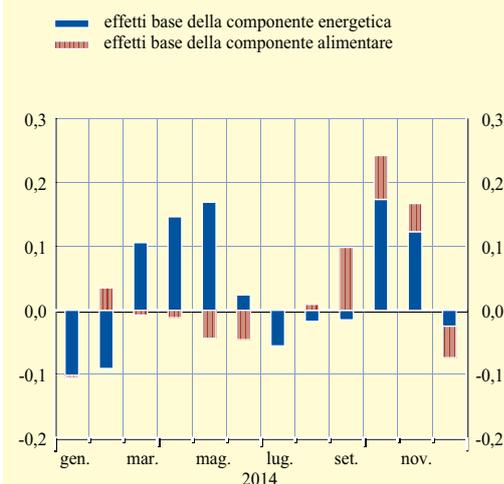


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE
* Include le componenti dei servizi e dei beni industriali non energetici.

1) Tecnicamente, un effetto base può essere definito come il contributo alla variazione dell'inflazione sul periodo corrispondente in un determinato mese derivante da uno scostamento del tasso di variazione sul periodo precedente nel mese base (ovvero lo stesso mese un anno prima) dal suo profilo consueto, considerate le oscillazioni stagionali. Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro *Andamenti recenti e futuri dell'inflazione armonizzata: il ruolo degli effetti base* nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino e i riferimenti in esso contenuti.

Figura B Contributi degli effetti base delle componenti energetica e alimentare alle variazioni mensili dell'inflazione nel 2014

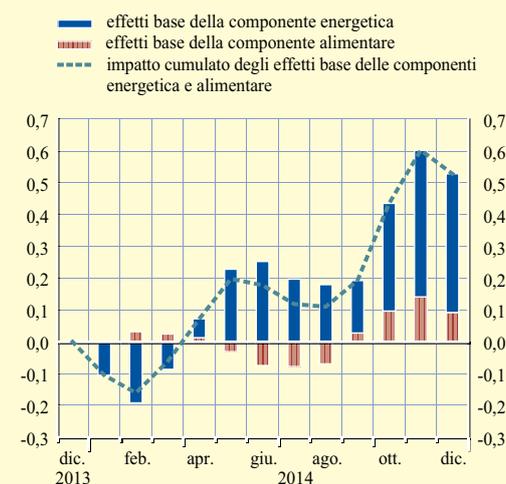
(punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura C Impatto cumulato degli effetti base delle componenti energetica e alimentare nel 2014

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

tasso di inflazione tendenziale tra gennaio e dicembre 2014²⁾. Si stima che gli effetti base dei beni energetici contribuiscano in senso negativo nei primi due mesi dell'anno, per poi diventare positivi e rimanere tali per gran parte dei restanti mesi. Ci si attende che gli effetti base riconducibili alla componente alimentare siano molto più contenuti rispetto a quelli dei beni energetici, fatta eccezione per gli effetti base al rialzo relativamente più forti che si concretizzeranno a settembre e ottobre del 2014, di riflesso al brusco calo dei prezzi degli ortofruttili negli stessi mesi del 2013. In termini assoluti, l'impatto degli effetti base nella media del 2014 è lievemente inferiore rispetto agli ultimi due anni e al di sotto della sua media dal 1999.

La Figura C mostra l'impatto cumulato degli effetti base sulle variazioni dei tassi di crescita dello IAPC nei dodici mesi a partire da dicembre 2013. Si stima che tali effetti eserciteranno un impatto al rialzo cumulato di circa 0,5 punti percentuali sull'inflazione armonizzata, tra dicembre 2013 e dicembre 2014. Esso riflette principalmente il contributo degli effetti base connessi alle quotazioni energetiche, dato che quelli della componente alimentare rimarranno modesti in termini assoluti. L'impatto degli effetti base nel 2014 è considerato nelle proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE relative al livello e al profilo dell'inflazione armonizzata durante l'anno.

Nel complesso, gli effetti base al rialzo riconducibili alle passate variazioni delle componenti energetica e alimentare rappresentano un fattore che influirà sulla dinamica dell'inflazione tendenziale nei prossimi mesi. Ulteriori impatti meccanici sono quelli legati all'andamento delle imposte indirette che determinano aumenti *una tantum* dei prezzi e dopo dodici mesi vengono meno

2) Individuare e stimare gli effetti base è un compito arduo. La definizione dell'effetto base quale fenomeno determinato da influenze anomale sull'indice dei prezzi occorre un anno prima implica il calcolo dello scostamento del tasso di variazione sul mese precedente nel periodo base dal suo andamento consueto, senza però che sussista una modalità concordata per individuare tali influenze. Ai fini del presente riquadro, l'andamento consueto del tasso di variazione dello IAPC sul mese precedente è calcolato per ciascun mese sommando un effetto stagionale stimato alla variazione mensile media osservata dal gennaio 1995.

dal calcolo dell'inflazione. Ipotizzando una traslazione immediata e completa, gli incrementi delle imposte indirette in alcuni paesi dell'area dell'euro hanno avuto, ad esempio, un impatto al rialzo sull'inflazione armonizzata pari in media a 0,3 punti percentuali nel 2013. E' possibile che tali incrementi eserciteranno un impatto anche nel 2014, aggiungendosi agli effetti base dei prodotti energetici e alimentari. Considerando congiuntamente il perdurante impatto dell'imposizione fiscale riconducibile alle misure del 2013 con quello delle iniziative annunciate per il 2014, si stima che l'impatto meccanico al rialzo per il 2014 sia in media di 0,2 punti percentuali. Quanto al profilo mensile, ci si attende che nei primi tre trimestri sia lievemente più pronunciato rispetto all'ultimo trimestre dell'anno, perché verranno meno gli effetti dell'aumento dell'IVA in Italia nell'ottobre del 2013. È probabile tuttavia che questo impatto meccanico rappresenti il limite superiore, dal momento che l'impatto effettivo dipende, fra l'altro, dalle strategie di fissazione dei prezzi delle imprese e dal vigore della domanda di consumi. Ad ogni modo, al di là di tale impatto meccanico, l'andamento futuro dell'inflazione dipenderà naturalmente anche da altri fattori, come il ritmo di crescita della domanda di consumi e le differenti pressioni sui costi.

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

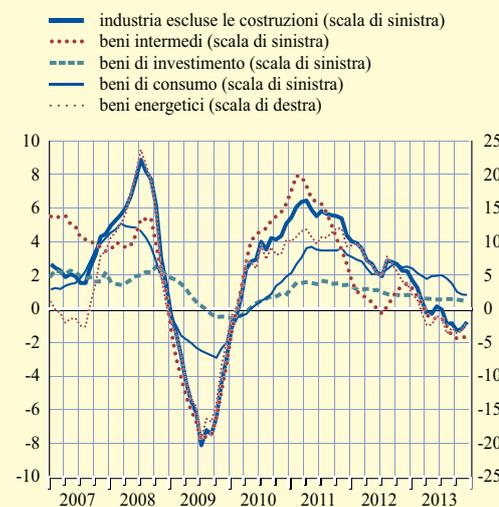
L'inflazione alla produzione nell'industria al netto delle costruzioni ha continuato a oscillare in territorio negativo, collocandosi al -0,8 per cento nel dicembre 2013, dopo il -1,2 del mese precedente (cfr. tavola 7 e figura 22). A dicembre il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione al netto delle costruzioni e dell'energia è rimasto invariato al -0,3 per cento.

Le pressioni inflazionistiche per la componente industriale non energetica dello IAPC sono rimaste relativamente stabili, su livelli contenuti. Il tasso di variazione sui dodici mesi della componente dei beni al consumo non alimentari del PMI, è salito lievemente, allo 0,2 per cento in dicembre, dallo 0,0 di novembre, interrompendo la precedente tendenza flettente. Per quanto riguarda il PMI, l'indice dell'indagine al dettaglio dei prezzi degli input per gli esercizi al dettaglio non alimentari ha continuato a oscillare intorno alla sua media storica (in base alla media mobile a tre mesi), confermando il quadro di contenimento delle spinte inflazionistiche. Ai primi stadi della catena di formazione dei prezzi, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni intermedi è rimasto invariato al -1,7 per cento in dicembre, in lieve rialzo rispetto al livello minimo raggiunto a ottobre. A gennaio i tassi tendenziali dei prezzi in euro delle materie prime e del greggio sono diminuiti ancora rispetto a dicembre.

Le spinte inflazionistiche sui prezzi dei beni alimentari sono rimaste stabili, anche se su livelli in qualche misura superiori rispetto a quelle sui prezzi dei beni industriali non energetici.

Figura 22 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati si riferiscono agli Euro 18.

In dicembre la dinamica tendenziale dei prezzi alla produzione è rimasta invariata allo 0,9 per cento, dai tassi prossimi al 4 per cento registrati all'inizio del 2013. Nello stesso periodo l'indice PMI sui prezzi degli input per i dettaglianti di prodotti alimentari è calato ulteriormente, portandosi al di sotto della sua media di lungo periodo per la prima volta dal luglio 2013. Ai primi stadi della catena di formazione dei prezzi, le spinte inflazionistiche sui prezzi dei beni alimentari non sono diminuite ulteriormente, considerando che i tassi di crescita sia dei prezzi alla produzione dell'UE per le materie prime alimentari sia delle quotazioni internazionali delle stesse materie sono divenuti meno negativi.

Le più recenti informazioni desunte dalle indagini confermano che le spinte inflazionistiche riguardanti i prezzi al consumo dei beni industriali non energetici rimangono contenute e che quelle sui prezzi al consumo dei prodotti alimentari trasformati si stanno ridimensionando. Con riferimento ai dati del PMI (cfr. figura 23),

l'indice dei prezzi degli input nel settore manifatturiero è sceso da 54,4 a 52,2 tra dicembre 2013 e gennaio 2014, mentre quello dei prezzi dell'output è sceso da 51,2 a 50,8. Secondo l'indagine della Commissione europea, le aspettative per i prezzi di vendita nell'industria sono rimaste sostanzialmente invariate a gennaio, al di sotto della media di lungo periodo dal 1999.

Il riquadro 7 esamina alcuni nuovi indicatori dei prezzi degli immobili commerciali che rappresentano un primo passo verso il monitoraggio dei prezzi di tali immobili nell'UE su basi meno eterogenee rispetto al passato.

Riquadro 7

INDICATORI SPERIMENTALI DEI PREZZI DEGLI IMMOBILI COMMERCIALI

Gli immobili commerciali, quale parte del più ampio settore immobiliare, sono generalmente definiti come immobili che producono reddito. Essi comprendono fabbricati adibiti a uffici, esercizi commerciali al dettaglio (ad esempio, ristoranti, centri commerciali e alberghi), edifici industriali (come magazzini e fabbriche), oltre a immobili residenziali locati o edificati per scopi commerciali. Gli indicatori che colgono l'andamento nel tempo dei prezzi degli immobili commerciali sono necessari per un'ampia gamma di utenti. I mercati degli immobili commerciali svolgono un ruolo rilevante nell'economia reale e sono importanti anche per l'analisi della stabilità finanziaria, soprattutto in considerazione delle consistenti esposizioni bancarie verso il settore degli immobili commerciali.

Nel novembre 2010 il FMI e il Financial Stability Board, con il sostegno dell'Inter-Agency Group on Economic and Financial Statistics, hanno conferito un forte impulso all'elaborazione

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

(indici di diffusione; dati mensili)



Fonte: Markit.

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

di statistiche relative agli indicatori dei prezzi degli immobili commerciali¹⁾. Il SEBC pertanto ha adottato iniziative concrete volte a definire gli indicatori dei prezzi degli immobili commerciali nell'UE. Questo riquadro presenta i primi indicatori sperimentali dei prezzi degli immobili commerciali pubblicati dalla BCE, oltre alla metodologia adottata.

Utilizzi potenziali dei dati

Le misure dei prezzi degli immobili commerciali possono fornire elementi utili per le analisi della politica monetaria e della stabilità finanziaria. Ciò riflette il ruolo che questi prezzi possono avere nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria e nella valutazione della qualità degli attivi nei bilanci bancari.

Il ruolo svolto dai prezzi degli immobili commerciali nel meccanismo di trasmissione è analogo a quello di altri prezzi delle attività. I prezzi degli immobili commerciali possono muoversi in risposta a variazioni delle condizioni finanziarie e delle aspettative indotte dalle iniziative di politica monetaria. Le variazioni di tali prezzi influirebbero soprattutto sulle decisioni di investimento e sullo stato di salute finanziaria delle imprese, evidenziato dai loro bilanci, e di conseguenza sulle loro condizioni finanziarie.

Si è osservato che i prezzi degli immobili commerciali sono soggetti a cicli di forte rialzo e brusca caduta (boom and bust) e possano esercitare un notevole impatto sulla produzione e sulla domanda, oltre a influenzare direttamente i bilanci delle istituzioni finanziarie. Questo legame con i cicli di boom and bust indica che l'andamento del mercato degli immobili commerciali ha un ruolo essenziale nell'analisi della stabilità finanziaria. Tale andamento è stato probabilmente tra le cause delle crisi finanziarie osservate nei paesi scandinavi e negli Stati Uniti nei primi anni novanta, nelle economie asiatiche alla fine degli anni novanta e, più di recente, in Irlanda e Spagna nel quadro della crisi finanziaria internazionale scoppiata nel 2008. Di fatto, i prezzi degli immobili commerciali hanno segnato rialzi più elevati di quelli spiegabili dai fondamentali macroeconomici, seguiti da bruschi ribassi²⁾.

Primi risultati

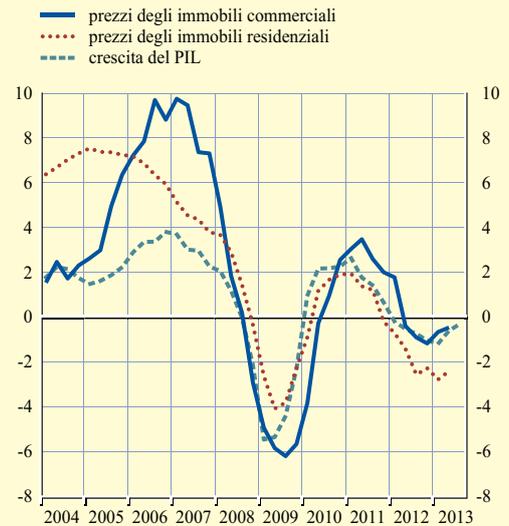
Il SEBC ha elaborato indicatori sperimentali per i prezzi degli immobili commerciali, insieme agli opportuni metadati per assicurare un uso corretto dei dati. Tali indicatori³⁾, pubblicati per la prima volta in questo riquadro, verranno elaborati a cadenza trimestrale, circa 65 giorni dopo la fine di ciascun trimestre. I dati relativi all'area dell'euro sono riportati sia dalla tavola 5.1.2 nella sezione statistica di questo numero del Bollettino sia da altre pubblicazioni della BCE, come la *Financial Stability Review*.

- 1) L'*Inter-Agency Group* è costituito dalla Banca dei regolamenti internazionali, dalla Banca centrale europea, dalla Commissione europea (Eurostat), dal Fondo monetario internazionale, dall'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico, dalle Nazioni Unite e dalla Banca mondiale. Per ulteriori informazioni cfr. http://www.principalglobalindicators.org/about_iag.aspx.
- 2) Cfr., ad esempio, *Commercial property markets - financial stability risks, recent developments and EU banks' exposures*, BCE, dicembre 2008; Ball, M., Lizieri, C. e MacGregor, B.S., *The Economics of Commercial Property Markets*, Routledge, 2008; Hilbers, P., Lei, Q. e Zacho, L., "Real Estate Market Developments and Financial Sector Soundness", *Working Paper*, FMI, n. 01/129, 2001; Zhu, H., "The importance of property markets for monetary policy and financial stability", *Papers*, BRI, n. 21, 2003; Wheaton, W., "Real Estate Cycles: Some Fundamentals", *Real Estate Economics*, 27(2), 209-230; Davis, P., e Zhu, H., "Bank lending and commercial property cycles: some cross-country evidence", *Working Paper*, BRI, n. 150, marzo 2004; ed Englund, P., "The Swedish Banking Crisis: Roots and Consequences", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 15 n. 3, 2004.
- 3) Disponibili nella sezione *Statistical Data Warehouse* del sito Internet della BCE all'indirizzo <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000003724>.

La figura mostra l'evoluzione di lungo termine dei nuovi dati in relazione sia alla stima della BCE dei prezzi degli immobili residenziali e sia del PIL. Di particolare interesse è il forte aumento dell'indicatore dei prezzi degli immobili commerciali fino all'inizio della crisi finanziaria e il suo calo immediatamente successivo. Nell'ultimo decennio i prezzi degli immobili commerciali nell'area dell'euro hanno mostrato una maggiore ciclicità rispetto a quelli degli immobili residenziali. Inoltre, i primi sono stati più volatili, in parte perché i proprietari di abitazioni restano con maggiore probabilità nel proprio immobile rispetto agli occupanti di immobili commerciali, anche nell'eventualità di una diminuzione di valore dello stesso. Negli ultimi anni i prezzi degli immobili commerciali hanno mostrato segnali di stabilizzazione, in linea con il contesto macroeconomico più ampio, mentre quelli degli immobili residenziali continuano a diminuire sensibilmente.

Prezzi degli immobili residenziali e commerciali e crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE, stime sperimentali della BCE basate su IPD e dati nazionali, ed Eurostat.

Aspetti metodologici

Secondo le comuni metodologie statistiche, gli indici dei prezzi dovrebbero essere calcolati raccogliendo e ponendo a confronto nel tempo i prezzi delle transazioni dei beni o dei servizi presi in esame, apportando le correzioni richieste dalle variazioni di qualità del prodotto per mettere a confronto elementi comparabili. I prezzi delle transazioni, pur rimanendo l'opzione privilegiata per l'analisi della stabilità dei prezzi, presentano alcuni problemi riguardo agli immobili commerciali, che sono posti in vendita con minore frequenza e tendono ad avere una elevata eterogeneità in termini di usi, qualità e altri fattori. Il processo di misurazione è reso più complesso dal numero limitato di transazioni effettuate, in particolare nei paesi di dimensioni minori e durante i periodi di tensioni finanziarie o economiche.

Considerate le difficoltà incontrate per raccogliere informazioni rappresentative sulle transazioni, che siano anche raffrontabili nel tempo, e quindi per ottenere dati significativi sui prezzi, è necessario esaminare fonti alternative o complementari di informazioni. A tal fine il SEBC ha condotto una rassegna volta a determinare quali sono gli indicatori per misurare i prezzi degli immobili commerciali nell'UE. In termini generali, sono state individuate tre fonti di dati, a parte i dati relativi alle transazioni. Queste informazioni comprendono perizie immobiliari, stime di esperti e dati dei mercati finanziari.

- a) Dati basati su perizie. I dati sui prezzi relativi agli immobili commerciali sono in prevalenza indici basati su perizie, rilevati presso enti privati come agenzie immobiliari e altre società immobiliari o operanti sui mercati finanziari. Questi indici sono spesso utilizzati per misurare i risultati piuttosto che le variazioni dei prezzi nel tempo. Gli indici basati su perizie, pur consentendo di effettuare le stime dei prezzi quando sarebbe altrimenti impos-

sibile, sono spesso soggetti a errori di valutazione e problemi di stabilizzazione. Inoltre, il numero delle attività sottostanti comprese nel campione può variare nel tempo e la brevità delle serie può inficiare l'analisi.

- b) Stime di esperti. In alternativa, è possibile rivolgersi ai professionisti del mercato immobiliare (ad esempio, periti stimatori, architetti e gestori di portafogli immobiliari) affinché esprimano un parere sul prezzo di un immobile specifico, benché fittizio. Tale metodo viene adottato per alcuni dei più noti indici commerciali, ma presenta i medesimi problemi delle misure basate su valutazioni. Inoltre, questi indici tendono a concentrarsi solo sul segmento primario del mercato. Questo approccio ha il vantaggio di fornire stime tempestive.
- c) Dati dei mercati finanziari. In diversi paesi esistono fondi comuni aperti o altri veicoli finanziari (ad esempio, i fondi di investimento immobiliare) che come attività sottostanti hanno solo immobili commerciali. Pertanto, dai movimenti di questi fondi si potrebbero dedurre le variazioni dei prezzi degli immobili commerciali. Tuttavia, è improbabile che le attività sottostanti siano rappresentative del mercato nella sua interezza, e gli andamenti del valore delle attività finanziarie saranno riconducibili non solo alle variazioni dei prezzi sottostanti degli immobili commerciali, ma anche ad altri fattori, come l'orientamento del fondo in questione o i movimenti dei tassi del mercato monetario. I dati, peraltro, sono disponibili in tempo reale.

Al fine di integrare le fonti di dati ufficiali, il SEBC ha preso in esame la segnalazione dei dati tramite fornitori commerciali. IPD (Investment Property Databank) è una società di informazioni commerciali che fornisce dati di mercato e analisi delle performance per titolari, investitori e amministratori di immobili commerciali. Nel 2011 questa fonte è stata scelta per fornire alla BCE indici trimestrali dei prezzi degli immobili commerciali relativi al patrimonio immobiliare commerciale detenuto direttamente e ai quattro principali settori di mercato: esercizi al dettaglio, uffici, immobili industriali e residenziali. Per evitare doppi conteggi, gli indici escludono i dati relativi a partecipazioni in investimenti immobiliari detenute indirettamente tramite veicoli di investimento (fondi comuni, fondi di investimento, ecc.), giacché le attività poste a fronte di tali investimenti vengono registrate normalmente come voci distinte. I dati IPD sono essenziali per l'elaborazione dei dati prodotti in ambito SEBC. IPD ha adottato due diverse metodologie per la stima dei prezzi degli immobili commerciali a livello nazionale: un metodo basato sulle valutazioni e, qualora siano disponibili i dati richiesti, un metodo connesso alle transazioni. Il primo utilizza i dati relativi alle perizie professionali di edifici esistenti. In teoria, la valutazione di mercato di una proprietà immobiliare corrisponde al prezzo che verrebbe concordato tra un acquirente e un venditore consenzienti entro un ragionevole periodo di trattativa, al netto dei costi sostenuti dagli acquirenti (ad esempio, spese legali e imposte versate). Le valutazioni, tuttavia, potrebbero discostarsi dai prezzi effettivamente concordati qualora la transazione avesse luogo. Gli indici di valutazione sono calcolati a partire da prezzi molto dettagliati a livello di attività, che vengono poi utilizzati per calcolare gli aggregati per settore e paese.

La serie di dati connessa alle transazioni utilizza gli stessi dati delle valutazioni, integrandoli però con i dati disponibili sulle transazioni di mercato nel trimestre interessato. Essi sono determinati stimando i prezzi di vendita degli immobili venduti come una funzione delle loro precedenti valutazioni attraverso una regressione lineare. I coefficienti di regressione relativi alle valutazioni vengono poi utilizzati per stimare il prezzo di vendita teorico degli immobili rimasti invenduti nel trimestre.

Sebbene l'approccio connesso alle transazioni rappresenti un significativo miglioramento rispetto a quello basato sulle valutazioni, permangono diversi motivi di cautela.

- Un numero ridotto di transazioni potrebbe influire sensibilmente sulla qualità statistica e sull'affidabilità delle stime degli indicatori connessi alle transazioni. Il modello base delle stime include le verifiche per stabilire se il numero di transazioni è sufficiente per generare i coefficienti associati con le variabili *dummy* dei paesi.
- Gli investimenti/disinvestimenti di portafoglio possono rendere i dati di difficile interpretazione, in quanto le variazioni di volume potrebbero influenzare i prezzi registrati. Per evitare break strutturali conseguenti a variazioni di volume nel portafoglio, il campione rimane costante per cinque trimestri consecutivi per consentire la compilazione di serie di variazioni percentuali sui dodici mesi.
- È necessario un vero e proprio indice trimestrale per analizzare tempestivamente gli andamenti di mercato degli immobili commerciali. Sebbene la serie di dati IPD contenga alcuni dati trimestrali, le valutazioni relative ai paesi per cui non sono disponibili tali dati sono interpolate a partire da dati annuali.
- È probabile che i gestori di investimenti al servizio di investitori istituzionali siano focalizzati sul segmento primario del mercato degli immobili commerciali, costituito in prevalenza da edifici moderni in siti ricercati. È improbabile quindi che siano rappresentativi del mercato nel suo complesso.
- La fonte dei dati attualmente utilizzati non include progetti edilizi o costruttivi ancora in fase di sviluppo. Ciò può essere un problema nel contesto dell'analisi della stabilità finanziaria, perché i dati non possono essere utilizzati per valutare il rischio di credito delle banche che hanno esposizioni creditizie connesse allo sviluppo di immobili commerciali.

I dati IPD utilizzati attualmente per l'elaborazione dei dati di riferimento della BCE contengono serie nazionali trimestrali di prezzi per Belgio, Irlanda, Spagna, Francia, Paesi Bassi, Austria, Polonia, Portogallo, Svezia e Regno Unito, considerando che alcune di queste serie sono state ottenute da dati annui interpolati. Alcuni paesi comunitari presentano dati alternativi basati in qualche misura sulle transazioni. Si tratta di Danimarca (dati elaborati dall'istituto statistico nazionale), Germania (originati da *bulwiengesa AG*) e Italia (elaborati dalla Banca d'Italia). Queste fonti sono utilizzate per i paesi interessati.

Per i dati del SEBC, i dati prescelti sono forniti dagli istituti statistici nazionali o da altre fonti approvate dalle rispettive banche centrali nazionali. Ove non siano disponibili, i dati IPD sono utilizzati dalla BCE per compilare gli aggregati dell'area dell'euro e dell'UE. Essi sono calcolati utilizzando i pesi del PIL nominale. Una media mobile a cinque anni dei pesi del PIL è applicata alla variazione percentuale annua della fonte di dati scelta per ciascun paese disponibile⁴⁾. Si presume che i paesi non contemplati né dalle fonti di dati nazionali né da IPD mostrino un andamento in linea con la media ponderata per il PIL dei paesi per cui sono stati compilati gli indicatori dei prezzi degli immobili commerciali.

4) La soglia di copertura in termini di pesi del PIL per la compilazione degli aggregati dell'area dell'euro e dell'UE è pari al 70%.

Il SEBC intende continuare a sviluppare gli indicatori sperimentali dei prezzi degli immobili commerciali tenendo conto delle restrizioni menzionate in precedenza. A tale riguardo, ha predisposto un piano di obiettivi per il miglioramento della qualità, sia a livello nazionale sia per i dati IPD, per i prossimi anni. Il programma di ricerca statistica a medio termine prevede:

- un'indagine costante delle fonti di dati alternative per i paesi che attualmente non sono contemplati dai dati disponibili per ampliare la copertura delle transazioni effettive e per stabilire se è possibile stimare serie più lunghe relative ai paesi per i quali esistono i dati;
- la definizione di indicatori correlati, come quelli per i canoni di locazione e i tassi di sfritto;
- un'indagine per valutare se è possibile integrare nell'indice le informazioni sugli immobili in costruzione o se deve essere predisposto un indicatore a parte.

Negli ultimi anni i prezzi degli immobili si sono dimostrati indicatori importanti sia per la politica monetaria sia per la stabilità finanziaria. Chiaramente, le misure dei prezzi degli immobili devono essere perfezionate ulteriormente per migliorarne la fruibilità ai fini della formulazione delle politiche. Nel complesso, i nuovi indicatori rappresentano un primo passo verso il monitoraggio dell'andamento dei prezzi degli immobili commerciali nell'UE su basi meno eterogenee rispetto al passato. Ulteriori proposte metodologiche per soddisfare i rimanenti requisiti analitici dovrebbero seguire nel medio termine.

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Le pressioni interne sui prezzi originate dal costo del lavoro sono rimaste contenute nei primi tre trimestri del 2013 (cfr. tavola 8 e figura 24), in linea con il perdurare della debolezza nel mercato del lavoro. Tuttavia, la dinamica piuttosto contenuta dell'aumento dei salari a livello dell'area dell'euro cela divergenze sostanziali tra i singoli paesi.

Nel complesso dell'area dell'euro, secondo l'ultima stima dell'Eurostat basata sulla contabilità nazionale del mercato del lavoro nel terzo trimestre del 2013, la crescita sul periodo corrispondente dei redditi per occupato è rimasta invariata all'1,6 per cento. Allo stesso tempo, la dinamica del

Tavola 8 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	1,9	1,7	1,7
Costo orario complessivo del lavoro	2,2	1,9	2,0	1,6	1,9	1,1	1,0
Redditi per occupato	2,2	1,8	2,0	1,5	1,7	1,6	1,6
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	1,4	0,0	-0,1	-0,3	-0,2	0,4	0,5
Costo del lavoro per unità di prodotto	0,8	1,9	2,1	1,8	1,8	1,2	1,1

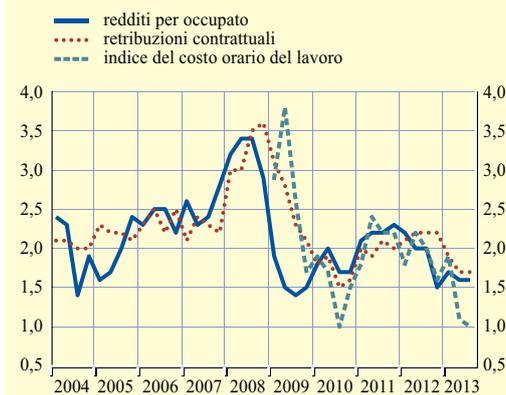
Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati si riferiscono agli Euro 18.

costo unitario del lavoro è scesa ulteriormente dall'1,2 all'1,1 per cento tra il secondo e il terzo trimestre.

Nel terzo trimestre il tasso di crescita tendenziale del costo orario complessivo del lavoro è sceso ancora all'1,0 per cento, dall'1,1 del trimestre precedente, dopo essere già calato sensibilmente di 0,8 punti percentuali tra il primo e il secondo trimestre. Nel terzo trimestre la crescita sui dodici mesi delle retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro è rimasta invariata all'1,7 per cento rispetto al secondo trimestre. I dati preliminari per il quarto trimestre indicano che la crescita delle retribuzioni contrattuali è rimasta invariata, rispetto alle medie del secondo e terzo trimestre. Nel complesso, i dati più recenti indicano il protrarsi di una crescita moderata del costo del lavoro.

Figura 24 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati si riferiscono agli Euro 18.

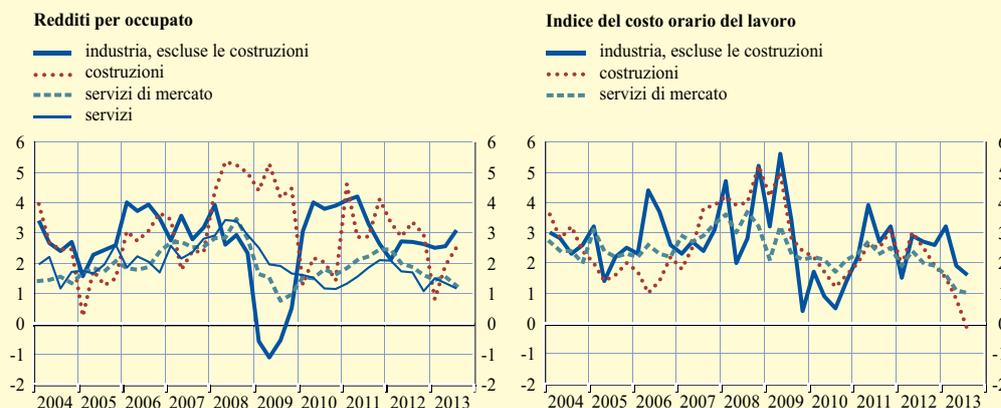
3.4 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Considerando le informazioni attualmente disponibili e 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. Le aspettative di inflazione a medio-lungo termine per l'area rimangono saldamente ancorate in linea con l'obiettivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento.

I risultati della ultima Survey of Professional Forecasters condotta dalla BCE mostrano, nel confronto con la precedente indagine, una netta riduzione delle aspettative di inflazione, all'1,1 per cento per il 2014 e

Figura 25 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati si riferiscono agli Euro 18.

all'1,4 per cento per il 2015 (con una correzione al ribasso, rispettivamente, di 0,4 e 0,2 punti percentuali). Quanto alle aspettative di inflazione a più lungo termine, la previsione puntuale media è rimasta all'1,9 per cento, anche se alla seconda cifra decimale si è registrata un'ulteriore lieve riduzione.

I rischi sia al rialzo sia al ribasso per le prospettive sull'andamento dei prezzi rimangono contenuti e si mantengono sostanzialmente bilanciati nel medio termine.

Riquadro 8

RISULTATI DELLA SURVEY OF PROFESSIONAL FORECASTERS DELLA BCE PER IL PRIMO TRIMESTRE DEL 2014

Questo riquadro presenta i risultati della Survey of Professional Forecasters (SPF) per il primo trimestre del 2014, condotta tra il 16 e il 24 gennaio 2014 sulla base delle risposte di 53 previsori¹⁾. Rispetto alla rilevazione precedente, i dati indicano aspettative di inflazione considerevolmente più contenute, all'1,1 per cento per il 2014 e all'1,4 per cento per il 2015 (corrette al ribasso rispettivamente di 0,4 e 0,2 punti percentuali). Quanto alle attese di inflazione a più lungo termine, la previsione puntuale media è rimasta all'1,9 per cento, malgrado un ulteriore lieve calo a livello del secondo decimale. Le aspettative di crescita, invariate per il 2014 e il 2015, implicano un rafforzamento continuo, benché graduale, dell'espansione del PIL in termini reali. Le attese sulla disoccupazione sono state riviste in rialzo per il 2015 e per l'orizzonte di più lungo periodo, ma il profilo continua a essere decrescente.

Aspettative di inflazione per il 2014 e il 2015 corrette al ribasso

Le previsioni puntuali medie per l'inflazione nel 2014 e nel 2015 si collocano rispettivamente all'1,1 per cento e all'1,4 per cento (cfr. tavola). L'indagine di gennaio, che ha da poco iniziato a rilevare le attese su un orizzonte di due anni, segnala previsioni di inflazione per il 2016 all'1,7 per cento, che sottintende un progressivo rialzo dei prezzi nei prossimi tre anni. Secondo gli intervistati, il recupero dell'inflazione atteso sarebbe riconducibile perlopiù all'attenuarsi dell'effetto frenante esercitato dalla domanda interna.

Rispetto alla rilevazione precedente, ciò implica una revisione al ribasso di 0,4 punti percentuali per il 2014 e di 0,2 punti percentuali per il 2015 che gli intervistati hanno spiegato, almeno in parte, con le sorprese contenute negli ultimi dati. Più in generale, le correzioni apportate andrebbero ascritte a corsi più contenuti delle materie prime, all'apprezzamento dell'euro nonché alla debolezza del contesto economico e dei mercati del lavoro.

Le aspettative di inflazione per il 2014 sono in linea con le proiezioni macroeconomiche formulate lo scorso dicembre dagli esperti dell'Eurosistema, nonché con le previsioni pubblicate nelle edizioni di gennaio di Consensus Economics e Euro Zone Barometer. Tuttavia, le attese di inflazione per il 2015 sono superiori di 0,1 punti percentuali rispetto all'esercizio condotto in dicembre 2013 dagli esperti dell'Eurosistema, mentre quelle relative al 2016 si collocano 0,1 punti percentuali al di sotto del dato riportato nell'Euro Zone Barometer di gennaio 2014.

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

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

IAPC complessivo	Orizzonte di previsione			
	2014	2015	2016	a più lungo termine ¹⁾
SPF, 1° trim. 2014	1,1	1,4	1,7	1,9
<i>Precedente SPF, 4° trim. 2013</i>	<i>1,5</i>	<i>1,6</i>		<i>1,9</i>
Proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema (dicembre 2013)	1,1	1,3		-
Consensus Economics (gennaio 2013) ²⁾	1,1	1,4		1,9
Euro Zone Barometer (gennaio 2013)	1,1	1,4	1,8	1,8
Crescita del PIL in termini reali	2014	2015	2016	a più lungo termine ¹⁾
SPF, 1° trim. 2014	1,0	1,5	1,7	1,8
<i>Precedente SPF, 4° trim. 2013</i>	<i>1,0</i>	<i>1,5</i>		<i>1,7</i>
Proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema (dicembre 2013)	1,1	1,5		-
Consensus Economics (gennaio 2013) ²⁾	1,0	1,4		1,5
Euro Zone Barometer (gennaio 2013)	1,0	1,4	1,6	1,6
Tasso di disoccupazione ³⁾	2014	2015	2016	a più lungo termine ¹⁾
SPF, 1° trim. 2014	12,1	11,7	11,2	9,6
<i>Precedente SPF, 4° trim. 2013</i>	<i>12,1</i>	<i>11,6</i>		<i>9,5</i>
Proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema (dicembre 2013)	12,0	11,8		-
Consensus Economics (gennaio 2013)	12,2	11,9		-
Euro Zone Barometer (gennaio 2013)	12,1	11,8	11,7	10,9

1) Le aspettative a più lungo termine si riferiscono al 2018.

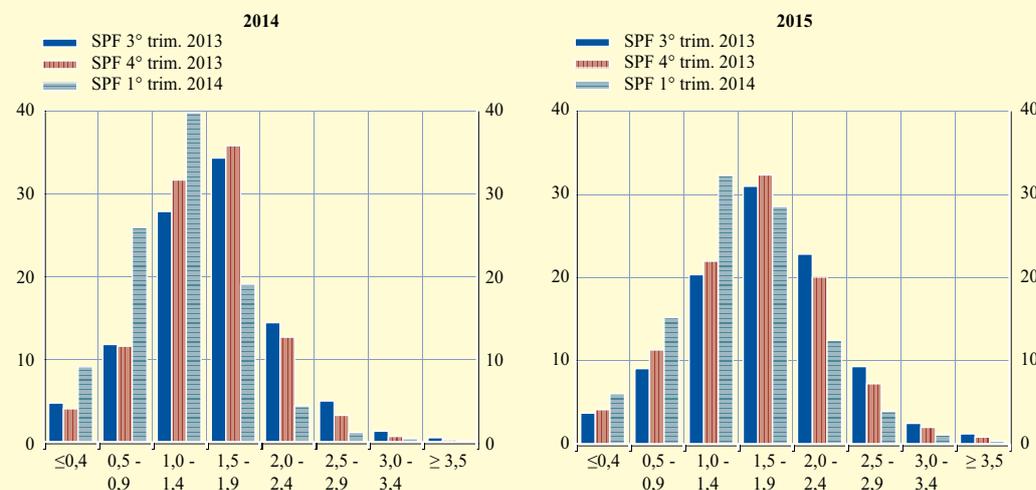
2) Le aspettative a più lungo termine sono state pubblicate da Consensus Economics l'ultima volta a ottobre 2013.

3) In percentuale delle forze di lavoro.

Per quanto riguarda le distribuzioni di probabilità aggregata, la figura A mostra che, nel caso del 2014, la probabilità maggiore (40 per cento) viene ora assegnata a un tasso di inflazione tra l'1,0 e l'1,4 per cento; inoltre, sono considerevolmente aumentate le risposte indicanti un

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

(probabilità in percentuale)



Fonte: BCE.

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

aumento dei prezzi tra lo 0,5 e lo 0,9 per cento (ora al 26 per cento). Per il 2015 la probabilità più elevata (32 per cento) è assegnata all'intervallo tra l'1,0 e l'1,4 per cento, seguito però da quello tra l'1,5 e l'1,9 per cento (29 per cento). Quanto al 2016, la probabilità maggiore (36 per cento) è attribuita a un tasso compreso tra l'1,5 e l'1,9 per cento, ma sono ritenute più probabili le variazioni al di sotto, anziché al di sopra, di tale intervallo. Rispetto alla precedente edizione dell'indagine, le distribuzioni di probabilità aggregata per l'inflazione attesa nel 2014 e nel 2015 si sono spostate ancora verso valori inferiori. Nondimeno, secondo gli intervistati, la probabilità di un tasso di inflazione negativo resta molto contenuta: 1,3 per cento nel 2014, 1,2 nel 2015 e 1,0 nel 2016.

La differenza tra la stima puntuale media e la media stimata della distribuzione di probabilità aggregata può essere considerata indicativa della direzione e dell'entità dei rischi che i rispondenti percepiscono circa le previsioni elaborate. In base a tale differenza, i rischi risultano perlopiù equilibrati sugli orizzonti di breve periodo (il 2014 e il 2015) ma lievemente orientati al ribasso per il 2016. I principali rischi al ribasso per l'inflazione deriverebbero da una dinamica dell'attività economica e dei mercati del lavoro più debole delle attese; quelli verso l'alto riguarderebbero le quotazioni delle materie prime e aumenti delle imposte indirette e dei prezzi amministrati.

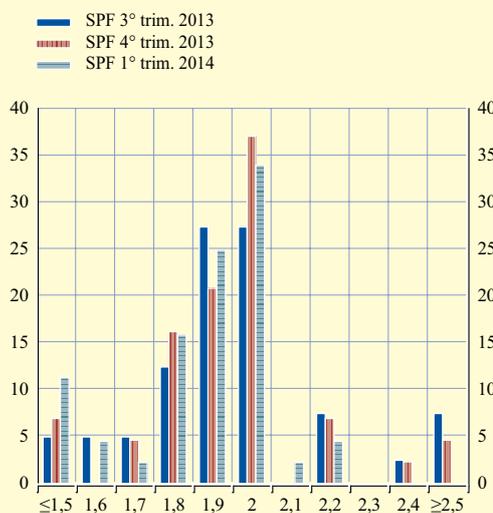
Attese di inflazione a più lungo termine in lieve calo

La previsione puntuale media per l'inflazione a più lungo termine (per il 2018) è rimasta all'1,9 per cento. Con un arrotondamento a due decimali, le aspettative hanno mostrato un'ulteriore diminuzione all'1,87 per cento nel primo trimestre del 2014, dall'1,93 per cento nell'ultimo trimestre del 2013. La mediana delle stime puntuali è scesa all'1,9 per cento, dal 2,0 per cento dell'indagine precedente. Sebbene la percentuale di intervistati che forniscono una stima puntuale del 2,0 per cento resti la più elevata (34 per cento), è aumentata l'incidenza delle risposte indicanti una stima pari o inferiore all'1,6 per cento (cfr. figura B). Le aspettative di inflazione a più lungo termine della SPF sono lievemente superiori ai valori per il 2018 pubblicati nell'*Euro Zone Barometer*.

I rischi che circondano la previsione puntuale per l'inflazione a più lungo termine sono, in media, sbilanciati verso il basso (come accade da quattro anni); la media stimata della distribuzione di probabilità aggregata si colloca infatti all'1,81 per cento circa, a fronte di una stima puntuale media dell'1,87 per cento. La probabilità che l'inflazione risulti pari o superiore al 2,0 per cento e quella che si porti al di sotto dell'1 per cento si sono mantenute pressoché invariate, rispettivamente al 42 e all'11 per cento. Anche la probabilità di tassi di inflazione negativi è rimasta su livelli molto contenuti, all'1,1 per cento (dallo 0,9 per cento).

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

(percentuale di intervistati)



Fonte: BCE.

Il disaccordo tra i previsori sulle aspettative di inflazione a più lungo termine, misurato come deviazione standard dalle previsioni puntuali, è diminuito da 0,25 a 0,20 punti percentuali, ma è rimasto nell'intervallo di valori osservato dal 2010 (cfr. figura C). L'incertezza aggregata che caratterizza tali aspettative, misurata dalla deviazione standard della distribuzione di probabilità aggregata, ha mostrato una lieve riduzione, pur mantenendosi attorno al livello relativamente elevato registrato dal 2009²⁾.

Aspettative di crescita del PIL in termini reali invariate per il 2014 e il 2015

Le previsioni puntuali medie per la crescita del PIL in termini reali nel 2014 e nel 2015 rimangono stabili, rispettivamente all'1,0 e all'1,5 per cento (cfr. tavola). La crescita attesa per il 2016 si colloca all'1,7 per cento, implicando una ripresa continua, benché graduale, dell'attività economica nei prossimi anni. In base ai commenti qualitativi, i partecipanti si attendono un recupero della domanda interna continuo ma moderato.

Per il 2014 la previsione puntuale media della SPF si situa 0,1 punti percentuali al di sotto di quella riportata nelle proiezioni macroeconomiche di dicembre elaborate dagli esperti dell'Eurosistema, mentre coincide nel caso del 2015. Rispetto ai valori pubblicati nelle edizioni di gennaio di *Consensus Economics* e *Euro Zone Barometer*, le aspettative della SPF sono identiche per il 2014, ma leggermente più elevate per il 2015; inoltre, la stima puntuale relativa al 2016 supera di poco il dato dell'*Euro Zone Barometer*.

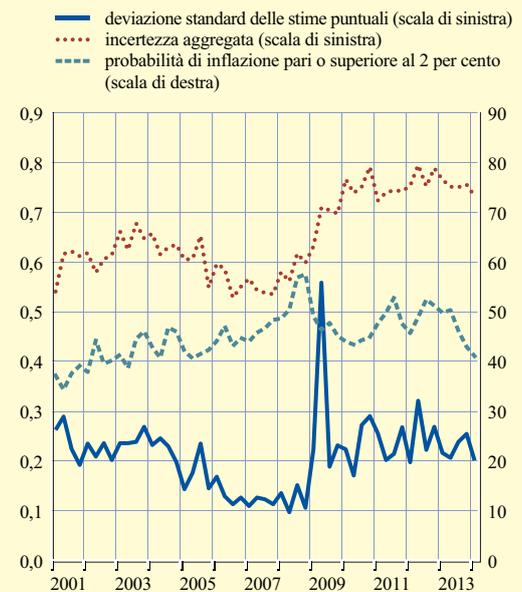
Le distribuzioni di probabilità aggregate per il 2014 e il 2015 si mantengono sostanzialmente invariate (cfr. figura D). Per il 2014 gli intervistati continuano ad assegnare la probabilità maggiore (36 per cento) all'intervallo tra l'1,0 e l'1,4 per cento, contro il 31 per cento dell'edizione precedente; per il 2015 gli spostamenti nella distribuzione di probabilità aggregata sono limitati.

I rischi per le prospettive di base invariate, che si riflettono nella previsione puntuale media, restano orientati verso il basso. Tra i rischi, sono stati menzionati quelli connessi alla perdita di slancio delle riforme nei singoli paesi. Inoltre, diversi intervistati hanno espresso il timore di un nuovo aumento dell'incertezza nei mercati finanziari che finirebbe per trasmettersi all'economia reale attraverso, fra le altre cose, un irrigidimento dell'offerta di credito. Nondimeno, sono stati citati anche rischi verso l'alto, quali un più rapido recupero di fiducia da parte degli investitori e dei consumatori nonché il manifestarsi degli effetti positivi delle riforme strutturali prima di quanto ipotizzato nello scenario di base.

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

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

(punti percentuali; valori percentuali)

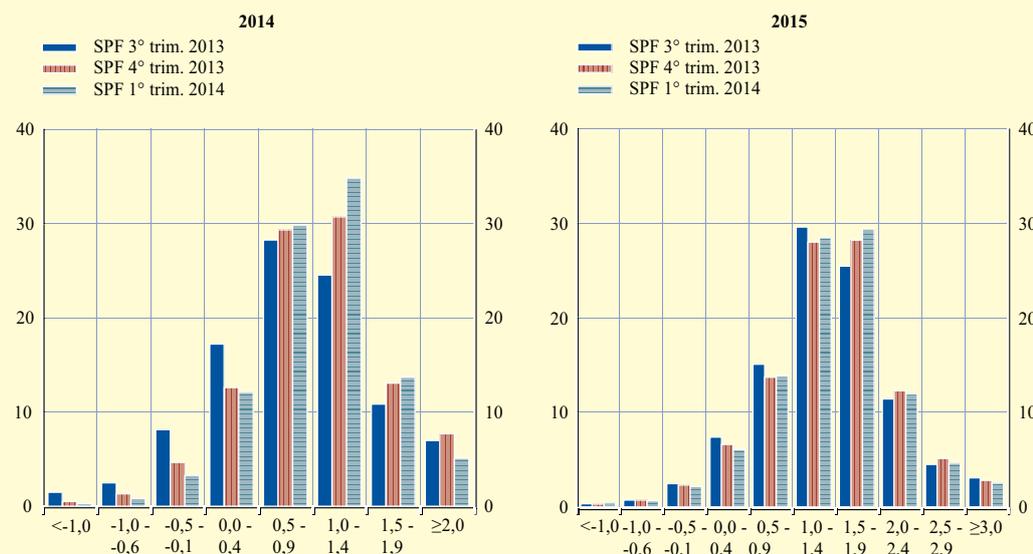


Fonte: BCE.

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

Figura D Distribuzione di probabilità aggregata delle aspettative relative alla crescita del PIL nel 2013 e nel 2014 (Survey of Professional Forecasters, ultime inchieste)

(probabilità in percentuale)



Fonte: BCE.

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

Le aspettative di crescita a più lungo termine (per il 2018) hanno evidenziato un lieve aumento, di 0,1 punti percentuali, all'1,8 per cento. Come nelle edizioni precedenti dell'indagine, i risultati per quell'orizzonte rimangono superiori ai valori del *Consensus Economics* e dell'*Euro Zone Barometer*, pari rispettivamente all'1,5 e all'1,6 per cento. La distribuzione di probabilità aggregata si è spostata verso livelli più elevati, pur restando sbilanciata verso il basso.

Attese sul tasso di disoccupazione ancora elevate ma in graduale ribasso

Le previsioni puntuali medie per il tasso di disoccupazione si collocano al 12,1 per cento per il 2014, all'11,7 per il 2015 e all'11,2 per il 2016; rispetto alla rilevazione precedente, sono rimaste invariate per il 2014 e sono state riviste leggermente al rialzo per il 2015 (cfr. tavola).

La previsione per il 2014 della SPF è leggermente superiore ai valori riportati nelle proiezioni macroeconomiche dello scorso dicembre formulate dagli esperti dell'Eurosistema, di poco inferiore agli ultimi dati di *Consensus Economics* e in linea con quelli dell'*Euro Zone Barometer*. Quella per il 2015 mostra un livello di 0,1 punti percentuali inferiore rispetto all'esercizio condotto in dicembre dagli esperti dell'Eurosistema e all'ultimo *Euro Zone Barometer*, oltre a portarsi 0,2 punti percentuali al di sotto del valore di *Consensus Economics*. La previsione della SPF per il 2016, pari all'11,2 per cento, è 0,5 punti percentuali più bassa di quella desunta dall'*Euro Zone Barometer*.

I rischi per le previsioni a breve e a medio termine nello scenario di base, ancora orientati verso l'altro, continuano a essere strettamente connessi a una ripresa più contenuta delle attese e all'eventualità che le riforme strutturali non vengano attuate. Alcuni intervistati hanno inoltre espresso il timore che gli alti livelli di disoccupazione ciclica osservati di recente possano dive-

nire strutturali. I rischi al ribasso per le prospettive di disoccupazione riguardano principalmente l'orizzonte di medio termine e sono legati soprattutto sia alla possibilità che la competitività aumenti più del previsto per effetto delle riforme strutturali sia alle iniziative sul piano delle politiche tese a sostenere la creazione di lavoro.

La previsione puntuale media per la disoccupazione attesa a più lungo termine si attesta a 9,6 per cento per il 2018, 0,1 punti percentuali superiore alla rilevazione precedente. La distribuzione di probabilità aggregata si è spostata verso valori più elevati. La probabilità maggiore (59 per cento) viene ancora assegnata all'intervallo tra il 9,0 per cento e il 10,9 per cento.

Altre variabili e ipotesi determinanti

In base ad altre informazioni fornite dagli interpellati, le ipotesi relative al prezzo del petrolio, al tasso di rifinanziamento principale della BCE e alla crescita sui dodici mesi dei redditi per occupato sono state riviste al ribasso, mentre le attese riguardanti il tasso di cambio dollaro/euro hanno subito una lieve correzione in rialzo. Le quotazioni petrolifere dovrebbero collocarsi a 108,1 dollari il barile nel primo trimestre del 2014; calerebbero quindi a 106,7 dollari nel trimestre successivo, per poi tornare su un percorso di crescita, raggiungendo 107,5 dollari nel 2015 e 109,3 dollari nel 2016. Il tasso di rifinanziamento principale della BCE dovrebbe attestarsi allo 0,25 per cento sino alla fine del 2014, aumentando allo 0,4 per cento nel 2015 e allo 0,9 per cento nel 2016. La previsione sul tasso di cambio dollaro/euro, corretta in rialzo rispetto alla precedente edizione dell'indagine, si situa a 1,35 nel primo trimestre del 2014, diminuendo a 1,29 nel 2015 e nel 2016. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei redditi per occupato è stato rivisto al ribasso per il 2014 e il 2015, all'1,5 per cento, e all'1,7 per cento, rispettivamente; le attese per il 2016 si collocano all'1,9 per cento.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

Dopo due trimestri di crescita positiva del PIL in termini reali, gli andamenti dei dati e delle indagini recenti suggeriscono, nel complesso, un moderato proseguimento della ripresa nell'ultimo trimestre del 2013. In prospettiva, è stata confermata la precedente valutazione della crescita economica. Ci si attende che il prodotto dell'area dell'euro mostri un lento recupero. In particolare, si dovrebbe osservare un certo miglioramento della domanda interna, sostenuto dall'orientamento accomodante della politica monetaria, dal lieve miglioramento delle condizioni di finanziamento e dai progressi conseguiti nel risanamento dei conti pubblici e nelle riforme strutturali. Inoltre, i redditi reali sono favoriti da una più bassa inflazione dei beni energetici. L'attività economica dovrebbe altresì beneficiare di un graduale rafforzamento della domanda di esportazioni dell'area dell'euro. Al tempo stesso, la disoccupazione nell'area rimane elevata, benché in via di stabilizzazione, e gli aggiustamenti di bilancio necessari nei settori pubblico e privato continueranno a gravare sul ritmo della ripresa economica. I rischi per le prospettive economiche per l'area dell'euro restano orientati al ribasso.

4.1 LE COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

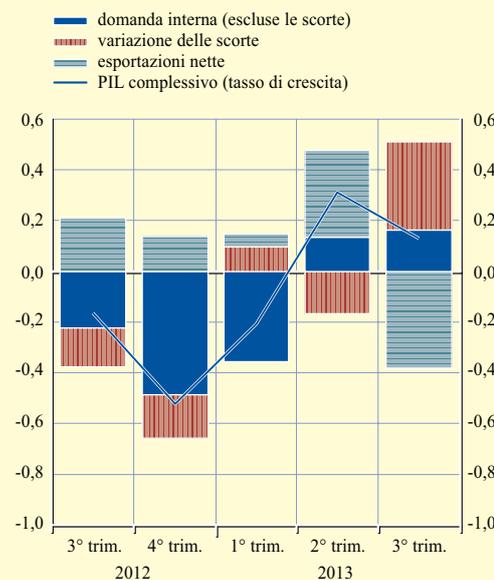
La terza stima dell'Eurostat relativa ai dati di contabilità nazionale ha confermato che nel terzo trimestre del 2013 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è salito dello 0,1 per cento su base congiunturale, dopo un aumento dello 0,3 nel trimestre precedente (cfr. figura 26). La domanda interna e la variazione delle scorte hanno fornito un contributo positivo alla crescita, mentre le esportazioni nette hanno inciso negativamente per la prima volta dall'inizio del 2010.

Sia nel secondo sia nel terzo trimestre i consumi privati hanno registrato un incremento dello 0,1 per cento sul periodo precedente, dopo sei trimestri di crescita negativa. Il risultato del terzo trimestre è attribuibile, con ogni probabilità, al contributo positivo fornito alla spesa per consumi dagli acquisti di beni al dettaglio, in parte compensato da un calo nei consumi di servizi. Nel contempo, gli acquisti di autovetture hanno avuto un impatto pressoché nullo sulla crescita dei consumi nel terzo trimestre.

Per quanto riguarda il quarto trimestre del 2013, le informazioni sui consumi privati indicano una sostanziale stabilità della spesa delle famiglie. Il volume delle vendite al dettaglio è stato, in media, inferiore dello 0,7 per cento a quello osservato nel terzo trimestre, quando le vendite erano aumentate dello 0,3 per cento sul periodo precedente. Di contro, le immatricolazioni di autovetture hanno mostrato un incremento del 5,1 per cento in termini congiunturali, dopo un calo dello 0,1 per cento nel terzo trimestre. Tale rialzo potrebbe riflettere, in parte, un'anticipazione dei consumi rispetto all'attuazione dei rincari fiscali previsti in alcuni paesi all'inizio del 2014. Nell'insieme, gli esiti delle indagini sul commer-

Figura 26 Crescita del PIL in termini reali e contributi

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati si riferiscono agli Euro 18.

cio al dettaglio hanno continuato a evidenziare una dinamica debole nel quarto trimestre. L'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) per il commercio al dettaglio resta lievemente al di sotto della soglia teorica tra espansione e contrazione fissata a 50, suggerendo una modesta flessione delle vendite nel comparto. Nel contempo, l'indicatore della Commissione europea per il settore delle vendite al dettaglio è aumentato in maniera marginale sia nell'ultimo trimestre del 2013 sia in gennaio (cfr. figura 27). Anche la fiducia dei consumatori dell'area dell'euro, in rialzo dalla fine del 2012, ha registrato un ulteriore miglioramento fra dicembre e gennaio. Di conseguenza il mese scorso l'indice si è collocato leggermente al di sopra della sua media di lungo periodo, per la prima volta dal luglio 2011. Infine, l'indicatore degli acquisti di importo rilevante è rimasto su livelli contenuti, nettamente inferiori alla sua media di lungo termine, segnalando consumi di beni durevoli ancora fiacchi.

Nel terzo trimestre gli investimenti fissi lordi sono cresciuti dello 0,5 per cento in termini congiunturali, dopo un incremento lievemente più contenuto nel trimestre precedente che ha seguito otto periodi consecutivi di calo.

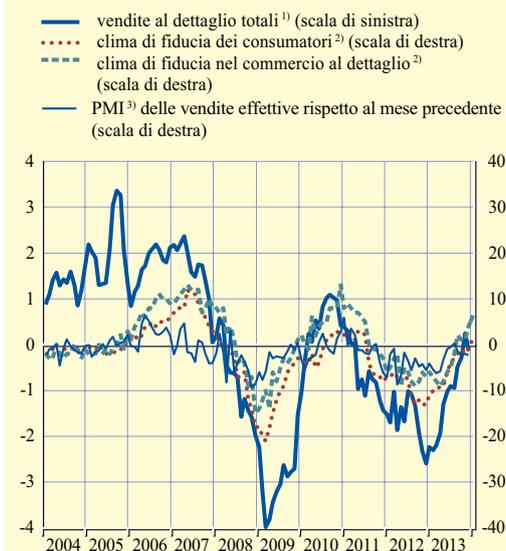
Fra il secondo e il terzo trimestre sono aumentati sia gli investimenti in costruzioni sia, in misura inferiore, quelli in beni diversi dalle costruzioni.

In novembre la produzione industriale di beni di investimento (un indicatore degli investimenti futuri al netto delle costruzioni) ha registrato un forte recupero, pari al 3,0 per cento sul mese precedente, che ha più che compensato la flessione dell'1 per cento in ottobre. Pertanto, il suo livello medio nel bimestre ottobre-novembre è stato superiore dello 0,6 per cento rispetto a quello del terzo trimestre, quando era salito dello 0,1 per cento su base congiunturale. Gli esiti delle inchieste presso il settore industriale al netto delle costruzioni (PMI e Commissione europea) segnalano il protrarsi di una crescita moderata per il quarto trimestre del 2013 e per il mese di gennaio 2014. Al tempo stesso, l'indagine condotta dalla Commissione europea fra le imprese del settore manifatturiero indica un nuovo aumento della capacità produttiva nei tre mesi fino a gennaio.

Per quanto concerne le costruzioni, sia i risultati quantitativi sia le indagini qualitative segnalano una crescita negativa nel quarto trimestre del 2013. In novembre la produzione nel settore delle costruzioni è diminuita ancora, dello 0,6 per cento in termini congiunturali, risultando così inferiore dell'1,7 per cento al livello del terzo trimestre, quando aveva registrato un incremento di pari entità sul periodo precedente. Quanto ai risultati delle indagini, l'indice PMI per il settore delle costruzioni nell'area dell'euro è salito lievemente nel quarto trimestre, restando però inferiore alla soglia di crescita di 50, a segnalare un calo dell'attività. Anche l'indicatore della Commissione europea sulla fiducia nel settore ha mostrato un miglioramento fra il terzo e il quarto trimestre del 2013, per poi tornare a diminuire in gennaio. La fiducia rimane dunque su livelli contenuti e marcatamente al di

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

(dati mensili)



Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, Markit ed elaborazioni della BCE. Nota: i dati si riferiscono agli Euro 18.

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.

sotto della sua media storica. Tale evoluzione è probabilmente imputabile all'effetto congiunto degli attuali vincoli di finanziamento, delle attese di bassa occupazione e degli aggiustamenti in atto nel mercato degli immobili residenziali in alcuni paesi dell'area dell'euro.

Il contributo alla crescita del PIL da parte degli scambi commerciali nell'area dell'euro si è portato in territorio negativo nel terzo trimestre del 2013. Le esportazioni sono aumentate appena dello 0,3 per cento sul trimestre precedente, a fronte dell'1,2 delle importazioni. Gli ultimi dati sull'interscambio nell'area dell'euro suggeriscono una debole espansione del commercio per il quarto trimestre, benché sia probabile che il contributo degli scambi netti con l'estero alla crescita del PIL torni positivo, soprattutto per la debole dinamica delle importazioni. In novembre il valore delle esportazioni è sceso in misura marginale sul mese precedente, mentre quello delle importazioni ha evidenziato un calo più pronunciato. Le esportazioni si sono collocate su un livello lievemente superiore alla media del terzo trimestre, le importazioni, invece, su un livello inferiore. Secondo gli indicatori di breve periodo, i prezzi dei beni scambiati si sono perlopiù stabilizzati in novembre. Per gli scambi commerciali si prevedono andamenti simili per i volumi e per i valori. I risultati delle indagini per il mese di gennaio segnalano un certo miglioramento delle esportazioni. L'indice PMI sui nuovi ordinativi dall'estero ha mostrato un nuovo rialzo, collocandosi al di sopra della media del quarto trimestre e ben oltre la soglia di crescita di 50. Sempre in gennaio l'indicatore relativo agli ordini esteri basato sull'indagine coordinata dalla Commissione europea si è stabilizzato su livelli comparabili a quelli registrati in novembre e in dicembre.

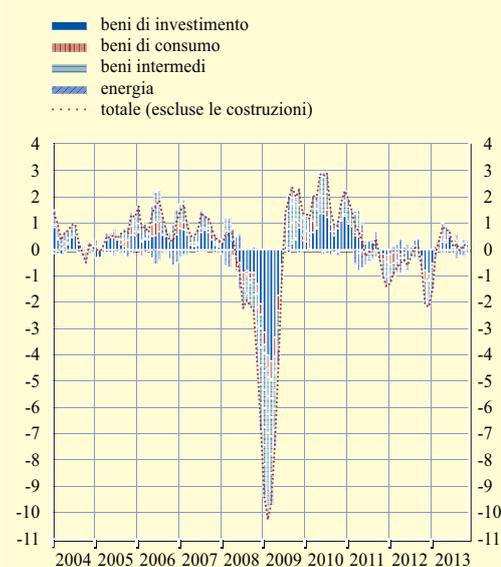
4.2 PRODOTTO PER SETTORE

Nel terzo trimestre il valore aggiunto in termini reali ha mostrato un ulteriore incremento, dello 0,1 per cento sul periodo precedente, riconducibile esclusivamente all'evoluzione positiva del settore dei servizi. Al tempo stesso, il valore aggiunto nell'industria (comprese le costruzioni) ha evidenziato una dinamica stagnante.

Quanto agli andamenti nell'ultimo trimestre del 2013, in novembre la produzione industriale (escluse le costruzioni) è cresciuta dell'1,8 per cento su base congiunturale, dopo un calo dello 0,8 per cento nel mese precedente. Di conseguenza, nel bimestre ottobre-novembre la produzione industriale media ha superato dello 0,3 per cento il livello del terzo trimestre, quando l'indice è stato caratterizzato da forte variabilità (cfr. figura 28). In novembre l'indice della BCE riguardante i nuovi ordinativi industriali nell'area dell'euro (al netto dei mezzi di trasporto pesante) è salito dell'1,5 per cento in termini congiunturali, dopo una flessione dell'1,6 nei mesi precedenti. Pertanto, nei mesi di ottobre e di novembre i nuovi ordini hanno registrato, mediamente, livelli lievemente più bassi rispetto alla media del terzo

Figura 28 Crescita della produzione industriale e contributi

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

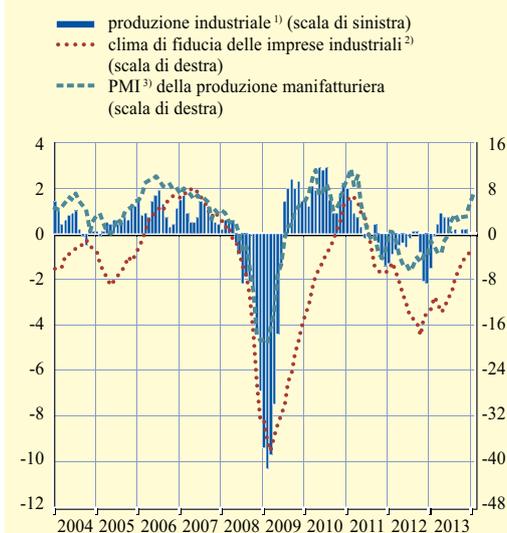
Nota: i dati si riferiscono agli Euro 18 e sono calcolati come variazioni di medie mobili di tre mesi rispetto all'analoga media dei tre mesi precedenti.

trimestre, quando erano aumentati dell'1,1 per cento sul periodo precedente. Anche i dati desunti dalle indagini più recenti segnalano una crescita moderata nell'ultimo trimestre del 2013 e all'inizio del primo trimestre del 2014. Ad esempio, il PMI del settore manifatturiero, che indicava una crescita positiva da luglio, ha mostrato un ulteriore miglioramento nel quarto trimestre (cfr. figura 29) ed è salito ancora in gennaio, toccando il suo massimo da maggio 2011. Inoltre, dai risultati delle indagini della Commissione europea emerge che la domanda di beni è cresciuta nuovamente nei tre mesi fino a gennaio, sebbene da livelli relativamente bassi.

È probabile che il valore aggiunto nel settore dei servizi abbia registrato un ulteriore rialzo nell'ultimo trimestre del 2013. Analogamente agli indici per il comparto manifatturiero, sia il PMI riferito all'attività nei servizi sia l'indicatore della Commissione europea sul clima di fiducia nello stesso settore sono saliti nel terzo e nel quarto trimestre, segnando in gennaio un nuovo aumento che li ha portati oltre le rispettive medie per il quarto trimestre.

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

(dati mensili; destagionalizzati)

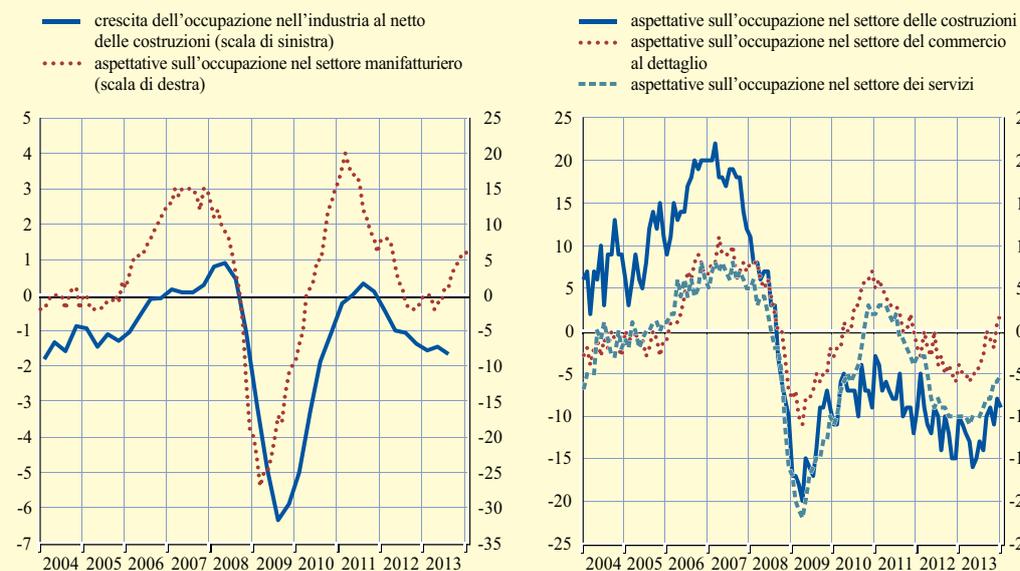


Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, Markit ed elaborazioni della BCE. Nota: i dati si riferiscono agli Euro 18. Le serie qualitative si riferiscono al settore manifatturiero.

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

Figura 30 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione

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



Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese. Note: i dati si riferiscono agli Euro 18. I saldi percentuali sono espressi come scarti dalla media.

4.3 MERCATO DEL LAVORO

Sebbene i mercati del lavoro dell'area dell'euro restino deboli, gli ultimi dati relativi sia al tasso di occupazione sia a quello di disoccupazione mostrano una certa stabilizzazione. Nondimeno, persistono nette differenze tra paesi e fasce di età (cfr. riquadro 9). Sebbene i risultati delle indagini mostrino una tendenza al miglioramento, essi restano coerenti con andamenti deboli nel prossimo futuro (cfr. figura 30).

Riquadro 9

GLI ANDAMENTI DELLA DISOCCUPAZIONE GIOVANILE NELL'AREA DELL'EURO DALL'INIZIO DELLA CRISI

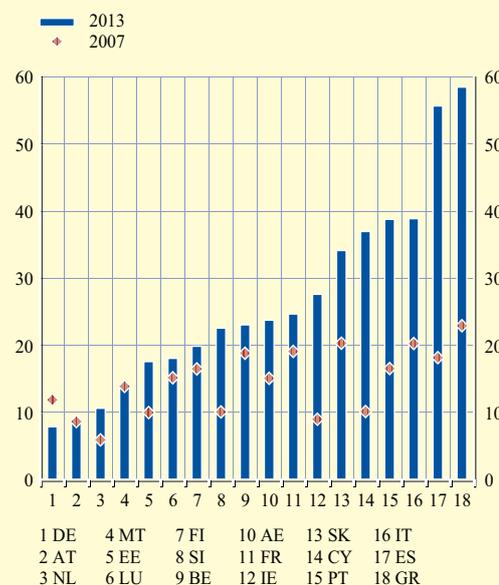
Dall'avvio della crisi finanziaria il tasso di disoccupazione giovanile, definito come il rapporto tra il numero dei giovani disoccupati (di età compresa fra i 15 e i 24 anni) e la forza lavoro nella stessa fascia d'età, ha registrato un aumento considerevole nell'area dell'euro, dal 15 per cento circa nel 2007 al 24 per cento nel 2013¹⁾. Sia il livello sia l'incremento del tasso di disoccupazione risultano molto più elevati per i giovani (fascia di età 15-24 anni) che per gli altri lavoratori (oltre 24 anni). In tale contesto, il presente riquadro espone alcuni fatti stilizzati circa la dinamica della disoccupazione giovanile nei paesi dell'area dell'euro.

Gli andamenti dei tassi di disoccupazione giovanile nei diversi paesi dell'area dell'euro

L'evoluzione del tasso di disoccupazione giovanile cela notevoli differenze fra paesi (cfr. figura A). Mentre in Austria e a Malta l'incremento è stato moderato e in Germania si è persino registrato un calo, il tasso di disoccupazione giovanile è aumentato in maniera particolarmente marcata nei paesi soggetti a tensioni di mercato, portandosi nel 2013 su valori compresi fra il 50 e il 60 per cento in Grecia e in Spagna e raggiungendo livelli prossimi al 40 per cento in Italia, Portogallo e Cipro e al 30 per cento in Irlanda. In questi ultimi due paesi, il rialzo segue un dato pre-crisi relativamente contenuto. Un alto tasso di disoccupazione giovanile rispetto alla media dell'area dell'euro non costituisce invece un fenomeno nuovo in Spagna, Grecia, Portogallo e Italia, essendo stato già osservato prima della crisi. Al tempo stesso, anche alcuni paesi non sottoposti a tensioni, come Francia e Belgio, presentavano un tasso di disoccupazione giovanile relativamente alto nel periodo antecedente la crisi.

Figura A Tasso di disoccupazione giovanile nel 2007 e nel 2013

(valori percentuali)

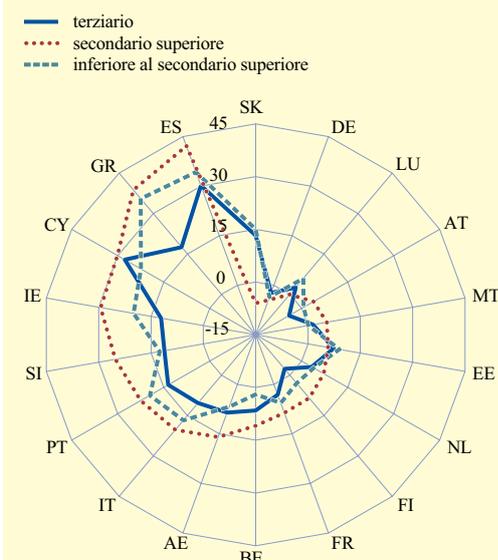


Fonte: Indagine sulle forze di lavoro.
Nota: l'ordine dei paesi è determinato dai tassi di disoccupazione giovanile rilevati nel 2013.

1) Per ragioni di coerenza, il presente riquadro utilizza essenzialmente i dati dell'Indagine sulle forze di lavoro, disponibili fino al terzo trimestre del 2013 compreso. Poiché le statistiche dell'indagine non sono destagionalizzate, i dati riferiti al 2013 rappresentano una media di quattro trimestri relativa al periodo fra il quarto trimestre del 2012 e il terzo trimestre del 2013.

Figura B Scomposizione per livello di istruzione delle variazioni dei tassi di disoccupazione giovanile

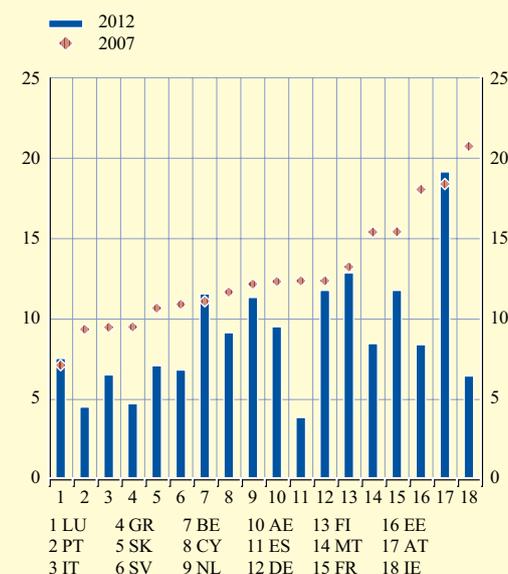
(variazione in punti percentuali tra il 2007 e il 2013)



Fonte: Indagine sulle forze di lavoro.
Nota: l'ordine dei paesi è determinato dai tassi di disoccupazione giovanile per la popolazione con un'istruzione inferiore al livello secondario superiore. Il grafico riporta le variazioni dei tassi di disoccupazione giovanile relativi alla fascia di età 20-24, poiché non sono disponibili dati per la fascia 15-24.

Figura C Quota di giovani lavoratori sul totale dell'occupazione nel settore delle costruzioni

(valori percentuali)



Fonte: Indagine sulle forze di lavoro.
Nota: l'ordine dei paesi è determinato dalle quote di giovani lavoratori impiegati nel settore delle costruzioni nel 2007.

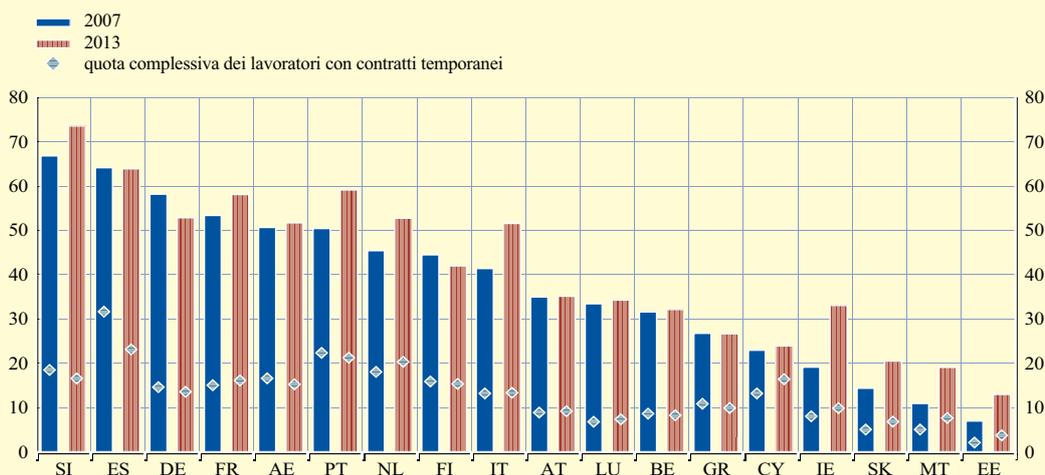
L'incremento della disoccupazione giovanile ha riguardato principalmente i lavoratori sprovvisti di un titolo di studio secondario superiore (cfr. figura B), per i quali il tasso di disoccupazione è salito, nella maggior parte dei paesi, molto più che per i lavoratori con un'istruzione secondaria superiore e terziaria. Ciononostante, l'aumento della disoccupazione per i giovani con un'istruzione secondaria superiore o terziaria è stato considerevole in alcuni paesi. In Spagna, ad esempio, il tasso di disoccupazione per i giovani con un'istruzione terziaria ha registrato un aumento di circa 30 punti percentuali fra il 2007 e il 2013. A livello nazionale, le disparità fra gruppi di lavoratori con diversi livelli di istruzione potrebbero riflettere anche aggiustamenti nella struttura dell'economia. Ad esempio, è possibile che nel caso della Spagna ci sia una relazione fra il calo dell'attività nel settore delle costruzioni e l'aumento della disoccupazione giovanile per i lavoratori con un minore livello di istruzione (cfr. figura C), così come nel caso di Cipro fra la contrazione dei servizi finanziari e alle imprese e una più alta disoccupazione tra i lavoratori con un titolo terziario.

I fattori all'origine dell'aumento della disoccupazione giovanile nei singoli paesi dell'area dell'euro

Un tratto distintivo del rialzo più marcato della disoccupazione giovanile sta nel fatto che, nel caso dei giovani, la crisi ha colpito duramente sia i titolari di contratti a termine sia quanti avevano un contratto a tempo indeterminato, mentre, per il complesso degli occupati, la perdita di posti di lavoro ha generalmente interessato soprattutto i lavoratori con contratto a termine. Infatti, per il totale degli occupati nell'area dell'euro il numero di lavoratori con contratto a tempo determinato è diminui-

Figura D Quota di giovani occupati con contratti temporanei

(valori percentuali)



Fonte: Indagine sulle forze di lavoro.

Nota: l'ordine dei paesi è determinato dalle quote di giovani occupati temporanei rilevate nel 2007.

to quasi del 10 per cento tra il 2007 e il 2013, mentre quello dei lavoratori con contratto a tempo indeterminato è rimasto sostanzialmente invariato. Per contro, nel caso dei giovani, si è osservata una netta flessione sia dei rapporti di lavoro regolati da contratto a termine sia di quelli regolati da contratto a tempo indeterminato, diminuiti rispettivamente del 18 e del 22 per cento.

La figura D illustra la prevalenza di contratti a termine tra i giovani e per il totale degli occupati in una gran parte dei paesi dell'area dell'euro. Nel 2007 il 50 per cento dei giovani occupati alle dipendenze nell'area dell'euro era titolare di un contratto a termine, a fronte di un dato per il totale degli occupati pari al 17 per cento. Tale andamento è riconducibile a diverse ragioni, ma in alcuni casi potrebbe essere dipeso da norme restrittive in materia di tutela del posto di lavoro, che avrebbero favorito l'emergere di un mercato del lavoro duale caratterizzato da divari fra quanti detengono un contratto a tempo indeterminato e chi, specie tra i giovani, ha un contratto a termine. Non-dimeno, sebbene tra i giovani sia maggiore la prevalenza di posti di lavoro con contratto a termine e dunque maggiormente soggetti al ciclo economico, il fatto che il calo dell'occupazione abbia colpito in maniera sproporzionata la popolazione giovanile, compresi i titolari di contratti a tempo indeterminato, potrebbe anche riflettere una più generale strategia delle imprese, che nel ristrutturare il personale potrebbero licenziare per primi i lavoratori che sono stati assunti per ultimi²⁾.

L'analisi del tasso di disoccupazione (definito come il rapporto fra il numero dei disoccupati e la forza lavoro) restituisce solo un quadro parziale delle ripercussioni della crisi sui giovani. Il sistema di istruzione potrebbe infatti celare fenomeni di disoccupazione se, a fronte di prospettive lavorative poco attraenti, i giovani proseguono o riprendono un percorso di studio.

Il tasso di non partecipazione per i giovani dell'area dell'euro è salito di 3 punti percentuali fra il 2007 e il 2013 (cfr. figura E). In Irlanda e in Spagna l'aumento è stato pari rispettivamente a 16

2) Cfr Scarpetta, S. e Sonnet, A., "Challenges Facing European Labour Markets: Is a Skill Upgrade the Appropriate Instrument?", *Intereconomics*, Vol. 47, n. 1, OCSE, 2012.

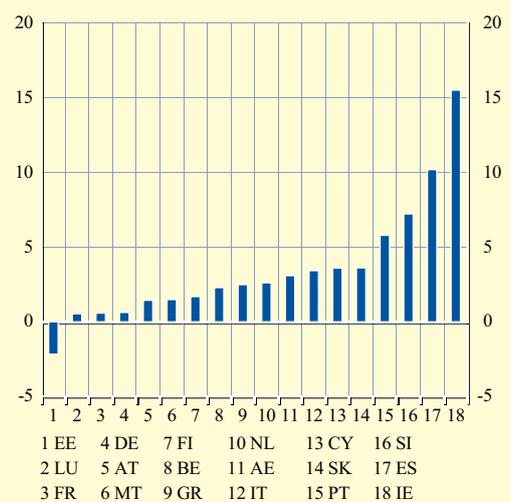
e a 10 punti percentuali, suggerendo che il deterioramento delle opportunità lavorative si sia tradotto solo in parte in un aumento dei tassi di disoccupazione. L'incremento dei tassi di non partecipazione fra i giovani può risultare meno preoccupante se riflette non soltanto fenomeni di scoraggiamento, ma anche un prolungamento dei percorsi di istruzione e formazione che, in ultima istanza, permetta di accrescere la produttività o di migliorare le prospettive lavorative. Nel complesso dell'area dell'euro, la quota di giovani di età compresa fra i 15 e i 24 anni non occupati né impegnati in percorsi di istruzione o di formazione e classificati come inattivi si è mantenuta relativamente stabile nel 2012 rispetto al 2007 (cfr. figura F). In alcuni paesi soggetti a tensioni di mercato, quali Spagna e Portogallo, si è persino registrata una flessione, a indicare che finora i giovani sono riusciti a prolungare il periodo di istruzione oppure a iscriversi a programmi di formazione, evitando così la disoccupazione. Per contro, la quota di giovani considerati inattivi che non sono impegnati in attività di istruzione o formazione è aumentata in altri paesi sottoposti a tensioni di mercato, come Italia, Irlanda, Cipro e Grecia.

Conclusioni

In sintesi, dall'inizio della crisi la situazione del mercato del lavoro per i giovani lavoratori dell'area dell'euro è peggiorata in maniera più pronunciata nei paesi soggetti a tensioni di mercato, dove si è re-

Figura E Variazione del tasso di non partecipazione relativo ai giovani lavoratori nei paesi dell'area dell'euro tra il 2007 e il 2013

(punti percentuali)

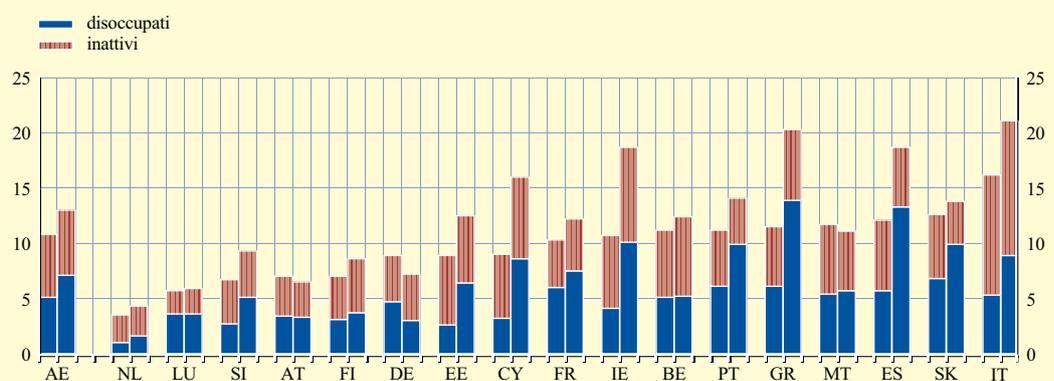


Fonte: Indagine sulle forze di lavoro.

Nota: il tasso di non partecipazione relativo ai giovani lavoratori (di età compresa fra i 15 e i 24 anni) è definito come il rapporto tra il numero degli inattivi e il totale della popolazione giovane.

Figura F Giovani non occupati né impegnati in percorsi di istruzione o di formazione nel 2007 e nel 2012

(valori percentuali)



Fonte: Eurostat.

Nota: sono riportate due colonne per ciascun paese o area; quelle di sinistra si riferiscono al 2007, mentre quelle di destra riguardano il 2012. L'ordine dei paesi è determinato dalle quote di giovani non occupati né impegnati in percorsi di istruzione o di formazione nel 2007.

gistrata un'impennata della disoccupazione e della non partecipazione giovanile. Nondimeno, in taluni casi l'aumento della non partecipazione sembra essere stato assorbito dall'aumento della quota di giovani che proseguono o riprendono attività di formazione. Per una serie di paesi, non solo quelli sottoposti a tensioni di mercato, livelli elevati di disoccupazione e di inattività giovanile non costituiscono un fenomeno nuovo, anche se sono stati esacerbati dalla crisi. In un tale contesto, una disoccupazione giovanile alta e persistente rappresenta oggi una delle principali sfide per i responsabili delle politiche europee, alla luce dei cospicui costi che ne derivano sul piano sociale ed economico. Nonostante le diverse azioni intraprese a livello europeo a sostegno dell'occupazione giovanile, come le cosiddette *youth guarantee schemes* e *youth unemployment initiatives*³⁾, è necessario che le autorità nazionali prendano misure aggiuntive, intensificando in particolare l'attuazione delle riforme strutturali.

3) Cfr. *EU measures to tackle youth unemployment*, disponibile sul sito Internet della Commissione europea all'indirizzo <http://ec.europa.eu>.

Nel secondo e nel terzo trimestre del 2013 il numero degli occupati è rimasto stabile (cfr. tavola 9), dopo sette periodi consecutivi di flessione. Dal secondo trimestre del 2011, quando l'occupazione ha iniziato a diminuire, ha registrato un calo cumulato dell'1,7 per cento. A livello settoriale, il risultato più recente riflette una contrazione dell'occupazione nell'industria (comprese le costruzioni) compensata da un aumento nel comparto dei servizi. Per contro, sia nel secondo sia nel terzo trimestre il totale delle ore lavorate è cresciuto rispetto al periodo precedente, coerentemente con un normalizzarsi delle condizioni del mercato del lavoro.

Nel terzo trimestre del 2013 la produttività per occupato è aumentata dello 0,5 per cento rispetto allo stesso periodo del 2012, un dato di poco superiore al tasso di crescita osservato nel secondo trimestre, che a sua volta seguiva tre trimestri di crescita negativa (cfr. figura 31). Il tasso di cre-

Tavola 9 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

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

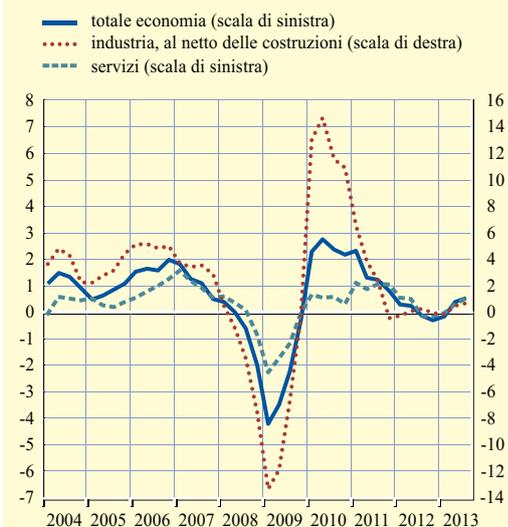
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati si riferiscono agli Euro 18.

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

Figura 31 Produttività del lavoro per occupato

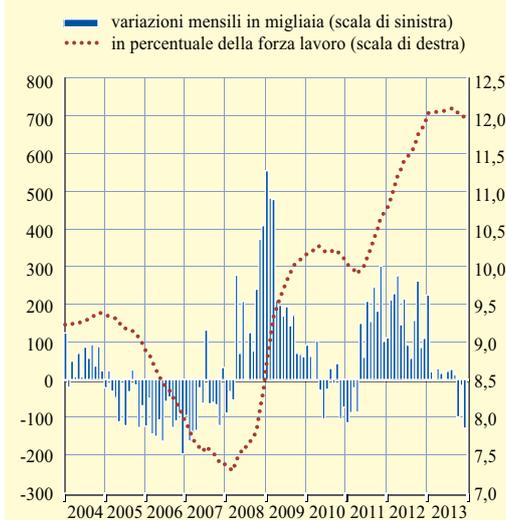
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati si riferiscono agli Euro 18.

Figura 32 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.
Nota: i dati si riferiscono agli Euro 18.

scita tendenziale della produttività per ora lavorata è aumentato in maniera più marcata, dallo 0,2 per cento nel secondo trimestre allo 0,6 per cento nel terzo trimestre. Per quanto riguarda il quarto trimestre del 2013, l'indice di produttività desunto dagli ultimi risultati dell'indagine PMI per i settori manifatturiero e dei servizi segnala il protrarsi di una crescita positiva seppure moderata.

In dicembre il tasso di disoccupazione è stato pari al 12,0 per cento, invariato rispetto ai due mesi precedenti. Tale stabilità, che cela una flessione del numero dei disoccupati, segue il calo mensile di 0,1 punti percentuali registrato a ottobre, che a sua volta ha segnato la prima riduzione del tasso di disoccupazione in oltre due anni e mezzo (cfr. figura 32). L'ultimo dato rilevato è superiore di 4,7 punti percentuali a quello di marzo 2008, quando il tasso di disoccupazione era al minimo ciclico prima dell'inizio della crisi finanziaria.

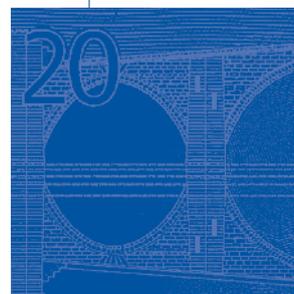
4.4 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Gli andamenti dei dati e delle indagini recenti suggeriscono, nel complesso, un moderato proseguimento della ripresa nell'ultimo trimestre del 2013. In prospettiva, è stata confermata la precedente valutazione della crescita economica. Ci si attende che il prodotto dell'area dell'euro mostri una lenta ripresa. In particolare, si dovrebbe osservare un certo miglioramento della domanda interna, sostenuto dall'orientamento accomodante della politica monetaria, dal lieve miglioramento delle condizioni di finanziamento e dai progressi conseguiti nel risanamento dei conti pubblici e nelle riforme strutturali. Inoltre, i redditi reali sono favoriti da una più bassa inflazione dei beni energetici. L'attività economica dovrebbe altresì beneficiare di un graduale rafforzamento della domanda di esportazioni dell'area dell'euro. Al tempo stesso, la disoccupazione nell'area rimane elevata, benché in via di stabilizzazione, e gli aggiustamenti di bilancio necessari nei settori pubblico e privato continueranno a gravare sul ritmo della ripresa economica.

I risultati dell'ultima Survey of Professional Forecasters mostrano prospettive di crescita e un tasso di disoccupazione per il 2014 e il 2015 sostanzialmente invariati rispetto alla precedente edizione dell'indagine (cfr. riquadro 8 nella sezione 3).

I rischi per le prospettive economiche dell'area dell'euro restano orientati al ribasso. L'evoluzione delle condizioni nei mercati monetari e finanziari mondiali e le connesse incertezze, specie nelle economie emergenti, potrebbero influenzare negativamente il contesto economico. Altri rischi al ribasso includono 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.

ANDAMENTI NELLA RIDUZIONE DELLA LEVA FINANZIARIA NEL SETTORE SOCIETARIO DELL'AREA DELL'EURO



Questo articolo presenta i risultati principali dello Structural Issues Report 2013 intitolato Corporate finance and economic activity in the euro area. Il rapporto è stato redatto da una Task Force del Sistema europeo delle banche centrali, che ha adottato un triplice approccio¹⁾. Il primo approccio ha esaminato l'accumulo di leva finanziaria fino all'inizio della crisi finanziaria e la sua successiva riduzione nel settore delle società non finanziarie. La riduzione della leva finanziaria societario delle imprese, mentre è stata solo piuttosto graduale nel complesso dell'area fino al secondo trimestre del 2013, appare più significativa quando si esaminano i diversi paesi e settori di attività. Di fatto, la riduzione della leva finanziaria è stata più marcata in quei paesi e settori che avevano accumulato un forte indebitamento prima della crisi e ne hanno risentito maggiormente. Il secondo approccio si spinge oltre le considerazioni a livello nazionale e settoriale, in quanto esamina il ruolo delle differenze tra le strutture e i comportamenti delle società tenendo conto di diverse caratteristiche specifiche delle imprese. Secondo il rapporto, la considerevole eterogeneità tra le società e le non linearità presenti nell'impatto della recente crisi sono elementi rilevanti da considerare per le prescrizioni sulle misure specifiche da adottare. Il terzo approccio pone a confronto gli andamenti del debito durante la crisi nell'area dell'euro con quelli osservati in occasione di altri importanti episodi storici, fornendo quindi una prospettiva più chiara sulla gravità della crisi e sui rischi connessi. Alla luce dei precedenti storici, sono attesi ulteriori aggiustamenti, specie nei paesi che hanno attraversato un periodo di forte espansione prima della crisi.

In tale contesto, i responsabili delle politiche sono impegnati in un difficile esercizio di equilibrio per predisporre i necessari aggiustamenti in linea con andamenti economici più sostenibili. Le misure di politica economica dovrebbero sostenere un processo ordinato, ma deciso, di ristrutturazione nei settori finanziario e non finanziario che sia in linea con dinamiche di crescita sostenibili nel lungo periodo. Tale ristrutturazione dovrebbe mirare soprattutto al rafforzamento dei bilanci e delle posizioni patrimoniali di banche e società non finanziarie, in quanto ciò è essenziale per il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Per migliorare la sostenibilità della ripresa economica sono inoltre necessarie riforme strutturali che siano orientate non solo a favorire la competitività e un reale potenziale di crescita, ma anche a sviluppare ulteriormente un sistema finanziario in grado di offrire una più ampia gamma di alternative di finanziamento.

I INTRODUZIONE

Il presente articolo esamina l'accumulo di leva finanziaria fino alla crisi finanziaria e analizza i progressi compiuti dalle società non finanziarie, dall'inizio della crisi, nel processo di riduzione della leva finanziaria. L'articolo dapprima analizza i progressi delle società non finanziarie nei diversi paesi e settori economici dell'area dell'euro, presentando alcune evidenze riguardanti il ritmo di aggiustamento, il contributo degli effetti di sostituzione e le vulnerabilità del settore societario. In secondo luogo, andando oltre l'eterogeneità di paesi e settori per esaminare gli andamenti dei dati a livello di impresa, l'articolo si incentra sulle differenze nella dinamica del debito tra le aziende, al fine di comprendere meglio in che misura le posizioni finanziarie e le decisioni di finanziamento hanno influenzato il rapporto di leva finanziaria delle imprese durante la crisi. Infine, l'articolo fa luce sul ruolo della dinamica della leva finanziaria delle società durante la crisi finanziaria nell'a-

1) Cfr. Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, "Corporate finance and economic activity in the euro area – Structural Issues Report 2013", *Occasional Paper Series*, n. 151, BCE, agosto 2013.

rea dell'euro, ponendo a confronto questo episodio con altre storiche crisi finanziarie gravi. In tale contesto, si individuano e analizzano le pressioni future attese verso una riduzione leva finanziaria. L'articolo si conclude con alcune indicazioni di politica monetaria, riguardanti in particolare l'impatto dell'andamento del debito delle società sull'attività economica e sulla trasmissione della politica monetaria.

La valutazione riconosce che in alcuni paesi dell'area le società hanno accumulato un livello di leva finanziaria eccessivo durante le fasi espansive, che richiede adeguamenti correttivi. Tali correzioni, ponendo rimedio alle debolezze dei bilanci, costituiscono un requisito necessario per ripristinare le condizioni di crescita sostenibile e una solida ripresa.

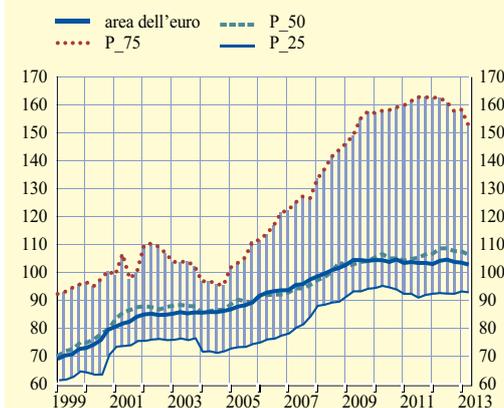
2 DEBITO E RIDUZIONE DELLA LEVA FINANZIARIA NEL SETTORE SOCIETARIO DELL'AREA DELL'EURO

I dati disponibili per l'area dell'euro mostrano che, dopo il forte aumento del grado di leva delle società non finanziarie tra il 2000 e il 2009-2010, i rapporti di leva finanziaria si sono gradualmente ridotti²⁾. Questa sezione si basa in ampia misura su dati non consolidati relativi ai conti dell'area dell'euro che includono, per quanto riguarda i rapporti di indebitamento, il debito di tutte le società non finanziarie, indipendentemente dal detentore³⁾. Rispetto a una analisi settoriale basata su dati consolidati (cfr. la sezione 4 del presente articolo), tale approccio è più vicino a un'analisi basata su microdati, che prende in esame l'impresa media o mediana. Allo stesso tempo, nei paesi dove i prestiti intersocietari rivestono particolare importanza, come Belgio e Malta, la differenza tra i due concetti è significativa⁴⁾.

Nel periodo tra il primo trimestre del 2000 e il secondo del 2008, definito come il periodo pre-crisi in questo articolo, le società non finanziarie dell'area dell'euro hanno registrato un rapido incremento del debito non consolidato, che è salito dal 73 al 100 per cento in rapporto al PIL (cfr. figura 1). L'accumulo di debito è stato notevolmente disomogeneo tra i paesi dell'area (cfr. figura 2) ed è stato sospinto da vari fattori, fra cui le attese eccessivamente ottimistiche circa l'evoluzione sul lungo periodo del reddito e della crescita, nonché le favorevoli condizioni

Figura 1 Rapporto debito/PIL delle società non finanziarie nell'area dell'euro

(su base non consolidata; valori percentuali)



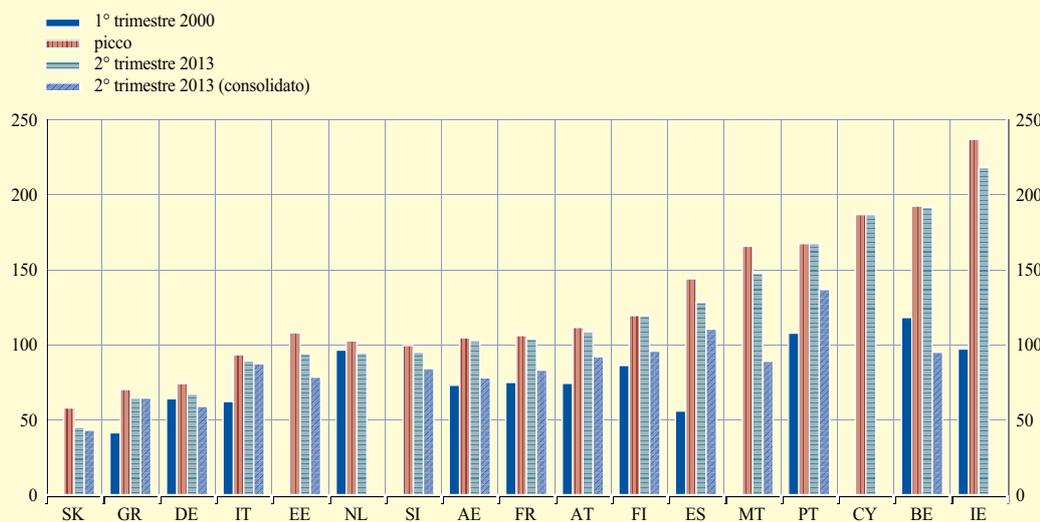
Fonte: BCE

Note: i dati sono basati sulle consistenze in essere e sulla somma mobile di quattro trimestri per il PIL. Il debito include i prestiti, i titoli di debito e le riserve accumulate a fronte di piani pensionistici. P_75, P_50 e P_25 indicano, rispettivamente, il 75°, il 50° (mediana) e il 25° percentile.

- 2) Gli ultimi conti dell'area dell'euro si riferiscono al secondo trimestre del 2013. Cfr. anche gli articoli L'indebitamento delle imprese nell'area dell'euro e La crisi finanziaria alla luce dei conti dell'area dell'euro nella prospettiva dei flussi di fondi pubblicati rispettivamente nei numeri di febbraio 2012 e ottobre 2011 di questo Bollettino, nonché Winkler, B. van Riet, A. e Bull, P., "A Flow of Funds Perspective on the Financial Crisis", vol. I e II, *Palgrave Macmillan Studies in Economics and Banking*, novembre 2013.
- 3) Per una breve rassegna degli aspetti metodologici connessi ai conti dell'area dell'euro, cfr. Structural Issues Report 2013, allegato 1.
- 4) L'elevato rapporto tra debito non consolidato e PIL delle società non finanziarie in Belgio e l'incremento di tale rapporto sono connessi a caratteristiche strutturali, come l'attrattiva del paese per i gruppi multinazionali, che hanno portato a un'ampia diffusione dei prestiti intersocietari. Nell'ambito dei paesi dell'area dell'euro la differenza tra i rapporti debito consolidato/PIL e debito non consolidato/PIL nel secondo trimestre del 2013 è stata più elevata in Belgio (97 punti percentuali) e a Malta (59 punti percentuali).

Figura 2 Rapporto debito/PIL delle società non finanziarie nei paesi dell'area dell'euro

(su base non consolidata, salvo diversa indicazione; valori percentuali; ordine basato sul valore non consolidato al 2° trimestre 2013)



Fonte: BCE

Note: il picco indica il valore massimo specifico per paese tra il primo trimestre del 2000 e il secondo trimestre del 2013. Per debito non consolidato si intendono prestiti, titoli di debito e riserve accumulate a fronte di piani pensionistici. Per debito consolidato si intendono prestiti (esclusi quelli intersocietari), titoli di debito e riserve accumulate a fronte di piani pensionistici. I dati sono basati sugli importi in essere. Per ragioni di disponibilità dei dati, la prima barra, nel caso dell'Irlanda, indica il primo trimestre del 2001 e, nel caso della Grecia, il secondo trimestre del 2000. I dati relativi a Estonia, Cipro, Lussemburgo, Malta, Slovenia e Slovacchia sono disponibili solo in parte. I dati sul debito consolidato di Irlanda, Cipro e Paesi Bassi non sono disponibili. Per "AE" si intende l'area dell'euro.

del credito e dei mercati finanziari. Inoltre, in alcuni paesi dell'area, come Irlanda e Spagna, l'esuberanza dei mercati immobiliari ha alimentato ulteriormente l'accumulo di debito. Questa impennata della leva finanziaria ha avuto un ruolo essenziale nel creare le condizioni all'origine della crisi finanziaria iniziata nel 2008, oltre a esercitare un forte impatto sulla natura, la severità e la persistenza della recessione economica in alcuni paesi dell'area (cfr. sezione 4).

Il rapporto tra debito delle società non finanziarie e PIL ha continuato ad aumentare anche dopo lo scoppio della crisi finanziaria, toccando il livello massimo del 105 per cento solo nel 2009-2010. Ciò ha rispecchiato un profilo "normale" della riduzione lievemente ritardata del livello di indebitamento, riconducibile principalmente al ritardo dell'andamento del credito bancario in corrispondenza dei punti di svolta dell'attività economica. L'aumento dell'indice di leva finanziaria si spiega anche con la brusca contrazione del PIL reale (ossia l'effetto denominatore). Un quadro simile si delinea quando si analizza il rapporto fra debito e margine operativo lordo, che è connesso più specificamente al grado di indebitamento rispetto alla situazione reddituale dell'impresa e quindi alla capacità del settore societario dell'area dell'euro di ripagare il proprio debito⁵.

Sebbene si osservi solo una lieve correzione per le società non finanziarie nell'insieme dell'area dell'euro, il quadro della riduzione della leva finanziaria societaria appare più preciso: 1) a livello nazionale, 2) per settore di attività, 3) quando si analizzano gli effetti di sostituzione nel finanziamento delle imprese, e 4) se si distinguono gli effetti sul grado di leva dovuti a transazioni dagli effetti di valutazione.

5) Sebbene il rapporto tra debito e margine operativo lordo abbia un contenuto informativo più specifico, l'analisi dei rapporti tra debito e reddito è basata sul rapporto debito/PIL a causa della mancata disponibilità dei dati relativi ad alcuni paesi dell'area dell'euro.

RIDUZIONE DEL GRADO DI LEVA: PROGRESSI COMPIUTI DALLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE DELL'AREA DELL'EURO

Il ritmo di correzione della leva finanziaria societario rispetto ai picchi raggiunti prima della crisi è stato molto diverso tra i paesi dell'area dell'euro (cfr. figura 2). Nel secondo trimestre del 2013 le società non finanziarie hanno registrato progressi nella riduzione degli elevati rapporti debito/PIL in Spagna (-11 per cento dal picco, al 128 per cento del PIL), a Malta (-11 per cento, al 148 per cento del PIL) e in Irlanda (-8 per cento, al 218 per cento del PIL), mentre in altri paesi come Portogallo (167 per cento del PIL) e Cipro (187 per cento del PIL) la debolezza dell'attività economica ha impedito la riduzione degli indici di leva finanziaria delle società fino al secondo trimestre del 2013. Allo stesso tempo, gli indici di leva finanziaria in questi paesi sono rimasti nettamente al di sopra del livello medio per l'area dell'euro.

RIALLOCAZIONE DI FONDI TRA SETTORI DI ATTIVITÀ ECONOMICA

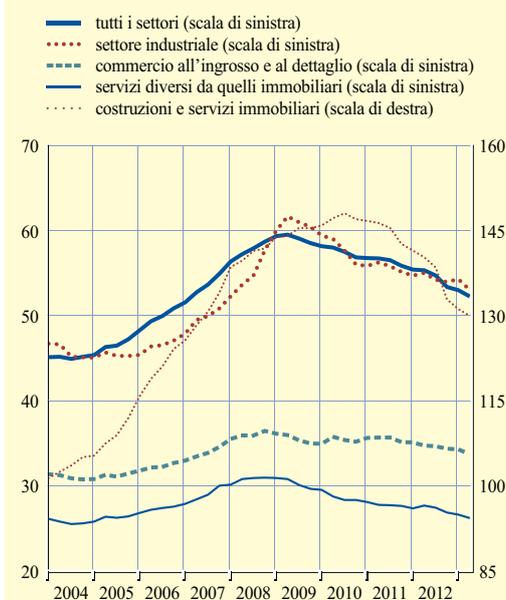
Gli aggregati macroeconomici relativi a tutto il settore delle società non finanziarie celano la riallocazione di fondi avvenuta tra i settori produttivi e le imprese dell'area dell'euro. I settori sovraindebitati hanno teso a ridurre la leva finanziaria più sensibilmente rispetto a quelli meno indebitati. Di fatto, i settori delle costruzioni e dei servizi immobiliari, e in misura minore il comparto industriale, hanno ridotto notevolmente i rapporti tra prestiti delle IFM e valore aggiunto lordo rispetto ai rispettivi picchi (cfr. figura 3)⁶. La leva finanziaria delle imprese nei settori delle costruzioni e dei servizi immobiliari ha raggiunto livelli massimi in Irlanda, Spagna, a Cipro e Malta, principalmente a causa della forte espansione del mercato immobiliare residenziale prima della crisi finanziaria.

EFFETTI DI SOSTITUZIONE NEL FINANZIAMENTO DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE DURANTE LA CRISI

Ulteriori evidenze circa il ritmo di riduzione della leva finanziaria delle società non finanziarie durante la crisi finanziaria si possono ricavare analizzando le transazioni in strumenti finanziari delle società, che rivelano variazioni iniziali ma potenzialmente rilevanti nelle strutture di finanziamento. In generale, sviluppare un sistema finanziario che offra una più ampia gamma di alternative e strumenti di finanziamento può contribuire a diversificare le fonti di finanziamento delle imprese e quindi a rafforzare la tenuta del settore societario a fronte di bruschi cambiamenti delle condizioni di credito. Nello specifico, in un contesto caratterizzato dall'inasprimento dei criteri di erogazione del credito bancario a seguito delle incertezze macroeconomiche e dalla elevata avversione al rischio delle banche durante la crisi finanziaria, le imprese hanno parzialmente sostituito i prestiti bancari con altre fonti

Figura 3 Rapporto tra prestiti delle IFM e valore aggiunto lordo nei vari settori economici dell'area dell'euro

(valori percentuali)



Fonte: BCE

Note: i settori sono definiti in base alla classificazione NACE Revisione 2. I dati si basano sui prestiti in essere delle IFM e sulla somma mobile di quattro trimestri del valore aggiunto lordo.

6) A causa della mancanza di dati, il rapporto di indebitamento delle società non finanziarie nei vari settori di attività si riferisce al rapporto tra i prestiti delle IFM e il valore aggiunto lordo.

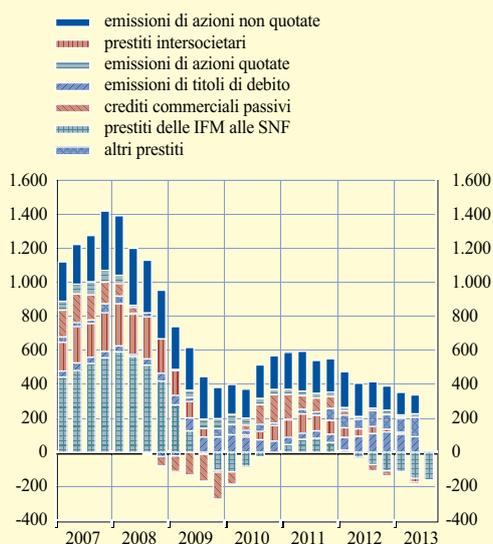
di finanziamento (cfr. figura 4). Ciò ha avuto un ruolo nell'attenuare gli effetti avversi della crisi finanziaria sul finanziamento delle società e quindi può essere considerato un margine di aggiustamento utilizzato dalle società non finanziarie per far fronte alle tensioni derivanti dagli intermediari finanziari. Allo stesso tempo, gli effetti di sostituzione sono stati diversi fra i vari paesi dell'area e sono rimasti nel complesso contenuti, riflettendo in parte la debole domanda di finanziamenti esterni da parte delle società, nonché le difficoltà di accesso ai mercati incontrate dalle piccole e medie imprese.

DISTINZIONE TRA VARIAZIONI DEI RAPPORTI DI LEVA FINANZIARIA DOVUTE A TRANSAZIONI E VALUTAZIONI

Gli indici di leva finanziaria delle società, come il rapporto tra debito e attività totali, generalmente evolvono in modo più volatile rispetto ai rapporti debito/reddito, perché sono fortemente influenzati da effetti di valutazione⁷⁾. Il rapporto fra debito e attività è informativo perché le attività possono essere cedute da un'azienda per fare provvista di liquidità. Inoltre, esse possono essere usate come garanzia e contribuire positivamente alle disponibilità di finanziamento delle imprese. Nell'area dell'euro il rapporto tra debito e attività totali delle società non finanziarie è aumentato durante la crisi finanziaria, raggiungendo un massimo del 37,4 per cento nel primo trimestre del 2009, per poi calare di nuovo come mostrano i dati fino al secondo trimestre del 2013 (cfr. la figura 5). Ancor più del rapporto tra debito e attività totali, quello tra debito e capitale di rischio delle società non finanziarie ha registrato forti oscillazioni durante il periodo in esame a causa dell'impatto delle variazioni di valutazione del capitale di rischio⁸⁾. In termini di struttura patrimoniale,

Figura 4 Finanziamento delle società non finanziarie nell'area dell'euro: evidenze relative agli effetti di sostituzione

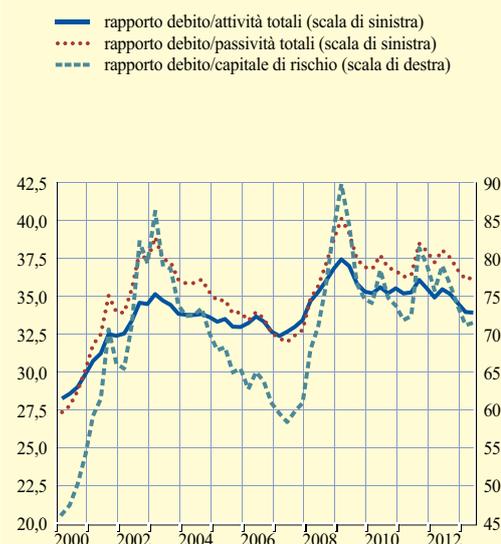
(somme mobili delle transazioni di quattro trimestri; in miliardi di euro)



Fonte: BCE

Figura 5 Indici di indebitamento delle società non finanziarie dell'area dell'euro

(su base non consolidata; valori percentuali)



Fonte: BCE

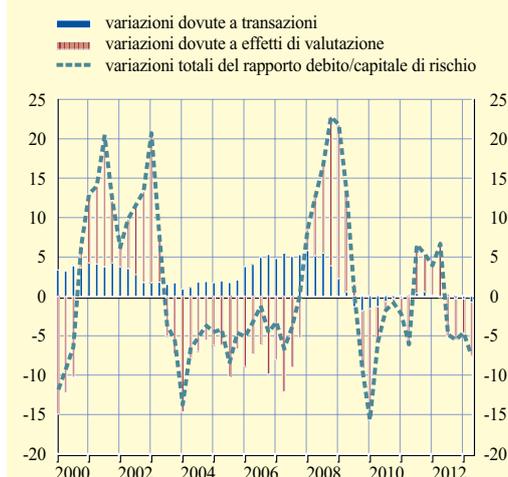
Note: per debito si intendono prestiti, titoli di debito e riserve accumulate a fronte di piani pensionistici. Per attività totali si intendono le attività finanziarie più le immobilizzazioni.

- 7) Nei conti dell'area dell'euro le attività e le passività finanziarie sono valutate ai prezzi di mercato correnti.
8) Il rapporto debito/capitale di rischio al valore di mercato può essere utilizzato per calcolare il debito societario rispetto al flusso atteso di redditi generati da un'azienda, indicando il valore di mercato percepito di un'impresa.

il capitale di rischio rappresenta il 50 per cento delle passività totali delle società non finanziarie, con una percentuale di azioni non quotate molto più elevata rispetto a quella delle azioni quotate (rispettivamente, il 36 a fronte del 14 per cento delle passività totali delle imprese nel secondo trimestre del 2013)⁹⁾. Per comprendere meglio l'andamento della leva finanziaria, si distinguono le variazioni del rapporto debito/capitale di rischio basate su transazioni (sotto forma di flusso netto di capitale di rischio e variazioni nel finanziamento del debito) da quelle basate su effetti di valutazione¹⁰⁾ (cfr. figura 6). Dopo un incremento della leva finanziaria legato a transazioni dal 2004 sostanzialmente fino allo scoppio della crisi finanziaria, le transazioni in azioni e titoli di debito hanno contribuito soprattutto al calo del rapporto debito/capitale di rischio delle società non finanziarie dell'area dell'euro attraverso il rimborso del debito e l'emissione di azioni a partire dal 2008. Tuttavia, la riduzione della leva finanziaria delle società non finanziarie è stata gravemente ostacolata dalla riduzione dei prezzi delle azioni tra il 2008 e il 2009, che ha determinato un aumento generale del rapporto tra debito e capitale di rischio. Il calo complessivo del rapporto tra il quarto trimestre del 2009 e il secondo trimestre del 2011, e ancora tra il terzo trimestre del 2012 e il secondo del 2013, è ascrivibile principalmente a plusvalenze da valutazione nei mercati azionari.

Figura 6 Variazioni e contributi alle variazioni del rapporto debito/capitale di rischio delle società finanziarie nell'area dell'euro

(su base non consolidata; punti percentuali; somma mobile di quattro trimestri)



Fonte: BCE

Note: i dati si basano sugli importi in essere e sulle consistenze nozionali. Le consistenze nozionali sono calcolate sommando le operazioni agli importi in essere per un periodo base (il primo trimestre del 2000).

VALUTARE LA VULNERABILITÀ DEL DEBITO DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

Per valutare la sostenibilità della leva finanziaria delle imprese è necessario considerare una serie di indicatori relativi alle vulnerabilità delle imprese dovute al loro livello di indebitamento. Tali indicatori includono, in particolare, l'onere per interessi, la struttura per scadenze del debito e l'incidenza del debito a tassi variabili.

In primo luogo, l'onere per interessi delle società non finanziarie dell'area dell'euro, definito come la quota di reddito destinato all'onere per gli interessi sui debiti, è diminuito dal 22 per cento alla fine del 2008 al 13 per cento alla fine del secondo trimestre del 2013, principalmente per effetto dei bassi tassi di interesse e della riduzione della leva finanziaria. Esistono differenze sostanziali tra i paesi dell'area dell'euro (cfr. figura 7). L'aumento dell'onere per interessi ha raggiunto è stato maggiore in Irlanda, Spagna e Portogallo. La percentuale di reddito che le imprese hanno dovuto destinare all'onere per interessi è aumentata di circa 20 punti percentuali nel periodo dal 2000 alla seconda metà del 2008, quando ha toccato i livelli massimi nei rispettivi paesi. Ciò a sua volta riflette le tensioni sul costo del finanziamento per le società non finanziarie in questi paesi. L'onere

9) Mentre le azioni quotate sono utilizzate principalmente dalle imprese di grandi dimensioni, quelle non quotate non sono scambiate sui mercati finanziari e sono caratterizzate da una notevole eterogeneità tra i paesi dell'area dell'euro.

10) Gli effetti di valutazione sulle consistenze in essere dei titoli di debito e/o azionari includono le plusvalenze o le minusvalenze a causa delle variazioni dei prezzi di mercato o di altre variazioni, come le svalutazioni dei debiti.

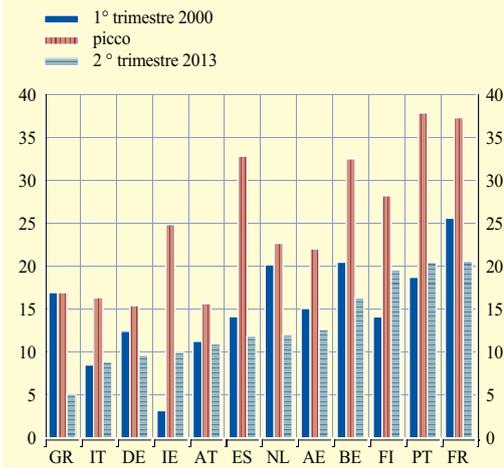
per interessi è generalmente diminuito rispetto a questi picchi, come mostrano i dati relativi al secondo trimestre del 2013, rispecchiando la trasmissione delle riduzioni dei tassi di interesse e alcuni miglioramenti delle condizioni creditizie relative alle imprese.

In secondo luogo, per quanto riguarda la struttura per scadenze di attività e passività delle società non finanziarie, una elevata quota di finanziamento a breve termine rispetto al finanziamento totale espone a possibili rischi di rifinanziamento e potrebbero dare origine a carenze di liquidità in condizioni di tensione di mercato. A livello dell'area dell'euro la quota di debito a breve termine rispetto al debito totale delle società non finanziarie è diminuita dal 33 per cento nel 2000 al 24 per cento alla fine del secondo trimestre del 2013. Pertanto, almeno da questo punto di vista, le società non finanziarie sembrano essere relativamente ben protette a fronte di brusche variazioni delle condizioni di finanziamento a breve termine.

In terzo luogo, nonostante il finanziamento a breve termine rappresenti una percentuale modesta del finanziamento totale, i rischi di tasso di interesse potrebbero essere ancora significativi se un'ampia quota del debito a lungo termine è finanziata a tassi variabili invece che fissi. La figura 8 mostra la distribuzione per scadenze di tutti i prestiti bancari in essere e la proporzione dai prestiti delle IFM

Figura 7 Onere per interessi delle società non finanziarie nei paesi dell'area dell'euro

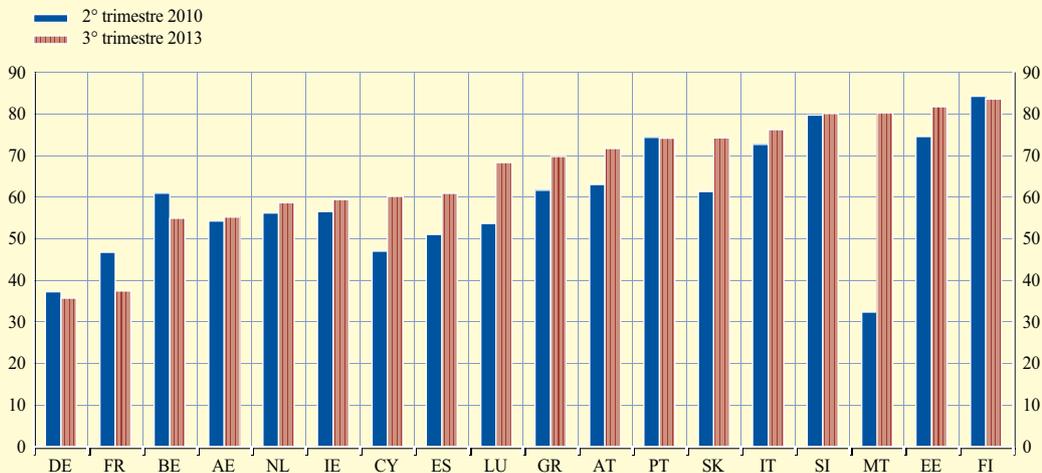
(valori percentuali; spesa lorda per interessi/margine operativo lordo; ordine basato sul valore al 2° trimestre 2013)



Fonte: BCE
 Note: il picco indica il valore massimo specifico per paese tra il primo trimestre del 2000 e il secondo del 2013. Mancano i dati per Estonia, Cipro, Lussemburgo, Malta, Slovenia e Slovacchia. Per "AE" si intende l'area dell'euro.

Figura 8 Quota di prestiti a breve e a lungo termine a tassi variabili rispetto ai prestiti totali delle IFM alle società non finanziarie

(valori percentuali; ordine basato sul valore al 3° trimestre 2013)



Fonte: BCE
 Note: : dati basati sugli importi in essere. Per "AE" si intende l'area dell'euro.

concessi a breve e a lungo termine a tasso variabile. Tra il secondo trimestre del 2010 (l'inizio della serie di dati) e il terzo trimestre del 2013 la media per l'area dell'euro è aumentata solo marginalmente, dal 54 al 55 per cento. La situazione varia ampiamente tra i paesi dell'area dell'euro, considerando che la quota di prestiti finanziati a tassi variabili è relativamente contenuta in Germania e Francia, mentre è massima in Estonia e Finlandia. L'elevata quota di finanziamento a tassi variabili, se da un lato ha consentito alle società di beneficiare del calo dei tassi di riferimento di mercato (come l'Euribor) durante la crisi, dall'altro le rende potenzialmente più vulnerabili agli aumenti del tasso di interesse.

In generale, nell'insieme dell'area dell'euro si osserva solo un graduale aggiustamento del debito fino al secondo trimestre del 2013, mentre la riduzione della leva finanziaria delle imprese appare più marcata a livello dei singoli paesi o nei differenti settori di attività. Di fatto, l'accumulo di debito prima della crisi è stato particolarmente significativo in alcuni paesi (come Irlanda e Spagna) e comparti (specie quelli delle costruzioni e dei servizi immobiliari), che sono stati più duramente colpiti dalla crisi e hanno ridotto maggiormente la leva finanziaria fino al secondo trimestre del 2013.

3 ANDAMENTO DELLA LEVA FINANZIARIA IN BASE ALLE CARATTERISTICHE DELLE IMPRESE

Un'analisi più approfondita rivela che le differenze a livello nazionale e settoriale celano forti eterogeneità tra le singole imprese, che riflettono una serie di caratteristiche proprie delle aziende. Focalizzare l'attenzione su tali fattori è fondamentale per comprendere meglio se e in che misura le singole imprese hanno risentito di problemi di finanziamento e delle incertezze economiche generali dall'inizio della crisi, nonché delle persistenti vulnerabilità derivanti dalle sfide relative al finanziamento delle società¹¹⁾.

La letteratura economica sulla struttura finanziaria delle imprese individua numerosi fattori che potrebbero spiegare l'elevato grado di eterogeneità della leva finanziaria (cfr. riquadro 1). Alcuni di questi fattori sono specifici per le imprese, come la redditività, la volatilità e la prevedibilità dei fondi interni, le tipologie di attività da finanziare e la disponibilità degli imprenditori ad accettare nuovi investitori in azioni che potrebbero rivendicare diritti di controllo. Altri fattori sono generalmente comuni alle imprese appartenenti allo stesso settore di attività, come la quota di capitale circolante e le immobilizzazioni necessarie per lo svolgimento dell'attività. Infine, la leva finanziaria delle imprese potrebbe essere influenzata anche dalle caratteristiche del contesto istituzionale, giuridico e finanziario in cui esse operano¹²⁾.

L'analisi condotta in questa sezione si basa sui dati di bilancio delle imprese ricavati dalla banca dati Amadeus di Bureau van Dijk. Il campione raccoglie circa 13,8 milioni di osservazioni annuali effettuate tra il 2001 e il 2011 su 2,5 milioni di imprese in 17 paesi¹³⁾.

- 11) Per informazioni più dettagliate sui dati a livello di impresa utilizzati per questo articolo, cfr. Structural Issues Report 2013, allegato 3.
- 12) Sono normalmente inclusi fattori a livello nazionale, come lo sviluppo di mercati finanziari, i tipi di rapporti tra imprese e investitori, gli oneri e le strutture fiscali, nonché l'efficacia del sistema adottato per far rispettare i diritti di creditori e azionisti. Cfr., fra l'altro, Bancel, F. e Mittoo, U., "Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms", *Financial Management*, vol. 33, n. 4, 2004, pagg. 103-132; Fan, J.P.H., Titman, S. e Twite, G.J., "An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices", *NBER Working Papers*, n. 16445, 2010; De Jong, A., Kabir, R. e Nguyen, T.T., "Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants", *Journal of Banking and Finance*, vol. 32, n. 9, settembre 2008, pagg. 1954-1969; e Giannetti, M., "Do Better Institutions Mitigate Agency Problems? Evidence from Corporate Finance Choices", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, n. 1, marzo 2003, pagg. 185-212.
- 13) Il principale vantaggio della banca dati Amadeus predisposta da Bureau van Dijk è l'inclusione di informazioni finanziarie comparabili tra società pubbliche e private in vari paesi. Il campione usato nella sezione comprende principalmente imprese non finanziarie non quotate che non appartengono ai settori dell'agricoltura, della silvicoltura, della pesca e dell'estrazione mineraria. Per informazioni più dettagliate sui dati, cfr. Structural Issues Report 2013, allegato 3.

Riquadro

PERCHÉ LA STRUTTURA FINANZIARIA È UN FATTORE RILEVANTE¹⁾

Il punto di partenza di tutte le analisi sulla struttura finanziaria delle società è il teorema di Modigliani-Miller (1958). Il teorema afferma che, in presenza di mercati dei capitali perfetti e di un regime fiscale neutrale, la struttura finanziaria non influisce sul valore di un'azienda, né sul costo del capitale. Se si allentano le ipotesi vincolanti alla base del teorema, è possibile individuare i fattori che rendono non indifferenti le strutture di finanziamento delle imprese e i fattori di fondo che le determinano. Ad esempio, secondo la teoria del trade-off (Jensen e Meckling, 1975) le società fissano un livello obiettivo di leva finanziaria in corrispondenza del quale i vantaggi di natura fiscale ricavati dall'incremento del debito compensano al margine i costi derivanti da possibili tensioni finanziarie. La teoria del pecking order (ordine gerarchico) (Myers e Majluf, 1984, e Myers, 1984) afferma che le asimmetrie informative tra investitori o creditori e direzione aziendale possono influire sulla struttura finanziaria. Poiché le asimmetrie informative determinano un aumento dei costi di finanziamento, le società preferiscono l'autofinanziamento al finanziamento esterno e, dato che il finanziamento del debito comporta costi minori e nessun azionista esterno, esse scelgono i titoli di debito invece degli azionari se sono necessari fondi esterni. Secondo tali teorie una serie di caratteristiche specifiche delle imprese dovrebbero contribuire a determinare la struttura finanziaria di una società. Gli studi empirici suggeriscono che la leva finanziaria sia influenzata negativamente dalla redditività e dalle opportunità di crescita a livello di impresa, ma positivamente dalle dimensioni dell'azienda (ad esempio, il valore contabile delle attività) e dalla tangibilità dell'attivo. Anche gli effetti legati ai settori industriali hanno un ruolo, in quanto i rapporti di indebitamento delle imprese variano a seconda dei comparti di appartenenza. Mentre gran parte di tali effetti sono pressoché in linea con la teoria del trade-off, l'effetto della redditività indica l'esistenza di un ordine gerarchico nelle decisioni finanziarie. Inoltre, gli studi hanno spesso rilevato che le imprese convergono verso un rapporto di indebitamento obiettivo che corrisponde a quello della teoria del trade-off.

Dal punto di vista della stabilità finanziaria, un aspetto da considerare è il rapporto esistente tra leva finanziaria e la probabilità di insolvenza. Con la crescita dell'indebitamento, la capacità di rimborso dei prenditori diviene progressivamente più sensibile al calo del reddito e delle vendite e, specie nel caso dei debiti a tasso variabile, il tasso di interesse aumenta (Cecchetti et al. 2011). Inoltre, durante una recessione economica, è probabile che le pressioni dei costi per il servizio del debito inducano le società con elevata leva finanziaria a ridurre gli investimenti (e forse la produzione e l'occupazione) in misura maggiore rispetto alle imprese con minore leva; pertanto, una elevata leva finanziaria potrebbe rendere meno stabile l'economia (Bernanke e Campbell, 1988). In un'ottica congiunturale, una elevata leva finanziaria potrebbe determinare un eccesso di debito (debt overhang) (Myers, 1977). Se una società ha un leva finanziaria eccessivo, potrebbe trovarsi nell'impossibilità di indebitarsi ulteriormente per finanziare progetti futuri, anche se tali progetti generassero un valore netto attuale positivo, perché gli utili attesi verrebbero utilizzati per il servizio delle passività in essere. Per l'economia nel suo complesso, la conseguente riduzione degli investimenti potrebbe frenare la crescita economica.

Secondo studi recenti (ad esempio, De Jong et al., 2011, e Almeida e Campello, 2010) le verifiche delle teorie sulle strutture finanziarie dovrebbero focalizzarsi su prove congiunte di varie ipotesi che siano in grado di distinguere tra le differenti predizioni teoriche. De Jong et al. (2011) affermano che la teoria del pecking order illustra meglio l'emissione di titoli di debito, mentre la teoria del trade-

1) Per informazioni dettagliate sui riferimenti citati nel riquadro, cfr. Structural Issues Report 2013.

off prevede con maggiore precisione le decisioni relative al riacquisto dei titoli di debito. Secondo Byoun (2008), tuttavia, man mano che un'impresa si avvicina al proprio rapporto di leva finanziaria obiettivo, il ritmo di aggiustamento diviene più rapido in presenza di un disavanzo di finanziamento a un livello di leva finanziaria inferiore all'obiettivo e un'eccedenza di finanziamento a un livello di leva finanziaria superiore all'obiettivo. Inoltre, il ritmo di aggiustamento quando i livelli di leva finanziaria sono al di sopra dell'obiettivo sono più sostenuti rispetto a quando i livelli sono al di sotto dell'obiettivo. Inoltre, le società che presentano un disavanzo (avanzo) finanziario tendono ad aumentare (diminuire) il debito quale che sia il suo livello rispetto all'obiettivo. Pertanto, elementi di entrambe le teorie sembrano essere validi. Infine, Lemmon e Zender (2010) forniscono indicazioni a favore della teoria del pecking order. Dopo aver distinto le imprese vincolate finanziariamente da quelle non vincolate, gli autori mostrano che queste ultime correggono i disavanzi finanziari quasi interamente con l'indebitamento, mentre le prime (generalmente le imprese più piccole) ricorrono, in ampia misura, all'emissione di titoli azionari, spinte dai timori circa la capacità di indebitamento e dalle loro consistenti prospettive di crescita.

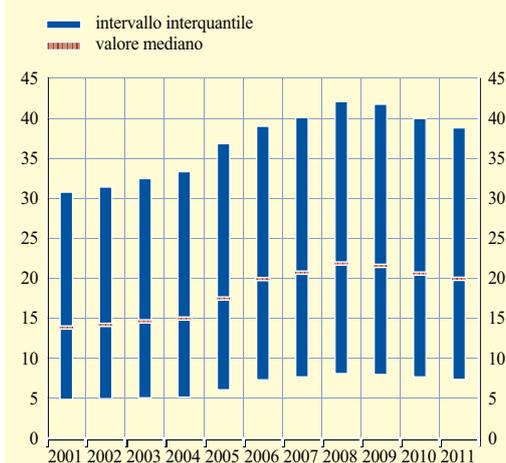
ANDAMENTI DEL RAPPORTO DI LEVA FINANZIARIA E DELLA SUA RIDUZIONE NELLE AZIENDE DELL'AREA DELL'EURO

Per tutto il periodo in esame circa un terzo delle società non ha presentato alcun rapporto di leva finanziaria¹⁴⁾; le microimprese e le aziende giovani¹⁵⁾ rappresentano rispettivamente il 41 e il 44 per cento di tali società. Il livello mediano di leva finanziaria per le imprese con debiti, rispecchiando la dinamica del rapporto tra debito e attività totali descritto nella sezione precedente, è aumentato costantemente di 8 punti percentuali tra il 2001 e il 2008, collocandosi al 22 per cento, per effetto delle condizioni favorevoli sui mercati creditizi e finanziari. Dal 2008 l'indicatore è sceso al 20 per cento, principalmente di riflesso alla debole dinamica dei prestiti delle IFM (cfr. figura 9).

Il rapporto di leva finanziaria di una tipica impresa diminuisce con l'età e con le vendite (cfr. figure 10a e 10b). Tali evidenze, insieme all'elevata quota di aziende giovani e di piccole dimensioni senza debiti finanziari, confermano la diffusa opinione secondo cui queste aziende incontrano maggiori ostacoli per ottenere finanziamenti e, laddove prendano a prestito risorse, ricorrono ampiamente all'indebitamento bancario per finanziare la propria operatività. Le imprese con volumi di vendite molto consistenti (che indicano presumibilmente un forte fabbisog-

Figura 9 Rapporto di leva finanziaria delle società non finanziarie nell'area dell'euro

(valori percentuali)



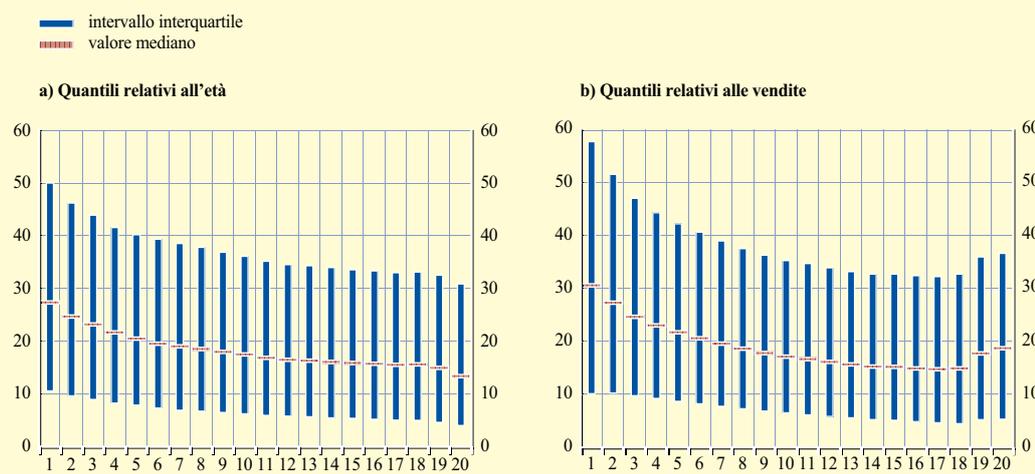
Fonti: banca dati Amadeus di Bureau van Dijk ed elaborazioni della BCE.

Note: per leva finanziaria si intende la somma dei debiti a breve e a lungo termine, divisa per le attività totali. Sono escluse le imprese che non presentano debiti finanziari. Per intervallo interquartile si intende la differenza tra il 75° e il 25° percentile.

- 14) Per leva finanziaria si intende la somma dei debiti a breve e a lungo termine, divisa per le attività totali. Dalla definizione sono esclusi i debiti commerciali e gli accantonamenti. Tale definizione si avvicina a quella del rapporto tra debito e attività totali analizzata nella sezione precedente, da cui sono esclusi tuttavia gli accantonamenti.
- 15) La classificazione per dimensioni è ricavata dalla definizione della Commissione europea e prevede quattro categorie di imprese: micro, piccole, medie e grandi. Per una descrizione più dettagliata, cfr. Structural Issues Report 2013, allegato 3. Le aziende giovani sono quelle in attività da meno di tre anni.

Figura 10 Rapporto di leva finanziaria delle società non finanziarie nell'area dell'euro, ripartite per età e vendite

(valori percentuali)



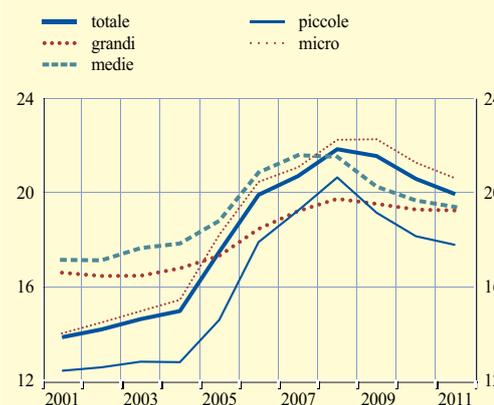
Note: per leva finanziaria si intende la somma dei debiti a breve e a lungo termine, divisa per le attività totali. Sono escluse le imprese che non hanno debiti finanziari. Per intervallo interquartile si intende la differenza tra il 75° e il 25° percentile.

gno finanziario per investimenti e capitale circolante) presentano livelli più elevati di leva finanziaria. La figura 11 mostra gli andamenti nel tempo della leva finanziaria in base alle dimensioni delle imprese. Pur rimanendo sostanzialmente stabile tra il 2001 e il 2004, l'indebitamento societario è aumentato sensibilmente tra le imprese più piccole dell'area dell'euro. Segnali di riduzione del rapporto di leva finanziaria si osservano a partire dal 2009, sebbene l'indice di leva finanziaria sia rimasto elevato in una prospettiva storica.

Per valutare in che misura tale profilo è comune tra le imprese con alti e bassi livelli di leva finanziaria, la tavola 1 mostra l'andamento degli indici di leva finanziaria scomposti per dimensioni di impresa. È interessante notare che il ritmo di riduzione della leva finanziaria è coerente con quello di aumento della leva per le imprese per cui era minore, indipendentemente dalle loro dimensioni. Di fatto, la leva finanziaria media delle aziende che inizialmente presentavano livelli di debito nulli o bassi ha continuato ad aumentare dall'inizio della crisi, mentre le imprese che inizialmente presentavano elevati livelli di leva finanziaria hanno iniziato a ridurla quasi immediatamente. Tutte le imprese con un elevato rapporto tra debito e attività totali, indipendentemente dalle loro dimensioni, sono state interessate da un processo di riduzione della leva finan-

Figura 11 Rapporto di leva finanziaria delle società finanziarie nell'area dell'euro per dimensioni

(valori mediani; valori percentuali)



Fonti: banca dati Amadeus di Bureau van Dijk ed elaborazioni della BCE.

Note: cfr. figura 9. Le categorie dimensionali sono definite utilizzando le informazioni su fatturato, attività e numero di occupati (se presenti). Per compensare le differenze di inflazione, i valori relativi a fatturato e attività sono calcolati in termini reali, utilizzando il deflatore del PIL (l'anno di riferimento è il 2000). La classificazione è basata sui limiti massimi stabiliti dalla Commissione europea. Le microimprese hanno meno di dieci dipendenti e fatturato o attività inferiori a 2 milioni di euro. Le piccole imprese hanno meno di 50 dipendenti e fatturato o attività inferiori a 10 milioni di euro, mentre le medie imprese hanno meno di 250 dipendenti, un fatturato inferiore a 50 milioni di euro e attività inferiori a 43 milioni di euro. Le società sopra queste soglie sono considerate grandi.

Tavola I Rapporti di leva finanziaria prima e dopo la crisi, scomposti per dimensioni delle imprese e della leva finanziaria

(valori percentuali)

	2007	2008	2009	2010	2011
Tutte le imprese con					
leva finanziaria nulla nel 2007	0,00	3,60	4,90	5,60	6,20
leva finanziaria bassa nel 2007	9,80	11,10	11,60	11,50	11,90
leva finanziaria alta nel 2007	44,90	37,90	34,60	30,60	29,00
Scomposizione per dimensioni					
Microimprese con					
leva finanziaria nulla nel 2007	0,00	3,60	5,00	5,70	6,30
leva finanziaria bassa nel 2007	9,90	11,10	11,60	11,40	11,90
leva finanziaria alta nel 2007	45,70	38,00	34,50	30,00	28,30
Piccole e medie imprese con					
leva finanziaria nulla nel 2007	0,00	3,50	4,70	5,40	5,80
leva finanziaria bassa nel 2007	9,50	11,40	11,70	11,70	11,90
leva finanziaria alta nel 2007	42,30	37,50	34,90	32,10	30,80
Società grandi con					
leva finanziaria nulla nel 2007	0,00	2,50	2,80	4,10	4,00
leva finanziaria bassa nel 2007	8,70	10,40	10,90	11,50	12,10
leva finanziaria alta nel 2007	41,30	38,00	35,80	35,20	34,00

Fonti: banca dati Amadeus di Bureau van Dijk ed elaborazioni della BCE.

Note: per rapporto di leva finanziaria si intende la somma dei debiti a breve e a lungo termine, divisa per le attività totali. Le imprese con leva finanziaria bassa nel 2007 sono quelle che nell'anno hanno avuto un rapporto di leva finanziaria positivo inferiore alla mediana (tra le società indebitate) nel settore corrispondente e nel paese in cui hanno operato. Le imprese con leva finanziaria alta nel 2007 sono quelle che nell'anno hanno avuto un rapporto di leva finanziaria positivo superiore alla mediana (tra le società indebitate) nel settore corrispondente e nel paese in cui hanno operato. Le dimensioni delle società corrispondono a quelle fornite nella figura 11.

ziaria. Tuttavia, tale processo è stato più pronunciato per le piccole, medie e micro imprese rispetto a quelle più grandi, a conferma del fatto che le aziende fanno affidamento sui prestiti bancari e su altre fonti di finanziamento in misura diversa a seconda delle loro dimensioni.

Il profilo delle aziende con indebitamento nullo durante la crisi conferma e integra le recenti evidenze relative alle imprese con flessibilità finanziaria. In particolare, è stato osservato che le società che hanno accumulato capacità di indebitamento inutilizzata, avendo utilizzato prudentemente la leva finanziaria per diversi anni prima della crisi, sono quelle in grado di ottenere finanziamenti esterni ed effettuare investimenti quando si presentano opportunità di crescita, pur in presenza di un peggioramento delle prospettive macroeconomiche¹⁶⁾. Tali risultati, pertanto, rendono più complessa la valutazione dei benefici ricavati dalla riduzione della leva finanziaria e suggeriscono che il ritmo di riduzione del rapporto di leva finanziaria totale potrebbe essere compatibile con quello dell'aumento della leva finanziaria in un particolare momento per le imprese con flessibilità finanziaria.

FATTORI DETERMINANTI PER LE DECISIONI SULLA LEVA FINANZIARIA DELLE IMPRESE ED IMPATTO DELLA CRISI

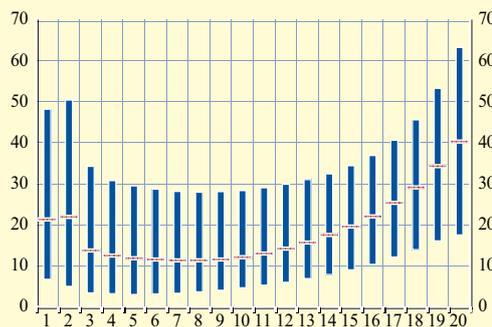
Come illustrato nel riquadro, una serie di caratteristiche specifiche delle imprese possono contribuire a determinare la struttura finanziaria di una società. Le imprese con bassa o alta redditività operativa tendono a presentare un grado di leva finanziaria minore rispetto a quelle con redditività

16) Cfr. Ferrando, A., Marchica, M.T. e Mura, R., "Financial flexibility across the euro area and the United Kingdom", *Working Paper Series*, n. 1630, BCE, 2014. Utilizzando un campione simile di società non finanziarie dell'area dell'euro, gli autori affermano che durante la recente crisi finanziaria tutte le imprese hanno ridotto mediamente gli investimenti rispetto ai quattro anni precedenti. Tuttavia, sembra che le aziende finanziariamente flessibili (quelle che prima delle crisi avevano utilizzato prudentemente la leva finanziaria) siano state in grado di disinvestire in misura nettamente inferiore rispetto alle altre. Nel periodo 2007-2010 hanno ridotto la spesa in conto capitale di circa 6,8 punti percentuali, mentre le altre imprese l'hanno contratta di circa 14,4 punti percentuali. Inoltre, le imprese con flessibilità finanziaria sono state meno esposte alle imperfezioni di mercato anche durante la recente grave crisi, perché la sensibilità degli investimenti al cash flow è stata inferiore rispetto alle altre società.

Figura 12 Rapporto di leva finanziaria delle società non finanziarie nell'area dell'euro, scomposte per redditività e tangibilità delle attività

(valori percentuali)

— intervallo interquartile
— valore mediano

a) Quantili relativi alla redditività**b) Quantili relativi alla tangibilità delle attività**

Note: per rapporto di leva finanziaria si intende la somma dei debiti a breve e a lungo termine, divisa per le attività totali. Sono escluse le imprese che non presentano debiti finanziari. Per intervallo interquartile si intende la differenza tra il 75° e il 25° percentile.

operativa intermedia, confermando l'esistenza di un rapporto non lineare tra leva finanziaria e profitti¹⁷⁾ (cfr. figura 12a). Inoltre, la figura 12b mostra che la leva finanziaria aumenta in funzione della proporzione di beni materiali, probabilmente perché tali beni sono utilizzati come garanzia o, più in generale, perché essi rendono le imprese prenditrici più attraenti per gli investitori esterni (anche in questo caso ci sono indicazioni di un rapporto non lineare tra le due variabili)¹⁸⁾.

Quando tutte queste caratteristiche sono prese in considerazione in un'analisi econometrica, i risultati confermano gran parte delle evidenze empiriche esistenti¹⁹⁾. Ad esempio, la leva finanziaria delle aziende giovani (che hanno meno di cinque anni) è più elevata di circa 4 punti percentuali rispetto a quella delle imprese più vecchie. I risultati empirici attestano anche la presenza di asimmetrie negli effetti della redditività delle imprese, in quanto la leva finanziaria tende a essere più contenuta sia per le aziende con utili di esercizio più elevati (in linea con l'ipotesi dell'ordine gerarchico (pecking order), secondo la quale le imprese redditizie preferiscono utilizzare fondi interni), sia per le imprese con perdite operative più elevate (che sono più facilmente soggette a razionamento del credito da parte degli intermediari finanziari). Tra questi fattori, le variabili più rilevanti dal punto di vista economico sarebbero la liquidità delle aziende e la tangibilità dell'attivo: l'incremento di una deviazione standard è connesso alla diminuzione (aumento) della leva finanziaria di 8 (6) punti percentuali.

Non sembra che la crisi abbia ancora modificato le principali determinanti della leva finanziaria delle imprese, sebbene alcuni segnali indichino che la rilevanza delle caratteristiche delle imprese è mutata. Ad esempio, le misure relative a redditività, crescita e tangibilità sembrano aver avuto un impatto più contenuto nel periodo dopo il 2008. La liquidità rappresenta un'eccezione significativa, considerando che l'impatto è più negativo sulla leva finanziaria, cosa che potrebbe essere dovuta alla ridotta disponibilità di attività liquide durante la crisi.

17) La variazione della pendenza è intorno all'ottavo quantile, dove l'indicatore di redditività è pari circa al 7 per cento.

18) La variazione della pendenza è intorno al settimo quantile, dove la quota di beni tangibili è pari circa al 6 per cento.

19) Cfr. la sezione 2.2 dello Structural Issues Report 2013. L'analisi è basata su un modello Tobit pooled che considera l'assenza di leva finanziaria per numerose imprese. La leva finanziaria è messa in relazione con dimensione, età, tangibilità, redditività, crescita del fatturato e liquidità. Nelle regressioni sono incluse anche le variabili dummy (di comodo) dei settori industriali e dei paesi.

Tavola 2 Calo dei tassi di investimento tra il 2007-2008 e il 2009 per differenti comparti societari, scomposti per dimensioni

(punti percentuali)

	Imprese con leva finanziaria nulla nel 2007-2008	Imprese con leva finanziaria alta nel 2007-2008	Differenza statistica tra i due gruppi	Imprese con basso onere per interessi nel 2007-2008	Imprese con alto onere per interessi nel 2007-2008.	Differenza statistica tra i due gruppi
Micro	-6	-9	sì	-6	-8	sì
Piccole	-8	-15	sì	-7	-13	sì
Medie	-12	-16	sì	-11	-15	no
Grandi	-11	-14	sì	-11	-13	no

Fonti: banca dati Amadeus di Bureau van Dijk ed elaborazioni della BCE.

INDICI DI LEVA FINANZIARIA E DECISIONI DI INVESTIMENTO DELLE IMPRESE

Nel contesto di maggiore avversione al rischio degli istituti di credito, è probabile che la posizione finanziaria di un'impresa abbia avuto un ruolo più rilevante per determinare l'accesso al finanziamento esterno e per spiegare sia il recente calo dei tassi di investimento sia la rilevanza storica del crollo degli investimenti nel 2009. La tavola 2 presenta i risultati non parametrici relativi alla relazione tra investimenti e pressioni finanziarie nel 2008 e il successivo calo del tasso di investimento nel 2009. In particolare, le imprese sono ripartite in tre gruppi, a seconda che il livello di leva finanziaria sia stato nullo, intermedio o elevato prima del crollo degli investimenti nel 2009. Per ciascuno di questi gruppi di aziende si calcola una media trasversale del tasso di investimento nel periodo 2007-2008, che viene sottratta dal tasso di investimento del 2009. Si esegue quindi un test statistico per verificare se i tassi di investimento calano in modo difforme tra le imprese con differenti posizioni finanziarie. I risultati nella tavola mostrano che le imprese con livelli di leva finanziaria superiori hanno ridotto gli investimenti, segnalando che, quando peggiorano le prospettive macroeconomiche, il drenaggio dei flussi di cassa futuri per il rimborso del debito incide negativamente sulle decisioni correnti delle imprese in materia di spesa e investimenti. Anche l'aumento degli indici di spesa per interessi, che riflette l'impatto delle variazioni dei tassi di interesse, della redditività e dell'indebitamento delle società, sono associati al calo più brusco dei livelli di investimento durante i periodi di crisi, fatta eccezione per le grandi aziende.

Nel complesso, il fatto che l'eccessiva leva finanziaria del settore societario abbia frenato gli investimenti del settore privato è corroborato dalle evidenze a livello di impresa. Durante la crisi le imprese con livelli più elevati di debito e di indici di spesa per interessi hanno ridotto gli investimenti più delle altre. Esse inoltre hanno avviato quasi immediatamente un processo di riduzione della leva finanziaria. Per contro, le imprese che prima della crisi avevano "bassi livelli di leva finanziaria" o un certo grado di "flessibilità finanziaria", mostrano un andamento inverso di crescita del grado di leva. Queste divergenze tra le strategie per l'aggiustamento dei bilanci societari dovrebbero essere prese in considerazione quando si esamina l'impatto degli interventi di politica economica dopo la crisi.

4 INDEBITAMENTO DEL SETTORE SOCIETARIO E CONTESTO MACROECONOMICO

La presente sezione è incentrata sugli insegnamenti che si possono ricavare dalla recente crisi finanziaria, rispetto a episodi precedenti di natura simile, in vista di un'analisi di medio periodo del ciclo di debito nel settore societario, adottando un triplice approccio. In primo luogo, la recente crisi nell'area dell'euro viene posta in un più ampio contesto di crisi internazionali e storiche, con l'obiettivo di tracciare una serie di regolarità empiriche da cui trarre alcuni insegnamenti e interventi di politica economica validi anche nelle circostanze attuali. In secondo luogo, si individuano

le pressioni future attese verso la riduzione della leva finanziaria. In terzo luogo, si esaminano diverse tipologie di andamenti della riduzione della leva finanziaria, utilizzando gli episodi storici presentati. Tali andamenti si differenziano principalmente su aspetti come le strategie di aggiustamento dei bilanci societari, l'interazione tra processi di riduzione della leva finanziaria in vari settori e il ruolo della politica economica.

LA CRISI NELL'AREA DELL'EURO IN UNA PROSPETTIVA INTERNAZIONALE E STORICA

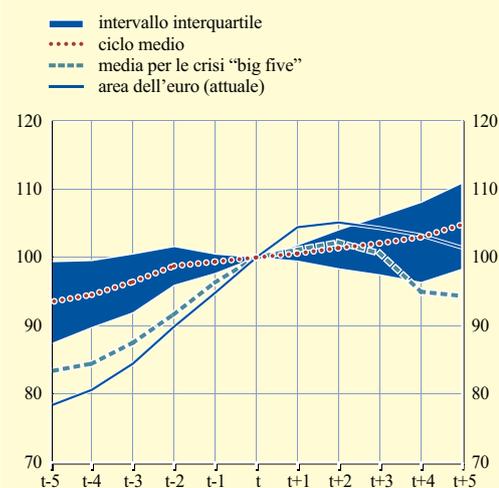
In termini di gravità, durata e ampiezza, la recente crisi finanziaria ha causato la più grave recessione economica da diversi decenni, sia nell'area dell'euro sia in gran parte delle economie avanzate. Anche se numerosi fattori potrebbero aver contribuito all'emergere e alla gravità delle passate recessioni, sia le indicazioni teoriche sia le evidenze empiriche sembrano indicare il ruolo svolto dall'accumulo del debito prima della crisi²⁰⁾.

La presente valutazione considera le recessioni in 15 economie avanzate tra il 1960 e il 2013, attingendo ampiamente ai dati compilati da Schularick e Taylor (2012)²¹⁾. L'analisi considera le recessioni del normale ciclo economico, quelle da crisi finanziarie più moderate e le crisi finanziarie sistemiche. Nel complesso, i dati identificano 54 recessioni, di cui 40 sono considerate episodi del normale ciclo economico, nove come crisi finanziarie più moderate e cinque come crisi finanziarie gravi (sistemiche), le cosiddette "big five" secondo la definizione di Reinhart and Rogoff (2009).

La figura 13 mostra l'aumento del rapporto fra credito bancario e PIL intorno ai picchi di attività economica²²⁾. A differenza della sezione 2 del presente articolo, questa analisi è basata su dati consolidati relativi al debito, perché interessa l'intero settore delle società non finanziarie e il rapporto tra debito societario e macroeconomia. Oltre agli andamenti relativi all'ultima crisi nell'area dell'euro, la figura mostra il "ciclo

Figura 13 Rapporto tra prestiti bancari al settore privato e PIL ai picchi del ciclo

(come valore percentuale rispetto al livello registrato al picco del PIL)



Fonti: BCE, fonti nazionali ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati relativi agli episodi storici sono ricavati da quelli elencati da Schularick e Taylor (2012). Il periodo t rappresenta l'anno del picco del PIL prima degli episodi di crisi. Il livello di indebitamento è normalizzato a 100 nello stesso anno. Per l'area dell'euro, il picco del ciclo è il 2008.

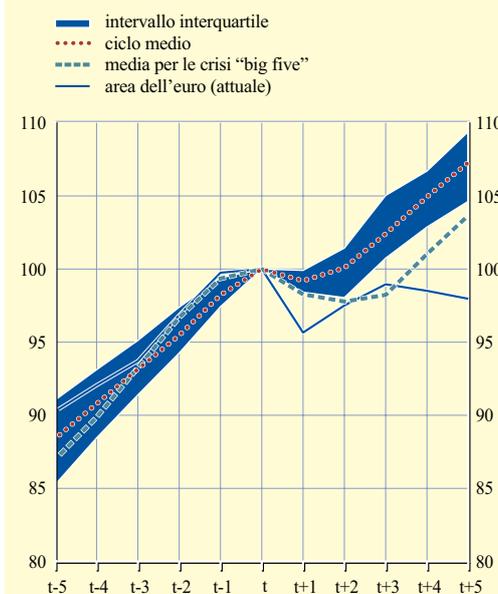
- 20) Cfr. Schularick, M. e Taylor, A.M., "Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008", *American Economic Review*, vol. 102, n. 2, aprile 2012, pagg. 1029-1061. Il debito, pur migliorando il benessere sociale quando è a livelli contenuti, acuisce l'instabilità quando è eccessivo e incide negativamente sull'economia. Di fatto, la letteratura sin dai contributi fondamentali, ad esempio, di Fisher ("The debt-deflation theory of great depressions", *Econometrica*, vol. 1, n. 4, ottobre 1933, pagg. 337-357), Kindleberger (Manias, panics and crashes: a history of financial crisis, *New York Basic Books*, 1978) e Tobin ("Review of Stabilizing an Unstable Economy by Hyman P. Minsky", *Journal of Economic Literature*, vol. 27, n. 1, pagg. 105-108, 1989) ha considerato la leva finanziaria, intesa come crescita eccessiva del credito, una fonte primaria di instabilità macroeconomica e fragilità finanziaria. Più di recente, diversi studi empirici si sono focalizzati sul ruolo dell'accumulo di debito e dei livelli di indebitamento nella definizione dei risultati macroeconomici, prendendo in esame un insieme di paesi nell'arco di alcuni decenni. Cfr., ad esempio, Jorda et al., "Financial Crises, Credit Booms, and External Imbalances: 140 Years of Lessons", *NBER Working Papers*, n. 16567, 2012; Reinhart e Rogoff, "From Financial Crash to Debt Crisis", *American Economic Review*, vol. 101, n. 5, agosto 2009, pagg. 1676-1706; e Cecchetti et al., "The real effects of debt", *Working Papers*, n. 352, Banca dei regolamenti internazionali, 2011.
- 21) In particolare, Schularick e Taylor (2012) analizzano l'evoluzione degli indicatori monetari, creditizi e macroeconomici su un periodo eccezionalmente lungo, dal 1870 al 2008. I paesi presi in considerazione sono Australia, Canada, Danimarca, Francia, Finlandia, Germania, Italia, Giappone, Paesi Bassi, Norvegia, Spagna, Svezia, Svizzera, Regno Unito e Stati Uniti.
- 22) Questa sezione riguarda il rapporto tra credito bancario (consolidato) e PIL quale indicatore dell'andamento del debito.

medio” ricavato dalla media di tutte le recessioni prese in esame. L’area di colore blu mostra l’intervallo interquartile, una misura della dispersione intorno al “ciclo medio”. Anche se i periodi prima delle crisi sono stati spesso caratterizzati da crescenti livelli di debito, l’accumulo di debito nell’ultima crisi dell’area è stato di notevole entità in una prospettiva storica. L’accumulo di debito nell’area dell’euro prima della recessione economica figura fuori dell’intervallo interquartile ed è più accentuato rispetto agli andamenti medi relativi alle crisi finanziarie denominate “big five”. Nella misura in cui le analogie storiche possono servire da guida, ci si attende un ulteriore aggiustamento al ribasso del rapporto credito/PIL nell’area dell’euro.

La figura 14 mostra il livello del PIL reale prima e dopo le principali recessioni economiche. L’eccezionale gravità della ultima recessione nell’area dell’euro, anche rispetto a un’ampia gamma di episodi storici e internazionali, appare evidente dal brusco calo del PIL (intorno al 5,6 per cento dal picco pre-crisi al livello minimo). Inoltre, l’economia dell’area si è stabilizzata solo lievemente dopo aver toccato il livello minimo ed è ancora a un livello inferiore del 2,0 per cento rispetto al picco pre-crisi.

Figura 14 Livello del PIL reale ai picchi del ciclo

(in valore percentuale rispetto al picco del PIL)



Fonti: BCE, fonti nazionali ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati relativi agli episodi storici sono ricavati da quelli elencati da Schularick e Taylor (2012). Il periodo t rappresenta il picco del ciclo. Per l’area dell’euro, il picco del ciclo è il 2008.

ACCUMULO DI DEBITO E GRAVITÀ DELLA RECESSIONE

Nel complesso, le teorie e le evidenze suggeriscono che l’accumulo di debito potrebbe non essere un problema di per se. Di fatto, trasferendo risorse nel tempo e tra soggetti, l’accumulo di debito può migliorare il grado di benessere se mantenuto a livelli sostenibili. Tuttavia, se è eccessivo ed è utilizzato per finanziare investimenti meno redditizi, il debito acuisce l’instabilità finanziaria e grava sulla recessione e sulla successiva ripresa²³⁾.

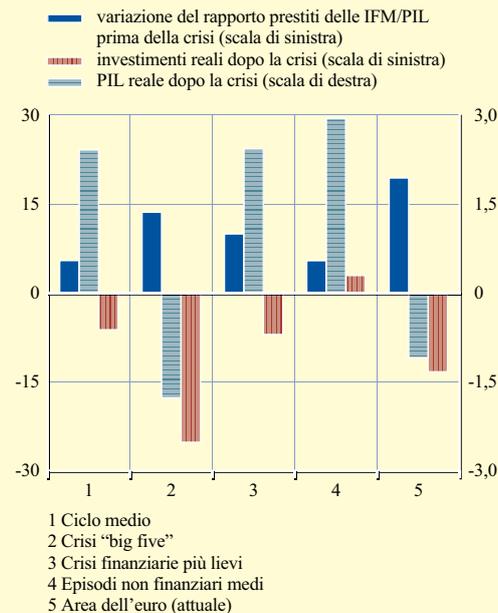
Per illustrare questo punto, sulla base delle crisi internazionali storiche illustrate in precedenza, la figura 15 mostra l’accumulo di debito nei quattro anni antecedenti la specifica crisi e i livelli di investimento e PIL in termini reali tre anni dopo il picco della crisi²⁴⁾. Dalla figura si evincono due conclusioni principali. In primo luogo, un ampio accumulo di debito prima della crisi è connesso a un andamento modesto del PIL e degli investimenti reali dopo la crisi. In secondo luogo, in linea con quanto illustrato in precedenza, esistono alcune analogie tra il profilo della recente crisi

23) L’allegato 6 dello Structural Issues Report 2013 propone un’analisi formale che conferma le evidenze circa l’impatto dell’accumulo di debito sulla probabilità di una crisi finanziaria nei 17 paesi dell’area dell’euro, utilizzando dati trimestrali relativi al periodo dal primo trimestre del 1980 al secondo del 2012. Più specificamente, si usa un modello logit con effetti fissi per paese, in cui la variabile di interesse (la variabile dummy della crisi) assume valore 1 per un episodio di crisi e 0 in tutti gli altri casi. In particolare, un elevato accumulo di debito, sotto forma della precedente crescita dei prestiti reali è statisticamente significativo per le varie specificazioni del modello che influenzano le variabili reali e finanziarie, oltre alle loro interazioni.

24) Il legame esistente tra l’intensità dell’accumulo di credito nella fase espansiva e la gravità delle successive recessioni è stato documentato recentemente in una serie di studi empirici che hanno passato in rassegna alcuni episodi storici. Cfr. in particolare, Jorda, O. et al. (2011).

Figura 15 Accumulo di credito prima delle recessioni e successive riprese

(punti percentuali)

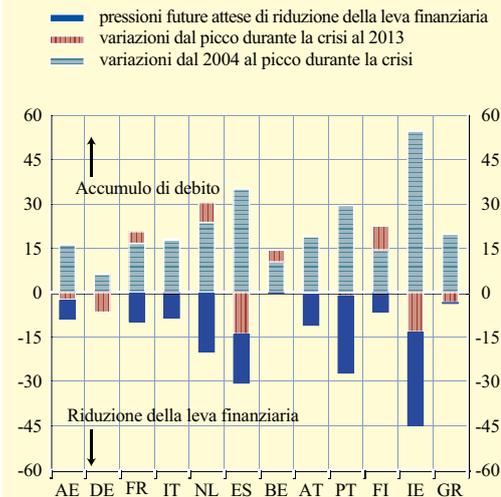


1 Ciclo medio
 2 Crisi "big five"
 3 Crisi finanziarie più lievi
 4 Episodi non finanziari medi
 5 Area dell'euro (attuale)

Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.
 Note: le barre di colore blu scuro rappresentano le variazioni in punti percentuali, mentre quelle a strisce celesti e rosse rappresentano la deviazione percentuale dai livelli pre-crisi. Per "prima della crisi" si intendono specificamente i quattro anni immediatamente precedenti la crisi, mentre per "dopo la crisi" si intendono specificamente i tre anni successivi al picco della crisi. Per l'area dell'euro, il picco del ciclo è il 2008.

Figura 16 Rapporto tra il debito del settore societario e il PIL nelle economie dell'area dell'euro

(punti percentuali)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.
 Note: per debito del settore societario si intende la somma dei prestiti delle IFM e del ricorso al mercato obbligazionario (dati consolidati). Il picco all'epoca della crisi si riferisce al livello massimo raggiunto tra il primo trimestre del 2008 e il quarto trimestre del 2009. Le "pressioni attese di riduzione della leva finanziaria" sono calcolate come la media semplice di tre stime statistiche di riferimento: lo scostamento del rapporto debito societario/PIL alla fine del 2013: (1) dalla media storica; (2) dal livello prima dell'espansione del 2004; e (3) dal valore mediano dell'area dell'euro alla fine del 2013. Per "AE" si intende l'area dell'euro.

nell'area dell'euro e le più gravi crisi finanziarie (le cosiddette "big five"): l'ampio accumulo di debito prima della crisi continua a gravare sull'economia a tre anni dal picco della crisi, e i livelli di PIL e di investimenti reali rimangono al di sotto dei picchi pre-crisi.

Con riferimento all'ultimo episodio, anche se sono stati compiuti alcuni progressi nella riduzione della leva finanziaria, sono possibili ulteriori aggiustamenti, alla luce dei precedenti storici. Ciò è particolarmente vero per quei paesi che prima della crisi hanno attraversato un periodo di espansione relativamente più sostenuto. Le barre di colore blu scuro nella figura 16 rappresentano una quantificazione provvisoria delle pressioni future attese verso la riduzione dell'indebitamento nel settore societario dell'area dell'euro. Tale quantificazione è basata su tre differenti benchmark statistici, ossia la deviazione del rapporto fra debito societario e livello del PIL alla fine del 2013 rispetto: 1) alla sua media storica (calcolata dal primo trimestre del 1995 al quarto del 2013); 2) al suo livello prima della espansione del 2004; e 3) al valore mediano dell'area dell'euro alla fine del 2013²⁵. Tutti e tre i benchmark mostrano spinte a ridurre la leva finanziaria per le imprese in Irlanda, Spagna, Paesi Bassi e Portogallo. Il principale motivo di cautela risiede nel fatto che i li-

25) La stima delle pressioni attese a favore della riduzione della leva finanziaria è data dalla media semplice delle tre stime di riferimento.

velli di equilibrio del debito possono discostarsi nei vari paesi e variare nel tempo. I cambiamenti strutturali dell'economia e della composizione settoriale, oltre agli andamenti dei mercati finanziari e all'evoluzione economica, tra gli altri fattori, potrebbero spiegare le differenze tra i livelli di equilibrio del debito sul lungo periodo.

PROFILI ALTERNATIVI DI RIDUZIONE DELLA LEVA FINANZIARIA E IMPLICAZIONI DI POLITICA ECONOMICA

Alla luce degli episodi storici illustrati in precedenza, vari profili economici sono associati alla riduzione della leva finanziaria dopo le crisi finanziarie. Questi diversi profili si distinguono principalmente su aspetti come le strategie di aggiustamento dei bilanci societari, l'interazione tra i processi di riduzione della leva finanziaria in vari settori e il ruolo svolto dalle politiche economiche²⁶⁾.

L'evidenza storica mostra che il processo di attuazione delle misure di politica economica per affrontare i problemi strutturali del finanziamento societario e le decisioni di investimento richiede un esercizio di equilibrio, in quanto le misure devono sostenere anche aggiustamenti necessari e solidi che favoriscano una maggiore sostenibilità e stabilità della crescita economica. In linea generale, gli interventi di politica economica dovrebbero evitare processi disordinati o repentini di riduzione della leva finanziaria che portino a un brusco irrigidimento dei criteri di concessione dei prestiti o al ritiro del credito da parte delle banche. In tali circostanze, i fattori dal lato dell'offerta e della domanda esercitano un forte impatto avverso e autorinforzante sull'economia. In questo scenario, interventi tempestivi di politica monetaria potrebbero contenere efficacemente le spinte a ridurre la leva finanziaria originate da una carenza di liquidità e dei connessi finanziamenti per le banche. Tuttavia, gli interventi di politica monetaria volti a prevenire una brusca stretta creditizia potrebbero avere un prezzo. In particolare, tali interventi, se mal progettati e non sostenuti da iniziative regolamentari tese a rafforzare i prestatori, potrebbero contribuire a ritardare le necessarie correzioni, accrescendo in definitiva i costi economici del processo di riduzione dell'indebitamento. Le banche in difficoltà sarebbero incentivate a protrarre i finanziamenti alle imprese inefficienti e in difficoltà per evitare di riconoscere ulteriori perdite. In tale scenario, il processo di riassorbimento può divenire un freno duraturo per l'economia e potrebbe essere ostacolato da una moderata dinamica del prodotto.

Il riequilibrio dei rischi descritti in precedenza agisce da stimolo per un processo di ristrutturazione costante, controllato e ordinato nei settori finanziario e non finanziario, in linea con andamenti sostenibili sul lungo periodo. Tali interventi sono incentrati su un precoce riconoscimento delle perdite e delle svalutazioni da parte dei creditori, riconoscendo quindi che alcuni crediti non sono più esigibili. Se le società non finanziarie sono gravate da debiti eccessivi, il settore bancario è sottoposto a particolari tensioni. Se anche la capacità di bilancio dei creditori è limitata e il capitale viene eroso, è estremamente importante procedere a una pronta ricapitalizzazione del sistema bancario nel quadro di uno sforzo generale per ridurre la capacità in eccesso e migliorare l'efficienza del settore bancario²⁷⁾. Le crisi precedenti hanno evidenziato l'importanza delle misure tese a rafforzare i bilanci delle banche. Ciò consente alle istituzioni finanziarie di sostenere eventuali perdite sui crediti connesse al processo di riduzione della leva finanziaria nel settore privato non finanzia-

26) Cfr. anche l'articolo La recente crisi finanziaria negli Stati Uniti e nell'area dell'euro confrontata all'esperienza del Giappone negli anni '90 nel numero di maggio 2012 di questo Bollettino.

27) Si dovrebbero promuovere, per quanto possibile, la partecipazione del settore privato agli oneri di risoluzione. Solo nel caso in cui tale redistribuzione non consenta al settore privato di assorbire per intero le perdite, il settore pubblico dovrebbe sostenere le misure correttive e rafforzare segmenti specifici dei bilanci del settore privato. Cfr. il riquadro Verso un nuovo assetto europeo di risanamento e risoluzione delle banche nell'articolo L'eterogeneità delle condizioni finanziarie nell'area dell'euro e le implicazioni per la policy nel numero di agosto 2012 di questo Bollettino.

rio e, allo stesso tempo, di continuare a erogare credito all'economia. Inoltre, l'inadempienza di un'impresa potrebbe rientrare in un più ampio processo di rinnovamento in cui le risorse vengono in ultima analisi riallocate a favore di settori più produttivi²⁸⁾.

In prospettiva, per risolvere la crisi attuale, ma anche per prevenirla in futuro, le politiche strutturali formulate per creare un sistema finanziario che offra una più ampia gamma di alternative e strumenti di finanziamento possono contribuire a realizzare migliori strutture finanziarie per le imprese che presentino fonti di finanziamento più diversificate e quindi dimostrino soprattutto una maggiore tenuta qualora le condizioni di erogazione del credito bancario mutino improvvisamente. Nello specifico, aumentando la quota di capitale di rischio nella struttura finanziaria delle imprese, in particolare quelle piccole e medie, con misure che ne favoriscano l'accesso ai mercati azionari e dei titoli di debito, si potrebbe incoraggiare un ricorso più moderato e stabile ai prestiti. Inoltre, le riforme strutturali che mirano ad accrescere la competitività e a ridurre la disoccupazione sono fondamentali per la risoluzione delle crisi. L'evidenza storica e le indicazioni teoriche suggeriscono che, in un contesto di debole domanda interna connessa ad aggiustamenti dei bilanci interni, il recupero di competitività sui mercati dei fattori, dei beni e servizi, riassegnando le risorse a favore di imprese più efficienti, è essenziale per stimolare le esportazioni e, quindi, sostenere la ripresa economica.

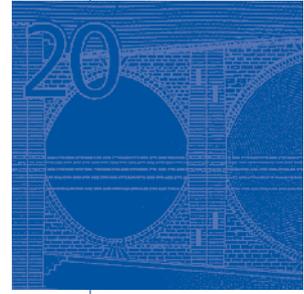
5 CONCLUSIONI

Prima dello scoppio della crisi finanziaria del 2008 si è registrato un considerevole accumulo di debito privato. Finora, sulla base dei dati disponibili al secondo trimestre del 2013, il necessario processo di riduzione della leva finanziaria è stato piuttosto graduale nel complesso dell'area dell'euro. Tuttavia, il presente articolo mostra che un'analisi più approfondita fornisce un quadro più preciso. Pertanto, gli andamenti aggregati celano variazioni più significative in alcuni paesi dell'area dell'euro e in alcuni settori di attività economica, che sono stati particolarmente colpiti dalla crisi. Malgrado ciò, la leva finanziaria è tuttora su livelli elevati in queste aree. Alla luce delle passate esperienze, ci si attende un'ulteriore riduzione della leva finanziaria, specie in quei paesi che hanno attraversato un periodo di forte espansione prima della crisi. La misura in cui gli interventi correttivi costituiranno un freno per l'economia dipenderà principalmente dai canali macroeconomici attraverso cui prenderà forma il processo di aggiustamento e dai progressi compiuti in tali paesi per ripristinare la sostenibilità del debito complessivo, dalla solidità del settore bancario e dall'attuazione di riforme strutturali favorevoli.

Gli episodi storici descritti nell'articolo suggeriscono l'opportunità che gli interventi di politica economica prevengano un processo disordinato e dirompente di riduzione della leva finanziaria. In tale contesto, la politica monetaria nell'area dell'euro si è dimostrata efficace nel contenere le spinte per la riduzione della leva finanziaria sulle banche, offrendo sostegno di liquidità. Per contro, le politiche economiche non dovrebbero contribuire a un ritardo del processo di aggiustamento dei bilanci, che in ultima analisi aggraverebbe i costi economici del processo di riduzione della leva finanziaria. Per trovare il giusto equilibrio, le politiche economiche devono incoraggiare con decisione un ordinato processo di ristrutturazione dei settori finanziario e non finanziario, che sia in linea con una crescita economica sostenibile sul lungo periodo e sia incentrato in particolare sul rafforzamento dei bilanci. In tale contesto, è essenziale che il settore bancario sia correttamente finan-

28) Cfr. Giesecke, K. et al., "Macroeconomic Effects of Corporate Default Crises: A Long-Term Perspective", *NBER Working Papers*, n. 17854, 2012.

ziato e funzionante affinché il settore societario possa accedere al credito in misura adeguata. A tale riguardo l'unione bancaria è di massima importanza perché, oltre ad accelerare gli aggiustamenti ai bilanci necessari, contribuirà anche alla stabilità del sistema finanziario attraverso la definizione di un quadro unificato per la supervisione delle banche. Allo stesso tempo, per sostenere la ripresa economica si rendono necessarie politiche strutturali tese a sviluppare un sistema finanziario che offra una più ampia gamma di alternative di finanziamento, nonché a recuperare competitività nei mercati dei fattori, dei beni e servizi.



ESTENSIONI DEI MODELLI PER LA VALUTAZIONE DELLA MONETA E DEL CREDITO

I continui mutamenti del panorama economico e finanziario nell'area dell'euro, non da ultimo durante la recente crisi finanziaria, pongono l'analisi monetaria di ampio respiro condotta dalla BCE – e di fatto qualunque esercizio analitico orientato alle questioni di policy – di fronte a interrogativi e problemi sempre nuovi. Ciò richiede l'adozione di prospettive diverse e la mobilitazione di fonti di informazione aggiuntive, oltre che lo sviluppo di strumenti analitici e l'estensione degli stessi.

Negli ultimi anni l'analisi monetaria della BCE ha avvertito la necessità di individuare con maggiore chiarezza gli eventuali segnali premonitori derivanti dalla moneta che prefigurano l'emergere di rischi sistematici al ribasso per la stabilità dei prezzi. Si è trovata inoltre a fronteggiare episodi di accresciuta incertezza, che hanno minacciato di offuscare il contenuto informativo degli andamenti monetari, e la possibile limitazione della disponibilità di credito bancario in misura diversa a seconda del paese, del settore economico e delle dimensioni dell'impresa mutuataria. Questo articolo esamina alcune estensioni recenti dei modelli utilizzati nell'analisi monetaria di ampio respiro condotta dalla BCE che sono volte ad affrontare tali sfide.

I INTRODUZIONE

Tutti i quadri analitici aventi lo scopo di fornire un contributo al processo decisionale in materia di politica monetaria si trovano costantemente di fronte a un panorama economico e finanziario in evoluzione, ai progressi delle metodologie e delle tecniche e alla maggiore e migliore disponibilità di informazioni. Ciò vale per il quadro della BCE per l'analisi monetaria come per qualunque altro esercizio analitico orientato alle questioni di policy. Per assicurare che l'analisi degli andamenti della moneta e del credito resti rilevante a fini di policy è quindi necessario investire con coerenza negli strumenti analitici che la supportano e che, assieme alle conoscenze degli esperti a livello istituzionale, costituiscono il fondamento dell'analisi monetaria. Presso la BCE, questi investimenti sono effettuati su base continuativa e sono stati formalizzati nel 2007 attraverso l'approvazione da parte del Consiglio direttivo di un programma di ricerca inteso a rafforzare l'analisi monetaria¹⁾.

Gli sforzi intesi a migliorare l'analisi monetaria non si sono tuttavia esauriti con il completamento di detto programma. Le sfide aggiuntive poste dalla crisi finanziaria hanno accresciuto la necessità di estendere e affinare gli strumenti utilizzati. Durante la crisi è divenuto ad esempio necessario per l'analisi monetaria della BCE individuare con maggiore chiarezza i regimi monetari che rischiano di esporre l'assetto per la conduzione della politica monetaria nell'area dell'euro a rischi pervasivi al ribasso per la stabilità dei prezzi. La crisi ha altresì provocato episodi di accresciuta incertezza, che hanno minacciato di distorcere il valore informativo degli andamenti monetari per l'attività economica futura. Infine, le tensioni originate nel settore bancario hanno indotto a temere che le restrizioni alla disponibilità di finanziamenti all'economia reale potessero agire da freno sulla crescita. Un ulteriore problema è stato rappresentato dalla significativa eterogeneità del fenomeno tra paesi, oltre che tra settori mutuatari e dimensione delle imprese. Il presente articolo illustra alcune estensioni dei modelli utilizzati dall'analisi monetaria di ampio respiro condotta dalla BCE che sono volte ad affrontare tali sfide e, in questo senso, fornisce un bilancio provvisorio di talune parti del lavoro che la BCE sta svolgendo per rafforzare ulteriormente la propria analisi monetaria.

1) Le direttrici di ricerca e i relativi risultati sono descritti in Papademos, L.D. e Stark, J. (a cura di), *Enhancing monetary analysis*, BCE, Francoforte sul Meno, 2010. Una sintesi degli stessi è stata altresì presentata in "Il rafforzamento dell'analisi monetaria", *Bollettino mensile*, BCE, novembre 2010.

2 L'UTILIZZO DEGLI ANDAMENTI MONETARI PER VALUTARE LE TENDENZE DELL'INFLAZIONE E L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Fin dall'avvio dell'Unione monetaria, l'analisi monetaria della BCE si è avvalsa di indicatori dei rischi di inflazione basati sulla moneta. Tali indicatori rappresentano un modo pratico per riassumere e sintetizzare grandi quantitativi di informazioni dettagliate e costituiscono quindi parte integrante della valutazione complessiva dei rischi per la stabilità dei prezzi a medio-lungo termine, sfruttando le robuste proprietà della crescita dell'aggregato monetario ampio quale indicatore anticipatore delle tendenze dell'inflazione. Al tempo stesso, il contenuto informativo delle variabili monetarie non si esaurisce nella relazione tra moneta e andamenti dei prezzi nel medio-lungo periodo. Gli andamenti monetari possono essere ad esempio impiegati per ottenere informazioni sulla dinamica del ciclo economico e finanziario. Questa sezione presenta alcune estensioni recenti dell'insieme di strumenti analitici utilizzato dalla BCE per sfruttare le informazioni rilevanti a fini di policy implicite nella moneta.

2.1 L'UTILIZZO DI M3 PER PREVEDERE I CAMBIAMENTI DI REGIME INFLAZIONISTICO

La strategia di politica monetaria della BCE attribuisce un ruolo preminente all'analisi monetaria nell'individuazione dei rischi per la stabilità dei prezzi a medio-lungo termine. Tale ruolo riconosce che le informazioni circa le prospettive per l'evoluzione dei prezzi contenute negli andamenti monetari e rilevanti a fini di policy si concentrano nei movimenti a bassa frequenza delle quantità monetarie (vale a dire, con medie calcolate su periodi di tempo lunghi). Un modo particolarmente appropriato di sfruttare tale ruolo consiste quindi nell'utilizzare il contenuto informativo della moneta per segnalare in anticipo il passaggio a un diverso regime inflazionistico. L'analisi monetaria della BCE segue da qualche tempo tale approccio avvalendosi del modello sviluppato da Amisano e Fagan (2010)^{2), 3)}, considerando in questo contesto due regimi possibili, caratterizzati rispettivamente da un tasso medio di inflazione "basso" (1,6 per cento) ed "elevato" (3,8 per cento). Quello di bassa inflazione include pertanto esiti inflazionistici sia "favorevoli", sostanzialmente in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere l'inflazione attorno a livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo, sia prossimi a livelli più bassi che - se sostenuti - possono essere considerati meno coerenti con detto obiettivo. La decisione di utilizzare due regimi è dettata dal fatto che gli episodi di inflazione molto bassa sono estremamente rari nella storia dell'area dell'euro e dei suoi Stati membri.

È tuttavia divenuto necessario distinguere più precisamente i regimi monetari chiaramente in linea con il suddetto obiettivo del Consiglio direttivo da quelli che potrebbero esporre l'assetto per la conduzione della politica monetaria nell'area dell'euro a rischi sistematici al ribasso per la stabilità dei prezzi. Pertanto, malgrado le difficoltà empiriche menzionate in precedenza, l'approccio originario è stato esteso in modo da contemplare scostamenti verso il basso dallo scenario "favorevole" di stabilità dei prezzi.

Il modello esteso considera tre regimi per l'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) nell'area dell'euro, caratterizzati da tassi di inflazione rispettivamente:

- 2) Cfr. Amisano, G. e Fagan, G., "Money growth and inflation: a regime switching approach", *Working Paper Series*, n. 1207, BCE, Francoforte sul Meno, giugno 2010; Amisano, G. e Fagan, G., "Money growth and inflation: a regime switching approach", *Journal of International Money and Finance*, vol. 33, 2013, pagg. 118-145.
- 3) Per l'utilizzo del modello di Amisano e Fagan presso la BCE, cfr. il riquadro "Gli andamenti monetari quali indicatori di inflazione" in "Il rafforzamento dell'analisi monetaria", *Bollettino mensile*, BCE, novembre 2010, e "Money-based inflation risk indicators: principles and approaches" in Papademos, L.D. e Stark, J. (a cura di), *Enhancing monetary analysis*, BCE, Francoforte sul Meno, 2010, capitolo 4.

1) “bassi”, con una media *state-specific* calibrata allo 0,5 per cento ⁴⁾; 2) “medi”, interpretati come compatibili con la comunicazione del Consiglio direttivo del 2003 riguardante l’obiettivo di policy nel medio periodo; 3) “elevati”, vale a dire ben superiori ai valori compatibili con la stabilità dei prezzi.

Il modello può essere utilizzato per mappare gli esiti inflazionistici osservati in modo da ottenere indicazioni probabilistiche circa la possibilità che rientrino in uno dei tre regimi delineati in un momento storico determinato ⁵⁾. Si tratta in questo caso di qualificazioni di valori di inflazione osservati e non di previsioni circa i futuri regimi inflazionistici.

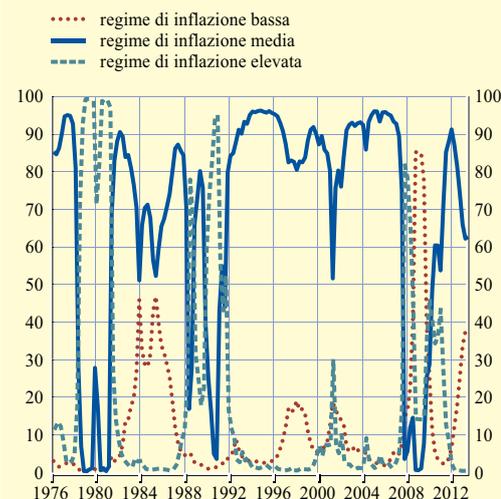
Dal punto di vista della politica monetaria, assume interesse centrale il modo in cui tale approccio utilizza le proprietà della moneta quale indicatore anticipatore di cambiamenti di regime inflazionistico. Come nella specificazione originaria del modello di Amisano e Fagan, la probabilità di passaggio da un regime all’altro (vale a dire, la probabilità di transizione) è lasciata libera di variare nel tempo in funzione di una misura *smoothed* della crescita di M3 nell’area dell’euro. È importante rilevare come le probabilità di transizione siano stimate impiegando i valori ritardati di questa misura. Ciò implica che il modello può essere utilizzato per stimare le probabilità di transizione con un anticipo che può arrivare fino a nove trimestri. Occorre tuttavia evidenziare che l’incertezza connessa a tali stime aumenta all’allungarsi dell’orizzonte temporale considerato.

Vale la pena di richiamare due risultati della nuova specificazione del modello di Amisano e Fagan. In primo luogo, il modello assegna al regime di inflazione media una probabilità del 63 per cento dal terzo trimestre del 2013 (cfr. figura 1). Di conseguenza, malgrado il recente calo della probabilità stimata, il modello continua a considerare un regime coerente con la stabilità dei prezzi come la qualificazione più probabile dello stato attuale dell’inflazione.

In secondo luogo, la probabilità che l’area dell’euro resti nell’attuale regime di inflazione media rimane molto elevata (superiore al 90 per cento) in tutto il periodo fino al quarto trimestre del 2015 (cfr. figura 2). La probabilità di passaggio da un regime di inflazione media a uno di inflazione

Figura 1 Probabilità assegnate a ciascun regime di inflazione

(valori percentuali)



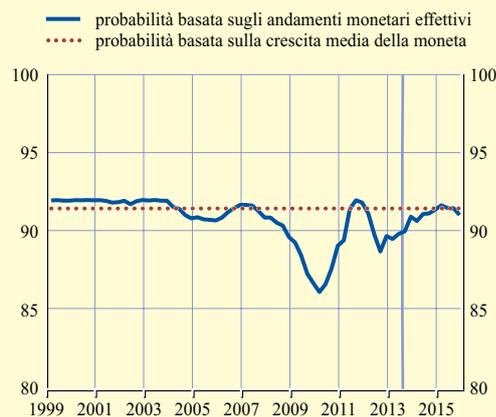
Fonte: elaborazioni della BCE basate su estensioni del modello di Amisano e Fagan.

4) La calibrazione del regime di bassa inflazione richiedeva il raggiungimento di un equilibrio tra la scarsità dei periodi di bassa inflazione osservati e la necessità di garantire robustezza empirica. L’utilizzo di valori diversi per la media nel regime di bassa inflazione non ha tuttavia prodotto risultati diversi in termini qualitativi. Per il modello ampliato, cfr. Amisano, G., Colavecchio, R. e Fagan, G., “A money-based indicator for deflation risk”, *DEP Discussion Paper*, Macroeconomics and Finance Series 1/2014, Università di Amburgo, gennaio 2014.

5) I regimi di inflazione non possono essere direttamente osservati; essi vanno rilevati come il riflesso di tassi persistentemente prossimi a un valore centrale specifico del regime. Non è quindi possibile assegnare automaticamente un dato di inflazione a un regime specifico ponendolo a confronto con una serie predefinita di soglie. Il modello può invece essere utilizzato per stimare la probabilità che, in un momento determinato dello storico disponibile, l’inflazione si collochi in uno dei tre possibili regimi. Si tratta in questo caso di probabilità *smoothed*, che tengono cioè conto dei dati contenuti nell’intero campione e non solo del dato più recente.

Figura 2 Probabilità del perdurare di un regime di inflazione media da un trimestre al successivo

(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE basate su estensioni del modello Amisano e Fagan.

Note: la linea verticale denota l'inizio del periodo per il quale non sono disponibili osservazioni effettive del tasso di inflazione. L'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre del 2013.

Figura 3 Probabilità di passaggio da un regime di inflazione media a uno di inflazione bassa

(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE basate su estensioni del modello Amisano e Fagan.

Note: la linea verticale denota l'inizio del periodo per il quale non sono disponibili osservazioni effettive del tasso di inflazione. L'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre del 2013.

bassa viene per contro ritenuta piuttosto ridotta (inferiore al 10 per cento), seppur superiore rispetto al periodo antecedente il 2011 (cfr. figura 3).

Il ruolo del ritmo recentemente modesto di espansione della moneta nell'aumento della probabilità di un regime di inflazione bassa a partire dagli inizi del 2012 può essere misurato confrontando nella figura 3 la probabilità di transizione verso tale regime stimata utilizzando gli andamenti monetari effettivi (linea continua) con quella calcolata ponendo la variabile dell'indicatore monetario pari alla sua media nel campione (linea orizzontale tratteggiata)⁶. La probabilità corrispondente agli andamenti monetari effettivi è al momento superiore a quella corrispondente alle condizioni monetarie medie e si prevede che rimanga tale anche in futuro. Per la sua natura, questo approccio non fornisce un'interpretazione dei meccanismi economici che danno origine alle proprietà degli andamenti monetari quali indicatori anticipatori dell'inflazione. A tale scopo serve un approccio strutturato. Il riquadro 1 offre alcune indicazioni derivanti dall'impiego di un siffatto approccio per individuare i fattori economici comuni alla base degli andamenti della moneta e dei prezzi, la cui influenza si manifesta prima nella dinamica monetaria che nell'inflazione.

I risultati ottenuti utilizzando questo indicatore preventivo dei rischi per la stabilità dei prezzi basato sulla moneta e sulla definizione di tre stati mostrano nell'insieme come la probabilità che gli andamenti dei prezzi si radichino in un regime di inflazione bassa rimane contenuta, sebbene non trascurabile. Quest'analisi considera canali di trasmissione fondati su indicatori non convenzionali dei rischi per la stabilità dei prezzi e fornisce quindi una prospettiva preziosa di controllo incrociato sulle proiezioni di inflazione, che si basano principalmente su indicatori dell'economia reale.

6) La probabilità di transizione corrispondente a una crescita di M3 pari al valore di riferimento adottato dalla BCE (vale a dire, al 4,5 per cento annuo) è prossima a quella corrispondente alla crescita media della moneta.

Riquadro I

IL LEGAME TRA MONETA E INFLAZIONE NELLA PROSPETTIVA DI UN MODELLO STRUTTURALE

Questo riquadro fornisce indicazioni sui fattori comuni sottostanti la dinamica degli aggregati monetari e dell'inflazione nella prospettiva di un modello strutturale stimato utilizzando dati relativi all'area dell'euro a partire dal 1999¹⁾. La natura strutturale del modello contribuisce a spiegare le fluttuazioni economiche osservate in termini di determinanti esogene (vale a dire, di shock strutturali), ciascuna delle quali ha implicazioni diverse per gli andamenti macroeconomici. È in particolare possibile misurare il contributo di ciascuno shock alla dinamica di una determinata variabile osservabile²⁾.

Il riquadro si incentra sull'individuazione dei fattori comuni sottostanti la crescita della moneta e l'inflazione. L'esercizio non è volto a studiare la relazione di lungo periodo tra la moneta e il livello dei prezzi, come documentato in Benati³⁾, ma piuttosto a individuare gli shock strutturali che determinano comovimenti della crescita della moneta e dell'inflazione nel breve-medio periodo e la struttura tipica di anticipo/ritardo degli shock che, secondo il modello, contribuiscono maggiormente alla crescita della moneta e all'inflazione. L'analisi si fonda sul periodo compreso fra il primo trimestre del 1999 e il terzo del 2013.

Le evidenze tratte dal modello indicano che due tipologie di shock costituiscono fattori particolarmente rilevanti alla base dei comovimenti della crescita di M3 e dell'inflazione. La prima ha origine soprattutto nel lato finanziario e monetario dell'economia ed è connessa al livello di rischio implicito nei contratti finanziari e alla valutazione della ricchezza dei mutuatari. La seconda proviene dal lato reale dell'economia ed è in larga parte collegata alla domanda di consumi e investimenti.

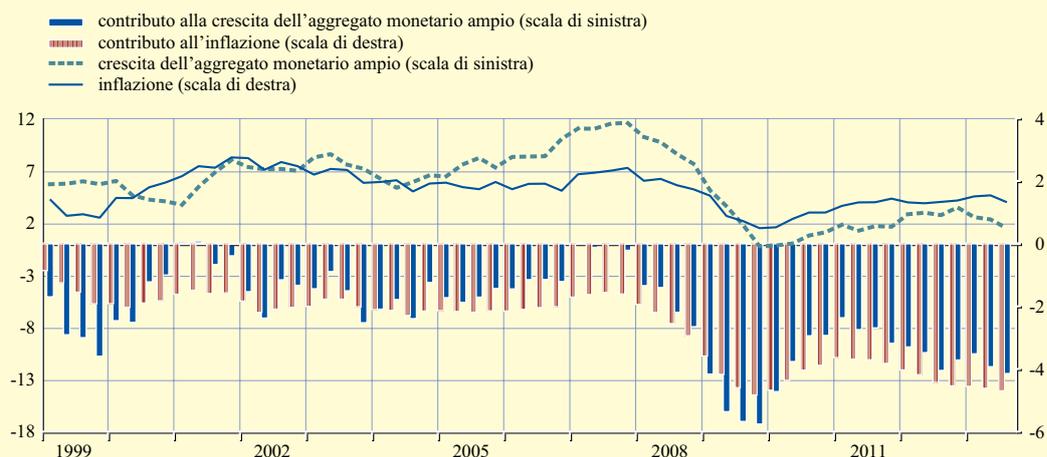
La figura A presenta il contributo di questi shock alla crescita dell'aggregato monetario ampio e all'inflazione. Esso è stato negativo e considerevole soprattutto fra il 2008 e il 2010, in linea con l'interpretazione secondo la quale le tensioni nel settore finanziario e il repentino calo degli investimenti hanno comportato una forte riduzione dei prestiti e della creazione di moneta. Anche le spinte inflazionistiche si sono di conseguenza attenuate, seppure in misura inferiore e con un certo ritardo⁴⁾.

La figura B analizza la struttura tipica di anticipo/ritardo fra crescita della moneta e inflazione mostrando la correlazione dinamica tra queste ultime in termini di contributo delle tipologie di shock richiamate in precedenza per diversi anticipi e ritardi. Numeri negativi/positivi sull'asse delle ascisse rappresentano i trimestri nei quali il contributo all'inflazione segue/anticipa quello alla crescita di M3. Dalla figura emerge che il contributo alla crescita della moneta anticipa quello all'inflazione di

- 1) Noto come modello Christiano, Motto e Rostagno (CMR), esso appartiene alla famiglia dei modelli dinamici stocastici di equilibrio generale (*Dynamic Stochastic General Equilibrium*, DSGE) e include 16 variabili riguardanti tra l'altro: attività economica, mercati dei beni e servizi e del lavoro, moneta, credito e lato finanziario dell'economia. Cfr. Christiano, L., Rostagno, M. e Motto, R., "Financial factors in economic fluctuations", *Working Paper Series*, n. 1192, BCE, Francoforte sul Meno, maggio 2010.
- 2) Per una scomposizione delle variabili relative all'area dell'euro in base agli shock, cfr. Fahr, S., Motto, R., Rostagno, M., Smets, F. e Tristani, O., "A monetary policy strategy in good and bad times: lessons from the recent past", *Economic Policy*, vol. 28, 2013, pagg. 243-288, o il riquadro "Andamenti monetari e dinamica macroeconomica: un'interpretazione strutturale" nell'articolo "Il rafforzamento dell'analisi monetaria", *Bollettino mensile*, BCE, novembre 2010.
- 3) Il modello strutturale si concentra soprattutto sulle relazioni alle frequenze corrispondenti al ciclo economico, anche se il comovimento fra le variabili monetarie e il livello dei prezzi si evidenzia nel lungo periodo. Per un'analisi della relazione a breve e a lungo termine tra moneta e inflazione, cfr. il riquadro "Causalità a breve e lungo termine di M3 rispetto all'inflazione nell'area dell'euro", *Bollettino mensile*, BCE, luglio 2007; per un approfondimento specifico sulla relazione a lungo termine, cfr. Benati, L., "Long run evidence on money growth and inflation", *Working Paper Series*, n. 1027, BCE, Francoforte sul Meno, marzo 2009.
- 4) Il calo dell'inflazione non rispecchia per intero il contributo degli shock a causa dell'effetto di compensazione esercitato da altri shock e in particolare dal calo della produttività.

Figura A Crescita dell'aggregato monetario ampio, inflazione e contributo degli shock

(tasso di variazione sui dodici mesi; contributo in punti percentuali)



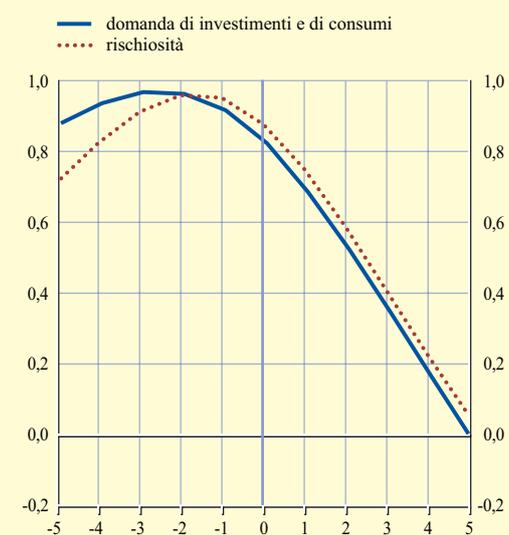
Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE basate sul modello CMR.

Note: il contributo alla crescita della moneta e all'inflazione deriva dalla scomposizione degli shock su base storica e include il contributo della rischiosità complessiva e della domanda di consumi/investimenti. L'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre del 2013.

alcuni trimestri e che la struttura esatta dell'anticipo dipende dalla tipologia di shock. Si prevede quindi che un rafforzamento della crescita della moneta determinato da queste due tipologie di shock sia seguito dopo alcuni trimestri da un aumento dell'inflazione. Gli aggregati monetari sono pertanto utili a valutare la trasmissione degli shock ai tassi di inflazione futuri.

Due canali di trasmissione principali possono spiegare la struttura di anticipo/ritardo del contributo tra le variabili nel modello considerato. In primo luogo gli shock positivi connessi alla domanda di investimenti e di consumi fanno crescere la spesa e ciò richiede la creazione di strumenti di pagamento monetari. All'aumentare della spesa, si sviluppano pressioni inflazionistiche. In secondo luogo gli shock favorevoli connessi alla rischiosità e al valore e alla disponibilità di garanzie reali per la crescita dei finanziamenti e degli investimenti influiscono sulla dinamica dei prestiti e della moneta e al tempo stesso fanno salire la domanda e l'inflazione⁵⁾.

Figura B Correlazione tra il contributo degli shock alla crescita dell'aggregato monetario ampio e all'inflazione



Fonte: elaborazioni della BCE basate sul modello CMR.

Note: i valori sull'asse delle ascisse indicano gli anticipi e i ritardi dell'inflazione (variazione sui dodici mesi del deflatore del PIL) rispetto alla crescita dell'aggregato monetario ampio (M3). I valori negativi indicano i trimestri nei quali la serie relativa all'inflazione è ritardata rispetto alla crescita di M3.

5) La reazione dinamica a uno shock per la rischiosità viene altresì analizzata nel riquadro "Il comportamento delle banche e gli andamenti della macroeconomia" nell'articolo "Offerta di moneta: il comportamento delle banche e le implicazioni per l'analisi monetaria", *Bollettino mensile*, BCE, ottobre 2011.

Nell'insieme, l'analisi mostra che gli shock originati nel lato finanziario e monetario dell'economia costituiscono una determinante fondamentale del comovimento della crescita della moneta e dell'inflazione. Essa conferma pertanto le precedenti evidenze circa il contenuto informativo degli andamenti degli aggregati monetari riguardo alle prospettive dell'inflazione. Le previsioni di inflazione basate sulla moneta possono quindi migliorare quelle fondate sull'analisi economica, come indicato in Fischer *et al*⁶⁾.

6) Fischer, B., Lenza, M., Pill, H. e Reichlin, L., "Monetary analysis and monetary policy in the euro area 1999-2006", *Journal of International Money and Finance*, vol. 28, 2009, pagg. 1138-1164.

2.2 LE PROPRIETÀ DI M1 QUALE INDICATORE ANTICIPATORE DELL'ATTIVITÀ

Come attesta l'evidenza empirica consolidata, nell'area dell'euro i punti di svolta dell'aggregato M1 in termini reali tendono ad anticipare quelli del PIL in termini reali⁷⁾. Dal punto di vista economico, tale relazione deriva probabilmente dal fatto che i saldi liquidi sono detenuti in M1 a fini principalmente transattivi e che di conseguenza la loro crescita costituisce un segnale premonitore di futuri aumenti della spesa. A volte possono tuttavia assumere rilevanza, anche predominante, altre motivazioni per la detenzione di tali saldi. Ad esempio, nelle fasi di incertezza elevata, considerazioni di portafoglio possono accrescere la preferenza per attività estremamente liquide e non rischiose quali i depositi inclusi in M1. In tali casi si pone la questione di capire se tali afflussi in M1 determinati da scelte di portafoglio possano distorcere o addirittura annullare le proprietà di questo aggregato quale indicatore anticipatore degli andamenti dell'economia reale.

Per affrontare tale questione, gli andamenti di M1 in termini reali sono interpretati utilizzando un modello autoregressivo vettoriale con parametri variabili nel tempo (TV-VAR)⁸⁾. Esso fornisce una rappresentazione statistica estremamente flessibile dei dati, permettendo variazioni nel tempo della relazione dinamica tra le variabili, e costituisce pertanto un quadro particolarmente appropriato per valutare il contenuto informativo delle variabili monetarie in un periodo in cui il livello molto basso dei tassi di interesse a breve termine può avere modificato la preferenza dei detentori di moneta per gli strumenti liquidi e la relazione storica tra M1 e le altre variabili economiche⁹⁾.

La teoria economica può informare il modello TV-VAR in modo da renderlo utilizzabile per scomporre gli andamenti osservati di M1 in termini di contributo delle forze sottostanti che li determinano¹⁰⁾. Tale scomposizione è presentata nella figura 4, che individua il contributo alla crescita di M1 in termini reali fornito dalle turbative alle preferenze di spesa del settore privato e alla produttività, oltre che dalle turbative al livello del costo opportunità di detenere M1. Essa mostra come la domanda aggregata e la produttività abbiano influito sulla componente ciclica della crescita di M1 in

7) Cfr. il riquadro "Fatti stilizzati relativi alla moneta e al credito rispetto al ciclo economico", *Bollettino mensile*, BCE, ottobre 2013.

8) Il modello, che considera anche la volatilità stocastica, si basa sulla metodologia presentata in Gambetti, L. e Musso, A., "Loan supply shocks and the business cycle", *Working Paper Series*, n. 1469, BCE, Francoforte sul Meno, settembre 2012. La specificazione utilizzata in questa sede include il PIL in termini reali, il deflatore del PIL, un tasso di interesse del mercato monetario a breve termine e l'aggregato M1 deflazionato in base al deflatore del PIL.

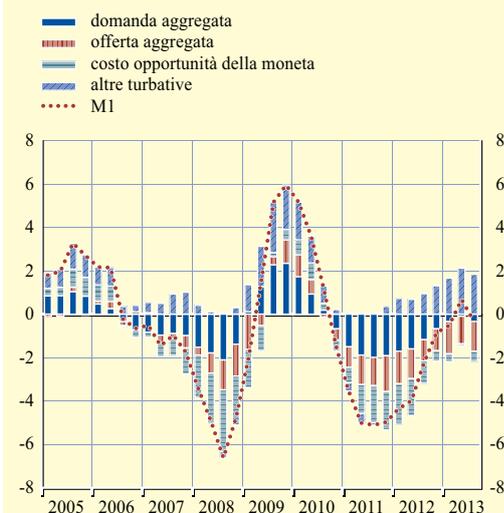
9) La letteratura macroeconomica empirica recente ha di fatto dimostrato che i modelli multivariati con volatilità stocastica e parametri variabili nel tempo forniscono alcuni vantaggi ai fini dell'analisi strutturale in presenza di variazioni potenziali delle relazioni che possono essere intervenute negli anni recenti per il contesto di tassi di interesse a breve termine bassi e prossimi alla soglia zero. Cfr. ad esempio Baumeister, C. e Benati, L., "Unconventional Monetary Policy and the Great Recession: Estimating the Macroeconomic Effects of a Spread Compression at the Zero Lower Bound", *International Journal of Central Banking*, vol. 9-2, 2013, pagg. 165-212.

10) Ciò comporta più formalmente l'imposizione di restrizioni di segno derivate da modelli teorici, come in Andrés, J., López-Salido, J. D. and Nelson, E., "Money and the natural rate of interest: Structural estimates for the United States and the euro area", *Journal of Economic Dynamics & Control*, vol. 33, 2009, pagg. 758-776.



Figura 4 Determinanti alla base degli andamenti di M1 in termini reali

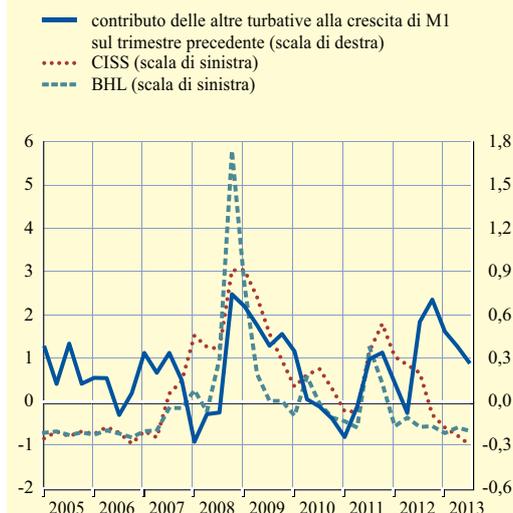
(tasso di variazione sui dodici mesi; scostamenti dalla media; contributo in punti percentuali)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.
 Note: questa scomposizione del tasso di crescita sui dodici mesi di M1 in termini reali si basa su un tasso di crescita medio del 5,5 per cento fra il 1999 e il 2013. L'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre del 2013.

Figura 5 Misure dell'incertezza finanziaria e contributo degli "altri" fattori alla crescita di M1 sul trimestre precedente

(contributo in punti percentuali; indice)



Fonti: Thomson Reuters, BCE ed elaborazioni della BCE.
 Note: CISS è l'indicatore composto delle tensioni sistemiche. Per maggiori dettagli, cfr. Hollo, D., Kremer, M. e Lo Duca, M., "CISS - a composite indicator of systemic stress in the financial system", *Working Paper Series*, n. 1426, BCE, Francoforte sul Meno, marzo 2012. BHL è l'indice derivato in Bekaert, G., Hoerova, M. e Lo Duca, M., "Risk, uncertainty and monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, vol. 60, 2013, pagg. 771-788. Le misure dell'incertezza sono state normalizzate a una media di zero e una deviazione standard di 1. L'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre del 2003.

termini reali e in particolare evidenzia l'azione di freno esercitata da queste due forze sia durante la recessione del 2007-2008 sia nel periodo più recente.

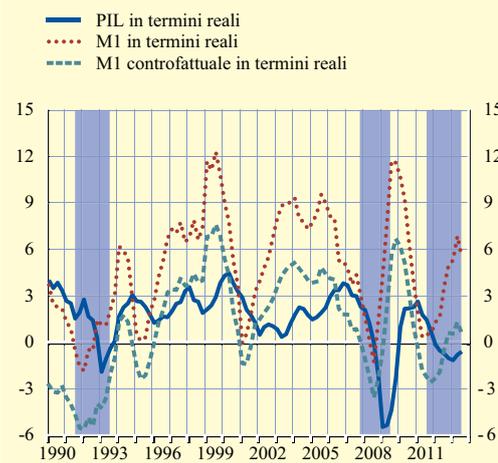
La scomposizione sta inoltre a indicare che la dinamica di M1 ha altresì risentito in misura significativa dell'effetto di "altri" fattori. Questi ultimi hanno in particolare favorito la crescita di M1 in termini reali prima tra il quarto trimestre del 2008 e il terzo del 2010 e successivamente a partire dal terzo trimestre del 2011¹¹⁾, due periodi caratterizzati da un aumento delle tensioni finanziarie. Nel primo periodo, l'aumento ha fatto seguito al tracollo di Lehman Brothers. Nel secondo, l'acuirsi delle tensioni nei mercati europei delle obbligazioni sovrane ha intensificato le tensioni finanziarie nel settore bancario dell'area dell'euro e nel sistema finanziario più ampio. Le tensioni nei mercati finanziari sono generalmente connesse a un aumento delle incertezze circa la valutazione delle attività finanziarie e reali e influiscono pertanto sulle scelte di portafoglio. Accrescendo di norma il valore dell'attesa, l'incertezza induce a posticipare le decisioni di spesa e di investimento e quindi ad accumulare moneta. Nella misura in cui tale scenario corrisponde alla realtà, maggiori disponibilità di M1 non prefigurano aumenti imminenti della spesa. La figura 5 mostra che il contributo degli "altri" fattori alla crescita di M1 è connesso molto strettamente alle misure dell'incertezza finanziaria in tale periodo, come era già avvenuto all'epoca del tracollo di Lehman Brothers, e che può quindi essere almeno in parte imputato alle variazioni della domanda di M1 connesse all'incertezza.

11) Nel secondo episodio, l'impatto è divenuto visibile nel contributo al tasso di crescita annuo solo nel quarto trimestre del 2011.

Sotto l'impulso del contributo positivo fornito dagli "altri" fattori alla fine del 2011, come mostra la figura 5, la crescita di M1 in termini reali ha raggiunto un punto di svolta quasi due anni (circa sette trimestri) prima di quello che si osserva nella crescita del PIL in termini reali (cfr. figura 6). Ciò si discosta dal profilo consueto di un anticipo di tre-quattro trimestri. La misura controfattuale della crescita di M1 che esclude il contributo degli "altri" fattori, e che può quindi essere considerata per lo più immune dall'impatto delle variazioni della domanda di moneta connesse alle incertezze durante tale periodo, ha raggiunto il punto di svolta solo nel quarto trimestre del 2011, il che corrisponde a un anticipo di appena cinque trimestri rispetto al minimo della crescita del PIL in termini reali ed è sostanzialmente in linea con la regolarità storica. Di conseguenza, filtrando gli andamenti di M1 osservati per rimuovere l'impatto dell'incertezza è stato possibile in larga parte ripristinare le proprietà di M1 quale indicatore anticipatore dei punti di svolta del PIL in termini reali. L'utilizzo di questa serie "corretta" di M1 come indicatore anticipatore dell'attività economica ha pertanto evitato interpretazioni erranee dei dati relativi alla crescita complessiva di M1 nel periodo considerato. Benché importante, tale analisi è parziale e la relazione tra l'aggregato monetario ristretto, le misure dell'incertezza e l'attività economica deve essere integrata più formalmente nei modelli economici.

Figura 6 Crescita del PIL in termini reali, crescita di M1 in termini reali e crescita corretta di M1 in termini reali

(tasso di variazione sui dodici mesi)



Fonti: BCE, Eurostat e CEPR.

Note: le parti ombreggiate delimitano le recessioni nell'area dell'euro individuate dal Business Cycle Dating Committee del CEPR. Per la derivazione della serie di M1 corretta in termini reali, cfr. il testo principale dell'articolo. Tutte le variabili sono deflazionate con il deflatore del PIL. L'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre del 2013.

3 DISAMINA DEI PRESTITI AGGREGATI DELLE ISTITUZIONI FINANZIARIE MONETARIE AL SETTORE PRIVATO NON FINANZIARIO DELL'AREA DELL'EURO

CONSIDERAZIONI GENERALI

Negli ultimi anni gli andamenti dei prestiti al settore privato nell'area dell'euro sono stati influenzati da fattori straordinari connessi alla crisi economica e finanziaria, tra cui le variazioni persistenti dell'avversione al rischio e della sua percezione da parte degli operatori economici nei mercati del credito (vale a dire prestatori, mutuatari effettivi o potenziali e investitori) e una serie di misure non convenzionali di politica monetaria volte a ripristinare l'adeguato funzionamento del meccanismo di trasmissione. Inoltre, la crisi del debito sovrano - assieme ad altri fattori - ha accresciuto le differenze tra paesi in vari ambiti e determinato tra l'altro una frammentazione atipica dei mercati del credito.

Tali andamenti hanno fatto emergere nuove sfide nell'analisi dei prestiti al settore privato non finanziario. Per affrontarle, sono stati resi disponibili nuovi dati provenienti tra l'altro dall'indagine sull'accesso al credito delle piccole e medie imprese nell'area dell'euro (*Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area*)¹²⁾ e dalle serie statisti-

12) I dati relativi all'indagine sono disponibili a partire dal 2009. Per le statistiche più recenti, cfr. il riquadro "I risultati dell'indagine sull'accesso al credito delle piccole e medie imprese nell'area dell'euro per il periodo da aprile a settembre 2013", *Bollettino mensile*, BCE, novembre 2013.

che riguardano le singole istituzioni finanziarie monetarie (da settembre 2012, cfr. riquadro 2). Oltre ai nuovi dati, l'analisi della crescita dei prestiti nel contesto attuale ha richiesto progressi nelle metodologie di modellizzazione. Alcuni di questi sono illustrati nelle sottosezioni seguenti e includono: estensioni dei quadri di riferimento disponibili per la modellizzazione della domanda di prestiti; introduzione di nuovi modelli per la previsione condizionata dei prestiti; estensioni dei modelli empirici per l'analisi strutturale, con lo scopo di individuare le restrizioni dal lato dell'offerta di prestiti. I progressi presentati in questo articolo vanno visti come esempi illustrativi delle tecniche di analisi della crescita dei prestiti, che sono oggetto di costanti miglioramenti.

PROGRESSI NELLA MODELLIZZAZIONE DELLA DOMANDA DI PRESTITI

Il calo osservato nella crescita annua dei prestiti al settore privato dalla metà del 2011 ha sollevato una serie di interrogativi importanti a fini di policy. Si pone la questione essenziale di capire se i fondi veicolati dal settore bancario verso le famiglie e le società non finanziarie (SNF) sono sufficienti a sostenere la ripresa dei consumi e degli investimenti del settore privato o se invece le difficoltà strutturali residue o altre problematiche agiscono da freno sulla futura ripresa. In questo senso diventa essenziale valutare gli andamenti dei prestiti bancari al settore privato non finanziario, vale a dire alle famiglie e alle SNF. Da un lato ciò deriva dalla perdurante fondamentale importanza dei prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) quale fonte di finanziamento per le SNF (oltre che per le famiglie) nell'area dell'euro, nonostante la crescita del ruolo svolto dalle emissioni di debito societario dall'inizio della crisi¹³⁾. Dall'altro le SNF e le famiglie rappresentano i principali settori trainanti della domanda interna privata, mentre gli intermediari finanziari non monetari (vale a dire le compagnie di assicurazione, i fondi pensione e gli altri intermediari finanziari) tendono a fondare le loro decisioni su considerazioni di natura finanziaria, il che determina afflussi di prestiti più volatili in questo settore.

È quindi di importanza centrale appurare se l'offerta di prestiti delle IFM al settore privato non finanziario sia sufficiente a sostenere la ripresa dell'attività economica. La questione può essere affrontata attraverso simulazioni che tengano conto della fase del ciclo economico e delle relazioni storiche tra le variabili nel contesto di modelli standard della domanda di prestiti, i quali devono tuttavia essere adattati alle circostanze attuali. Essi devono non solamente concentrarsi sul settore privato non finanziario, più che sul settore privato in generale, per fare astrazione dall'eccessiva volatilità derivante dalle forze che agiscono nei soli mercati finanziari, ma anche considerare altri fattori che sono divenuti delle determinanti potenzialmente importanti dei prestiti bancari. Tra questi figurano le misure non convenzionali di politica monetaria introdotte dalla BCE nell'area dell'euro negli ultimi anni per sostenere il sistema bancario e quindi, indirettamente, anche i mercati del credito (dalle misure di "maggiore sostegno al credito" adottate a partire da ottobre 2008 alle due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre anni annunciate a dicembre 2011). La crisi ha altresì esercitato forti pressioni sugli utili e i bilanci di imprese e banche e ha determinato sostanziali modifiche dell'avversione al rischio e della sua percezione.

Tenuto conto di quanto sopra, il modello standard della domanda di prestiti utilizzato nell'area dell'euro dall'avvio della Terza fase dell'Unione economica e monetaria (UEM) nel contesto dell'analisi monetaria e delle proiezioni macroeconomiche trimestrali degli esperti dell'Eurosistema e della BCE, basato sull'approccio che segue il modello vettoriale a correzione d'errore (*vector*

13) Cfr. ad esempio *Corporate finance and economic activity in the euro area*, Structural Issues Report della Task Force del Comitato per la politica monetaria del SEBC, *Occasional Paper Series*, n. 151, BCE, Francoforte sul Meno, agosto 2013.

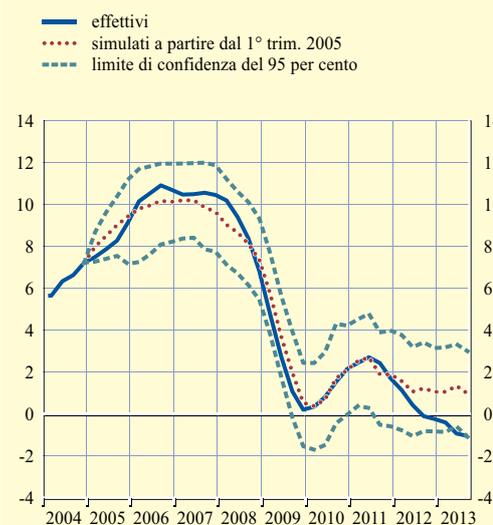
error-correction model, VECM), è stato oggetto di considerevoli modifiche¹⁴⁾. Tra queste figurano uno spostamento dell'accento dai prestiti al settore privato a quelli al settore privato non finanziario e l'inclusione del differenziale Eonia (euro overnight index average) – vale a dire la differenza tra l'Eonia e il tasso per le operazioni di rifinanziamento principale – e delle variabili di rischio quali variabili esogene nel modello. Il differenziale Eonia viene utilizzato per valutare la misura in cui le misure non convenzionali della BCE volte a immettere liquidità hanno alleviato i vincoli di finanziamento delle banche e hanno indirettamente favorito l'offerta di prestiti bancari all'economia reale durante la crisi. Le variabili di rischio sono a loro volta impiegate per valutare la misura in cui il deterioramento della redditività e dei bilanci delle banche e l'aumento dell'avversione al rischio e della sua percezione possono avere agito da freno sulla crescita del credito bancario negli ultimi anni¹⁵⁾.

Tale modello aiuta a valutare se gli andamenti dei prestiti delle IFM al settore privato non finanziario sono in linea con le condizioni macroeconomiche e finanziarie correnti e con le regolarità storiche. Più precisamente, l'esercizio può essere condotto effettuando una previsione condizionata dei prestiti delle IFM a partire dal 2005

(vale a dire, dal periodo immediatamente antecedente la forte crescita dei prestiti osservata tra il 2006 e il 2007) sulla base dei parametri stimati utilizzando i dati fino alla metà del 2010 (cioè subito prima della crisi del debito sovrano) e degli andamenti effettivi delle variabili esplicative nell'intero periodo in esame¹⁶⁾. Le simulazioni fondate sulla versione più recente del VECM esteso stanno a indicare che, fino al terzo trimestre del 2013, i prestiti al settore privato non finanziario evidenziavano un profilo sostanzialmente in linea con lo stato corrente del ciclo economico, le condizioni di finanziamento e le regolarità storiche (cfr. figura 7). Dalla metà del 2013, tuttavia, il loro tasso di espan-

Figura 7 Andamenti effettivi e simulati dei prestiti delle IFM al settore privato non finanziario nell'area dell'euro

(variazioni percentuali annue)



Fonti: BCE, Eurostat, Moody's ed elaborazioni della BCE.

Note: basato su un modello vettoriale a correzione d'errore con tre ritardi in base al criterio di informazione di Akaike. Il modello collega i prestiti delle IFM al settore privato non finanziario (corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni) al PIL in termini reali, ai prezzi delle abitazioni, al tasso di interesse di mercato composto, al differenziale Eonia, al rischio societario e al rischio bancario. La simulazione è stata effettuata a partire dal primo trimestre del 2005, con i parametri del modello stimati per il periodo compreso fra il primo trimestre del 1985 e il secondo trimestre del 2010, sulla base degli andamenti effettivi delle variabili esplicative. L'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre del 2013.

14) Questi modelli non solo spiegano la crescita dei prestiti sulla base dei movimenti a breve termine delle variabili esplicative, ma forniscono anche stime quantitative del livello di "equilibrio" di lungo periodo di tale crescita e permettono quindi di monitorare l'accumularsi di eccessi e la correzione degli stessi nel tempo. Per le prime applicazioni a dati relativi all'area dell'euro, cfr. Calza, A., Gartner, C. e Sousa, J., "Modelling the demand for loans to the private sector in the euro area", *Applied Economics*, vol. 35, 2003, pagg. 107-117. Per l'utilizzo dei modelli della domanda di prestiti nei singoli settori nel quadro delle proiezioni macroeconomiche trimestrali formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE, e per altre applicazioni più recenti, cfr. Papademos, L.D. e Stark, J., *op. cit.* (in particolare, l'allegato 6 del capitolo 7).

15) Altre varianti includono la sostituzione dei tassi di interesse di mercato a breve e lungo termine con il tasso di interesse di mercato composto, calcolato come media ponderata dei tassi di interesse di mercato a breve e lungo termine utilizzando in qualità di pesi le quote delle consistenze di prestiti a breve e lungo termine alle società non finanziarie e alle famiglie sul totale dei prestiti al settore privato non finanziario, come variabile di costo, e includendo i prezzi delle abitazioni in termini reali nella relazione a lungo termine per poter valutare l'impatto sui prestiti esercitato dalla dinamica del mercato immobiliare.

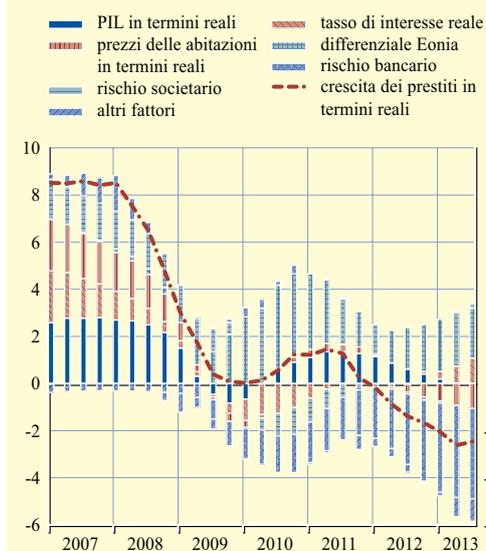
16) Per rilevare l'impatto delle misure non convenzionali e dei rischi specifici delle banche sugli andamenti dei prestiti durante la crisi finanziaria e del debito sovrano, è stato necessario estendere il periodo di stima oltre l'inizio della simulazione. Di fatto, prima della crisi i valori del differenziale Eonia e del rischio specifico delle banche erano irrilevanti.

sione ha raggiunto i valori più bassi della soglia di incertezza. Si può di conseguenza affermare che la crescita dei prestiti nell'area dell'euro è debole, ma che tale debolezza riflette probabilmente forze spiegabili sulla base delle condizioni economiche correnti. Al tempo stesso, tenuto conto dei possibili problemi di endogeneità, questi risultati vanno interpretati con cautela ¹⁷⁾.

Un'ulteriore applicazione del modello VECM esteso, che può fornire informazioni utili a interpretare gli andamenti dei prestiti, è rappresentata dalla scomposizione della crescita di questi ultimi in termini dei fattori esplicativi determinanti. Anche se il modello non è strutturale, e non permette quindi un'analisi di causalità, la scomposizione può offrire utili ragguagli sulle determinanti approssimate. Dal VECM esteso si evince che l'andamento robusto dei prestiti al settore privato non finanziario fino al 2007 è principalmente imputabile al vigore dell'attività economica reale, al continuo aumento dei prezzi delle abitazioni in termini reali e alla sottovalutazione del rischio (cfr. figura 8). Anche la debolezza attuale va ricondotta a più fattori. Il primo è il basso livello di attività economica e nel mercato immobiliare: lo dimostra il fatto che il contributo alla crescita dei prestiti derivante dall'attività economica è sostanzialmente nullo e quello fornito dai prezzi delle abitazioni è negativo da diversi trimestri ¹⁸⁾. Il secondo è rappresentato dai rischi specifici delle banche, i quali continuano anch'essi a esercitare una forte azione di freno sui prestiti, rispecchiando verosimilmente le posizioni patrimoniali ancora deboli di tali soggetti e la capacità limitata di questi ultimi di assorbire nuovi shock negativi e svalutazioni di crediti. Questi fattori possono limitare la capacità delle banche di assumere rischi e di concedere credito all'economia reale, nonostante la loro ricapitalizzazione negli ultimi trimestri. Nel contempo il VECM sembra indicare che le operazioni di immissione di liquidità condotte finora dalla BCE e il livello basso dei tassi di interesse della politica monetaria rimangono gli unici fattori a sostegno della dinamica dei prestiti. Essi hanno nello specifico alleviato le tensioni sulla raccolta bancaria, contenuto gli effetti sull'offerta di credito e abbassato i costi di finanziamento delle banche e dell'economia nel complesso, come appare evidente dal contributo positivo del differenziale Eonia e dei tassi di interesse reali sulla crescita del credito negli ultimi trimestri. Aggiungendo quindi il contributo dei fattori rappresentati dal differenziale Eonia e dal rischio bancario si ottiene un quadro migliore dell'impatto effettivo dei fattori specifici delle banche sulla dinamica dei prestiti.

Figura 8 Scomposizione della crescita dei prestiti al settore privato non finanziario nell'area dell'euro

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



Fonti: BCE, Eurostat, Moody's ed elaborazioni della BCE.
 Note: cfr. figura 7. Il rischio societario e quello bancario sono derivati regredendo i tassi attesi di insolvenza (*Expected Default Frequencies*, EDF) delle SNF sul PIL in termini reali e gli EDF delle banche sugli EDF delle SNF. I residui di queste regressioni sono poi utilizzati nell'equazione dei prestiti per calcolare separatamente le proxy dei rischi societari e bancari e per distinguere questi ultimi da quelli di natura macroeconomica. Il periodo di stima del modello è compreso fra il primo trimestre del 1985 e lo stesso periodo del 2013. L'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre del 2013.

17) Più precisamente, l'evoluzione dei fondamentali utilizzati nel modello dipende anche dalla disponibilità di credito e dalle condizioni di finanziamento, a suggerire il possibile effetto dei problemi di endogeneità.

18) Il contributo medio del PIL in termini reali alla crescita annua dei prestiti in termini reali è di circa due punti percentuali nel periodo di stima del modello e sostanzialmente pari a zero al momento attuale.

PROGRESSI NEI MODELLI PER LA FORMULAZIONE DI PREVISIONI CONDIZIONATE RIGUARDANTI I PRESTITI ALLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

Una delle caratteristiche principali della crisi finanziaria che ha colpito l'economia dell'area dell'euro negli ultimi anni è rappresentata dall'emergere di una significativa frammentazione, anche tra paesi appartenenti all'area, cui non sono rimasti immuni i mercati del credito. Per la politica monetaria, questo aspetto della crisi non ha comportato modifiche al ruolo della BCE nella stabilizzazione macroeconomica, che rimane il mantenimento della stabilità dei prezzi. Ha tuttavia implicato correzioni dell'intensità e del ventaglio di strumenti di policy utilizzati per riparare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria riducendo la frammentazione nell'economia¹⁹⁾. Nell'insieme, nel contesto dell'analisi monetaria, l'emergere di una frammentazione finanziaria significativa ha reso necessario un affinamento degli strumenti necessari per valutare l'evoluzione dei mercati del credito. Più precisamente, se l'area dell'euro rimane l'aggregato geografico ed economico di riferimento per l'analisi economica e monetaria condotta dalla BCE, la frammentazione finanziaria e l'accresciuta eterogeneità degli andamenti nei mercati del credito dei vari paesi dell'area durante la crisi finanziaria giustificano l'aggiunta di una prospettiva nazionale a quella relativa all'intera area.

Un esempio di tale sforzo nel quadro dell'analisi monetaria è costituito dal modello VAR bayesiano (BVAR) *multi-country* recentemente sviluppato per i prestiti alle SNF, che estende il modello di Giannone, Lenza e Reichlin (2012)²⁰⁾. Rispetto ad altri modelli, quali il VECM richiamato in precedenza, esso presenta il vantaggio di consentire l'analisi contemporanea di un ampio ventaglio di variabili senza incorrere nel cosiddetto "curse of dimensionality" tipico di contesti ricchi di dati. Inoltre, il raffronto tra i risultati del VECM aggregato per l'area dell'euro e quelli specifici per paese derivanti dal BVAR consente una verifica incrociata di risultati e interpretazioni tra strumenti.

Il modello BVAR *multi-country* sviluppato di recente aiuta a valutare gli andamenti dei prestiti non solo da un punto di vista specifico per paese, ma anche in un'ottica settoriale più specifica, focalizzando l'attenzione sui prestiti alle SNF. Tale focalizzazione può essere giustificata dal fatto che i prestiti settoriali evidenziano proprietà cicliche differenti e dipendono da determinanti lievemente diverse, aspetti che possono assumere particolare rilevanza nell'analisi degli andamenti a livello di singoli paesi. Più precisamente, il modello include 30 variabili macroeconomiche e del credito relative alle quattro economie principali dell'area dell'euro: Germania, Francia, Italia e Spagna²¹⁾.

Questo modello può essere utilizzato per verificare se la dinamica osservata dei prestiti alle SNF è in linea con le aspettative fondate sulla fase corrente del ciclo economico e sulle regolarità storiche in base a una simulazione simile a quella effettuata impiegando il VECM, con differenze minime dettate principalmente dalle differenze tecniche tra i due modelli. A titolo illustrativo, la dinamica osservata dei prestiti alle SNF è posta a confronto con quella prevista a partire dal terzo trimestre

19) Per un approfondimento di tale analisi, cfr. "Monetary policy in a fragmented world", discorso pronunciato da Benoît Cœuré in occasione della 41ª *Economics Conference* della Oesterreichische Nationalbank, Vienna, 10 giugno 2013.

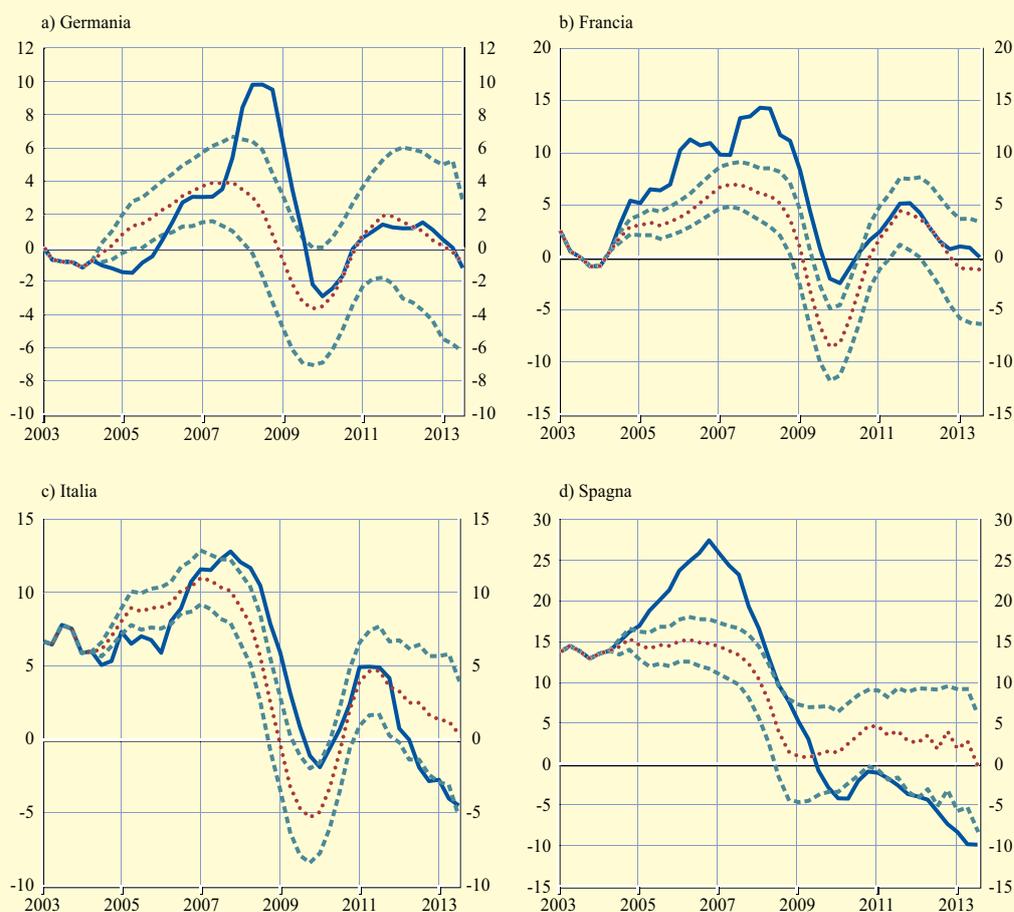
20) Giannone, D., Lenza, M. e Reichlin, L., "Money, credit, monetary policy and the business cycle in the euro area", *CEPR Discussion Paper*, n. 8944, aprile 2012. Per maggiori dettagli, cfr. Altavilla C., Giannone, D. e Lenza, M., "The financial and macroeconomic effects of the OMT announcements", *CSEF Working Paper*, n. 352, gennaio 2014.

21) Le variabili incluse per ciascun paese sono: PIL in termini reali; deflatore del PIL; M3; prestiti alle società non finanziarie (SNF); rendimenti sui titoli di Stato a dieci anni; tassi sui prestiti alle SNF; tassi attesi di insolvenza (*Expected Default Frequencies*, EDF) delle SNF; per l'area dell'euro, il tasso Eonia e una misura della volatilità del mercato obbligazionario dell'area. Gli EDF sono calcolati da Moody's Analytics e misurano la probabilità di insolvenza delle SNF in diversi scenari macroeconomici. La volatilità implicita delle obbligazioni nell'area dell'euro (a composizione variabile) viene ottenuta calcolando la media della volatilità implicita (a fine periodo) delle opzioni *call* e *put* sui contratti *future* Eurex Generic 1st "RX". Tali contratti sono basati sui titoli di debito nazionali a lungo termine emessi dal governo federale tedesco con scadenze comprese tra 8,5 e 10,5 anni.

Figura 9 Andamenti effettivi e simulati dei prestiti alle SNF sulla base di un modello VAR bayesiano multi-country

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

— effettivi
 simulati (mediana della distribuzione a posteriori)
 - - - intervallo del 95 per cento (percentili 2,5 e 97,5 della distribuzione a posteriori)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: il modello include Germania, Francia, Italia e Spagna. Le variabili incluse per ciascun paese sono: PIL in termini reali, deflatore del PIL, M3, credito alle SNF, rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni, tassi sui prestiti alle SNF, EDF delle SNF. Le variabili incluse per l'insieme dell'area dell'euro sono l'Eonia e la volatilità del mercato delle obbligazioni dell'area dell'euro. Simulazioni effettuate a partire dal terzo trimestre del 2004 con i parametri del modello stimati per il periodo compreso tra il primo trimestre del 1991 e il secondo del 2004 (simulazione *out-of-sample*) sulla base degli andamenti effettivi delle variabili esplicative. L'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre del 2013.

del 2004 sulla base delle relazioni antecedenti il boom del credito tra le variabili (vale a dire, i parametri del modello stimati per il campione dal primo trimestre del 1991 al secondo del 2004) e degli andamenti macroeconomici osservati (cioè degli andamenti effettivi di tutte le variabili esplicative tranne i prestiti nell'orizzonte previsivo).

Dalla simulazione emerge che, in tutti e quattro i paesi, la crescita dei prestiti alle SNF è stata eccessiva per qualche tempo prima dello scoppio della crisi (cfr. figura 9). Ciò contrasta con i risultati ottenuti utilizzando il VECM per l'area dell'euro, dai quali non emergono riscontri di un eccesso di credito nel periodo considerato, forse perché questo secondo modello include una componente

che rileva la sottovalutazione del rischio. La differenza è quindi da ricondurre in parte alle diverse variabili e tecniche di modellizzazione utilizzate. Per quanto concerne i trimestri più recenti, la simulazione basata sul BVAR suggerisce che in Germania e Francia la crescita dei prestiti alle SNF negli ultimi quattro anni è stata sostanzialmente in linea con la fase del ciclo economico e con le regolarità passate. In Italia e soprattutto in Spagna, invece, è apparsa più debole di quanto prevedibile in base alle regolarità storiche. Tali risultati sarebbero coerenti con quelli del VECM. Ciò segnala la possibile determinante alla base del recente avvicinamento della crescita osservata dei prestiti al settore privato non finanziario alla soglia inferiore della simulazione basata sul secondo modello e contribuisce di conseguenza ad accreditare la robustezza di tali risultati. Al tempo stesso, la simulazione basata sul BVAR mostra che il livello attuale delle consistenze di prestiti alle SNF implicito nelle previsioni condizionate è prossimo a quello effettivo osservato sia in Spagna sia in Italia è ciò sta a indicare che la recente debolezza dei prestiti alle SNF rappresenta principalmente una correzione della crescita eccessiva registrata negli anni precedenti.

PROGRESSI NELLA MODELLIZZAZIONE STRUTTURALE EMPIRICA DEGLI SHOCK DAL LATO DELL'OFFERTA DI PRESTITI

Dal punto di vista della politica monetaria, è importante comprendere le determinanti principali dei prestiti al settore privato. Una questione essenziale a questo riguardo concerne l'importanza relativa dei fattori dal lato della domanda rispetto a quelli dal lato dell'offerta. Al momento attuale è ad esempio necessario valutare se la debole dinamica dei prestiti sia da ricondurre soprattutto all'insufficiente domanda da parte dei mutuatari potenziali oppure a restrizioni dell'offerta connesse a problemi nel settore bancario, quali le difficoltà di provvista, che pregiudicano la concessione di finanziamenti alle famiglie e alle SNF. Nel primo caso, in determinate condizioni, la banca centrale può di fatto intervenire in modo ottimale con misure convenzionali di politica monetaria a sostegno dell'economia nel suo insieme. Nel secondo, quando gli andamenti deboli sono imputabili a restrizioni dell'offerta connesse ad esempio al malfunzionamento dei mercati interbancari, essa può invece attuare misure non convenzionali di politica monetaria per sostenere il settore bancario alleviando i problemi che limitano l'offerta ottimale di prestiti al settore privato e quindi favorendo indirettamente la ripresa dell'attività economica. Al tempo stesso, in una prospettiva di politica monetaria, è essenziale distinguere i casi in cui i mercati del credito costituiscono la fonte delle turbative o degli shock da quelli in cui invece propagano shock generati in altri settori dell'economia (ad esempio, variazioni inattese del clima di fiducia degli investitori oppure innovazioni tecnologiche non previste). Le condizioni dei bilanci bancari costituiscono invero una determinante importante dell'offerta di prestiti alle famiglie e alle SNF. Esse variano sia endogenamente a causa delle condizioni economiche sia esogenamente come conseguenza di fattori che influiscono direttamente sul patrimonio e sulla capacità di finanziamento delle banche.

Per distinguere l'impatto sui flussi di prestito derivante dalla domanda da quello esercitato dall'offerta e gli effetti connessi agli shock dal lato dell'offerta di credito da quelli imputabili alla propagazione di altri shock attraverso i mercati creditizi sono possibili diversi approcci, dalla valutazione dei dati delle indagini alle stime delle restrizioni nell'offerta di prestiti basate su modelli²²⁾. Se i risultati delle indagini e i modelli in forma ridotta possono fornire indicazioni utili circa il ruolo delle determinanti del credito dal lato della domanda e dell'offerta, solo i modelli strutturali permettono un'analisi causale. A tale proposito, un esempio recente di estensione di un modello strutturale empirico volto a individuare gli shock dal lato dell'offerta di prestiti è rappresentato dallo sviluppo di un modello strutturale di autoregressione vettoriale (VAR) con parametri variabili nel tempo e volatilità stoca-

22) Per un'analisi più dettagliata, cfr. ad esempio l'articolo "Andamenti recenti dei prestiti al settore privato", *Bollettino mensile*, BCE, gennaio 2011.

stica (TV-VAR) simile a quello sulle proprietà di M1 quale indicatore anticipatore dell'attività presentato nella sezione 2.2²³⁾. Il modello si concentra sui prestiti al settore privato non finanziario e permette l'individuazione degli shock dal lato dell'offerta nell'area dell'euro. L'adozione di un modello che utilizza parametri variabili nel tempo e volatilità stocastica è importante, poiché negli ultimi anni il contesto macroeconomico ha subito modifiche quali: una flessione strutturale della volatilità macroeconomica iniziata tra la metà degli anni '80 e i primi anni '90, a seconda dei paesi considerati; variazioni della volatilità degli shock e possibili modifiche strutturali graduali ulteriori dell'economia, che influiscono ad esempio in modo persistente sull'avversione al rischio degli operatori economici, come risultato dell'insolitamente protratta e profonda crisi economica e finanziaria recente. I modelli TV-VAR rappresentano quindi un modo per stimare l'impatto degli shock dal lato dell'offerta di prestiti rilevando le variazioni dei parametri e la volatilità stocastica che contraddistinguono le variabili macroeconomiche, monetarie e finanziarie. Gli shock dal lato dell'offerta di prestiti sono individuati ipotizzando che, se negativi, siano connessi a un calo dei volumi e a un aumento del costo

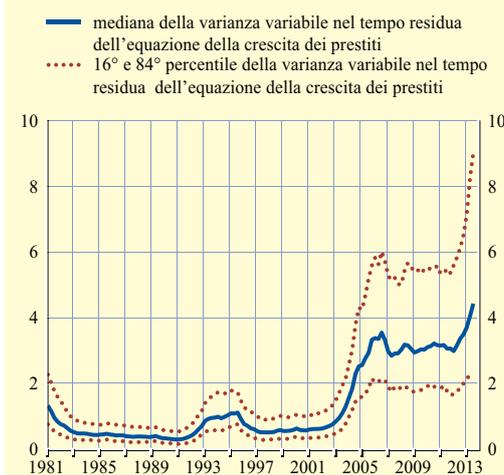
dei prestiti in quanto si presuppone che le banche possano attuare una restrizione inattesa dell'offerta dei prestiti riducendo i volumi e/o aumentando i tassi e che entrambi gli effetti siano visibili a livello aggregato. Si ipotizza inoltre che tali shock determinino fra l'altro un calo del PIL in termini reali e dell'inflazione misurata sullo IAPC, poiché il loro effetto sfavorevole sulle famiglie e le SNF indurrebbe una riduzione della spesa di questi settori e farebbe quindi calare la domanda aggregata²⁴⁾.

I riscontri fondati sul modello TV-VAR attestano la presenza di segnali di variazioni nel tempo nell'area dell'euro tra il 1980 e il 2013, sia nei parametri sia nella volatilità dei residui. Ciò vale ad esempio per la varianza dell'equazione della crescita dei prestiti, che è aumentata negli anni più recenti del periodo considerato (cfr. figura 10). Tale risultato si può interpretare come un riflesso della maggiore volatilità che ha caratterizzato le condizioni macroeconomiche e creditizie dagli inizi della crisi, come conferma il fatto che in tali anni si rileva un aumento analogo della varianza delle equazioni di gran parte delle altre variabili del modello, compresa la crescita del PIL in termini reali.

Per affrontare la questione dell'importanza relativa delle determinanti dal lato della domanda rispetto a quelle dal lato dell'offerta di prestiti e comprendere se i mercati del credito sono all'origine delle

Figura 10 Volatilità stocastica dell'equazione della crescita dei prestiti di un modello TV-VAR

(valori percentuali)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: varianze variabili nel tempo residue dell'equazione della crescita dei prestiti (mediana, 16° percentile e 84° percentile). Il modello include cinque variabili: crescita del PIL in termini reali sul trimestre precedente, inflazione trimestrale misurata sullo IAPC, Euribor a tre mesi, crescita sul trimestre precedente dei prestiti al settore privato non finanziario e corrispondente tasso composito sui prestiti (per maggiori dettagli sulle fonti dei dati, le specifiche del modello, le stime e l'individuazione degli shock, cfr. Gambetti e Musso, 2012). Le stime sono calcolate con metodi bayesiani. L'ultima osservazione si riferisce al secondo trimestre del 2013.

23) Cfr. Gambetti, L. e Musso, A., "Loan supply shocks and the business cycle", *Working Paper Series*, n. 1469, BCE, Francoforte sul Meno, settembre 2012.

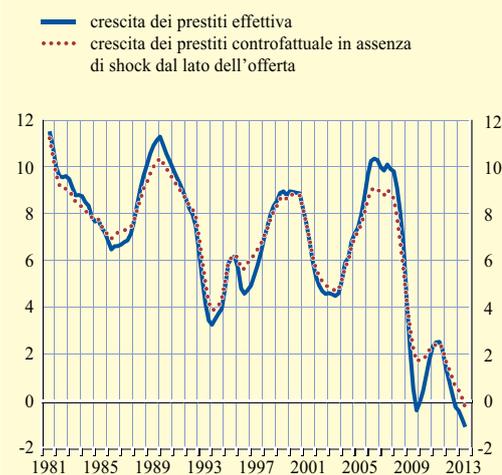
24) Più precisamente, l'individuazione viene ottenuta imponendo restrizioni di segno sulle funzioni di risposta a impulso. In questo senso si ipotizza ad esempio che uno shock negativo dal lato dell'offerta di prestiti sia associato a una reazione negativa della crescita dei prestiti e a una positiva del tasso sui prestiti e che determini una reazione negativa della crescita del PIL in termini reali, dell'inflazione e del tasso di interesse di riferimento a breve termine.

turbative oppure se propagano shock diversi da quelli dal lato dell'offerta di prestiti, è possibile ricorrere a un esercizio controfattuale. Più precisamente, una volta stimato il modello, si può derivare l'evoluzione delle variabili al suo interno in assenza di shock dal lato dell'offerta di prestiti (sulla base delle varianze e dei parametri stimati e dello schema di specificazione adottato) ponendo il contributo di detti shock pari a zero per l'intero periodo considerato. Tale esercizio mostra che gli shock dal lato dell'offerta di prestiti hanno esercitato un impatto non trascurabile sull'economia dell'area dell'euro in determinati periodi. Nella fase di recessione che ha interessato l'area dell'euro tra il 2008 e il 2009, e che è stata associata all'intensificarsi della crisi finanziaria dal tracollo di Lehman Brothers il 15 settembre 2008, la crescita dei prestiti al settore privato non finanziario è ad esempio scesa da un massimo di quasi il 10 per cento a fine 2007 a livelli lievemente negativi a fine 2009. In base al modello TV-VAR, in assenza di shock dal lato dell'offerta di prestiti, la crescita controfattuale

dei prestiti sarebbe scesa da circa il 9 a poco meno del 2 per cento (cfr. figura 11). In altri termini la crescita dei prestiti, che nel periodo è di fatto diminuita di oltre dieci punti percentuali, in assenza di shock dal lato dell'offerta sarebbe scesa di circa sette punti percentuali e ciò sta a indicare che gli shock negativi dell'offerta spiegano circa il 30 per cento del calo. Il modello mostra pertanto che le determinanti principali del rallentamento dei prestiti nel periodo considerato sono verosimilmente associate a fattori diversi dalle restrizioni impreviste dell'offerta e sono con tutta probabilità connesse in larga parte alla flessione della domanda nel contesto della recessione. Esso indica altresì che gli shock di offerta hanno esercitato un impatto non trascurabile sui mercati del credito. Un esercizio simile mostra che circa il 25 per cento della diminuzione più recente della crescita di prestiti, fra il terzo trimestre del 2011 e lo stesso periodo del 2013, è riconducibile agli shock stimati dal lato dell'offerta. Anche in questo caso è probabile che la recessione iniziata nel 2011 abbia determinato un calo significativo della domanda di prestiti, che è tuttavia probabilmente imputabile altresì in qualche misura alle condizioni dei bilanci bancari.

Figura 11 Crescita dei prestiti effettiva e controfattuale basata su un modello TV-VAR

(tasso di variazione sui dodici mesi)



Fonti: BCE e stime della BCE.

Note: crescita dei prestiti effettiva e controfattuale (basata cioè sull'assenza di shock dal lato dell'offerta). Per maggiori dettagli in merito al modello, cfr. le note della figura 10.

Riquadro 2

L'UTILIZZO DELLA DIMENSIONE CROSS-SECTION AI FINI DELL'ANALISI MONETARIA: IL RICORSO ALLE STATISTICHE DELLE IFM SU BASE INDIVIDUALE

La frammentazione dei mercati finanziari tra paesi e istituzioni all'indomani del tracollo di Lehman Brothers si è accentuata con lo scoppio della crisi del debito sovrano agli inizi del 2010. Essa ha accresciuto la necessità di migliorare l'analisi monetaria, in quanto ha ostacolato la trasmissione della politica monetaria in più dimensioni. Sono emerse turbative in una dimensione prima spaziale, al manifestarsi di maggiori differenze tra i paesi dell'area dell'euro (specie quelli sottoposti a tensioni) nella reazione all'allentamento monetario; poi verticale, allorché tali pro-

blemi si sono accentuati nel tempo in parallelo con l'acuirsi della crisi del debito sovrano; infine orizzontale, quando la reazione delle singole IFM alla politica monetaria ha iniziato a risentire delle caratteristiche individuali di dette istituzioni.

È importante rilevare come l'analisi di quest'ultima dimensione, che sottolinea la rilevanza delle caratteristiche delle singole banche, non sia stata supportata in passato da strumenti convenzionali di analisi monetaria. Le sole statistiche monetarie aggregate non erano in grado di supportare l'analisi degli effetti distributivi di moneta e credito o del comportamento eterogeneo cross-section delle IFM. Il ricorso a statistiche relative alle singole IFM ha contribuito a colmare questa lacuna. Se le caratteristiche delle singole banche possono essere collegate a risultati specifici in termini di provvista e di prestiti, è possibile ottenere informazioni più accurate sulla rilevanza dei vincoli dal lato dell'offerta.

Il presente riquadro introduce le nuove serie di dati della BCE che contengono statistiche individuali relative a un campione di IFM operanti all'interno dell'area dell'euro. Passa poi a spiegare come la disponibilità di dati granulari migliori l'analisi dei prestiti delle IFM, spostando il punto focale dell'analisi al di là di una prospettiva puramente nazionale o settoriale e approfondendo le politiche creditizie eterogenee delle banche attraverso una classificazione delle IFM in base alla tipologia di mutuatario. Il riquadro dimostra come la nuova serie di dati contribuisca a individuare alcuni dei problemi emersi nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

L'utilizzo delle statistiche sulle singole IFM nell'analisi monetaria

Dalla fine di settembre 2012 la BCE riceve dalle banche centrali nazionali (BCN) statistiche individuali relative a un campione di IFM dell'area dell'euro a fini di analisi monetaria. Gli indicatori di bilancio sono segnalati mensilmente alle BCN nel quadro dei requisiti statistici della BCE ai sensi del Regolamento BCE/2008/32¹⁾. Gli indicatori dei tassi di interesse vengono comunicati in forza del Regolamento BCE/2009/07²⁾ per un periodo di tempo determinato. Le serie di dati, considerate strettamente riservate, sono trasmesse e utilizzate all'interno dell'Eurosistema ai sensi del Regolamento (CE) n. 2533/98 modificato. Ciò vuol dire che si concentrano sull'analisi monetaria e sono accessibili esclusivamente a un numero limitato di esperti designati. Il campione di IFM dichiaranti è stato definito in modo da assicurare una copertura sufficiente degli andamenti dei bilanci delle IFM dell'area dell'euro. La serie di dati rappresenta di conseguenza circa il 70 per cento delle consistenze di attività principali e di prestiti alle società non finanziarie (SNF) e alle famiglie.

Tra gli indicatori rilevati dal lato dell'attivo figurano: prestiti a famiglie, SNF e amministrazioni pubbliche; strumenti di debito del settore privato e pubblico; attività sull'estero e altre attività (che includono i prestiti tra IFM e quelli agli intermediari finanziari non monetari diversi dalle assicurazioni e dai fondi pensione, vale a dire agli altri intermediari finanziari). Dal lato del passivo, la serie di dati include informazioni sui depositi del settore privato non finanziario (scomposti in depositi delle famiglie e delle SNF), del settore pubblico e degli altri intermediari finanziari, oltre che i titoli di debito emessi dalle IFM e le passività sull'estero. Le statistiche sui prestiti sono corrette per tenere conto delle attività di cartolarizzazione.

1) Il Regolamento BCE/2008/32 del 19 dicembre 2008 (GU L 15 del 20.1.2009, pag. 14) ha effetto fino a gennaio 2015, quando entrerà in vigore il Regolamento BCE/2013/33 (GU L 297 del 7.11.2013, pag. 1).

2) Il Regolamento BCE/2009/07 del 31 marzo 2009 (GU L 94 dell'8.4.2009, pag. 75) ha effetto fino a gennaio 2015, quando entrerà in vigore il Regolamento BCE/2013/34 (GU L 297 del 7.11.2013, pag. 51).

L'impiego delle statistiche sulle singole IFM per valutare l'offerta di credito bancario alle piccole e medie imprese

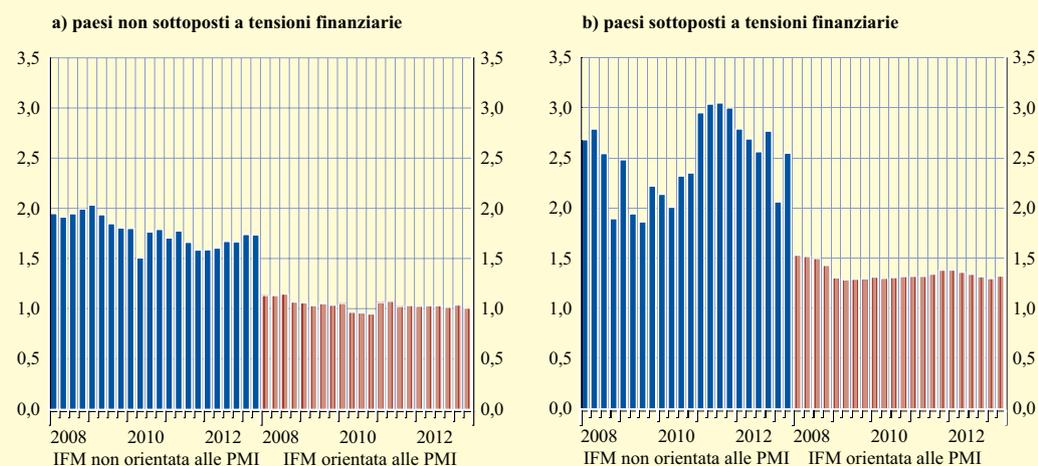
Queste copiose informazioni permettono di analizzare la dinamica del credito studiando le caratteristiche dei bilanci di diverse categorie di banche, oltre che adottando un approccio più convenzionale ed esaminando i prestiti al settore privato non finanziario in una prospettiva nazionale, settoriale e temporale.

L'esercizio mostra come il maggior costo del credito per le piccole e medie imprese (PMI) osservato nel periodo recente sia da ricondurre non solo al deterioramento del merito creditizio delle stesse ma anche, in parte, alle condizioni di provvista sfavorevoli delle IFM che si concentrano su questa categoria di mutuatari. Inoltre, collegando le statistiche di bilancio alle informazioni sull'utilizzo delle garanzie nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema a livello di singole IFM, esso rivela come gli istituti che erogano prestiti alle PMI nei paesi sottoposti a tensioni finanziarie ricorrano maggiormente alle garanzie connesse alle SNF nelle operazioni di credito dell'Eurosistema. Tale sviluppo, assieme alle recenti politiche della BCE volte ad ampliare l'insieme delle garanzie idonee, può in ultima istanza esercitare l'effetto positivo di sostenere ulteriormente i prestiti alle PMI.

Le IFM focalizzate sui prestiti alle PMI (IFM orientate alle PMI) sono individuate calcolando il rapporto fra prestiti alle PMI e prestiti totali alle SNF³⁾. Per assicurare la riservatezza dei dati, le IFM vengono raggruppate a seconda che appartengano alle economie sottoposte a maggiori tensioni finanziarie oppure alle altre economie dell'area dell'euro e gli andamenti della prima categoria ("sottoposte a tensioni finanziarie") sono messi a confronto con quelli della seconda

Figura A Rapporto prestiti/depositi delle singole IFM per gruppo di paese e tipologia di istituzione

(medie cross-section)



Fonte: BCE.

Note: statistiche trimestrali, winsorizzate al 1° e al 99° percentile. L'ultima osservazione si riferisce al secondo trimestre del 2013.

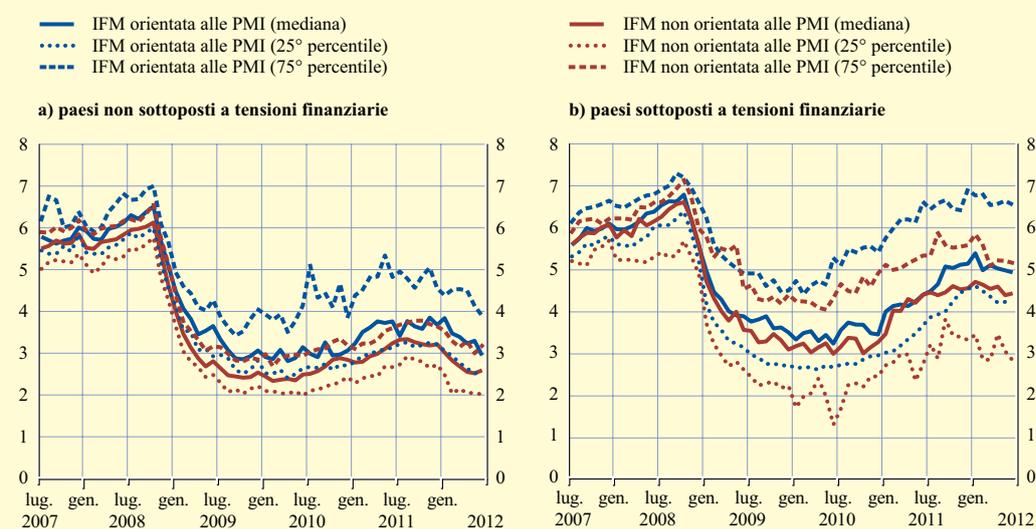
3) Il rapporto medio tra il volume dei nuovi prestiti di importo contenuto (inferiore a 1 milione di euro) e il volume totale dei nuovi prestiti alle SNF tra luglio 2011 e giugno 2012 viene utilizzato come misura indiretta.

(“non sottoposte a tensioni finanziarie”)⁴). L'illustrazione che segue riguarda il periodo compreso tra luglio 2007 e lo stesso mese del 2013.

Le IFM orientate alle PMI nei paesi sottoposti a tensioni finanziarie presentano un rapporto prestiti/depositi di norma più elevato delle analoghe istituzioni negli altri paesi (cioè superiore a 1, cfr. figura A), a indicare che i prestiti bancari sono stati generalmente finanziati con fonti di provvista meno stabili⁵. Esse hanno altresì visto ridursi considerevolmente i finanziamenti attraverso il canale interbancario e dall'estero e questo, nonostante la sostituzione con il credito erogato dall'Eurosistema, ha creato loro notevoli difficoltà di raccolta. Sembrano infine avere costi di provvista maggiori degli istituti non focalizzati sui prestiti alle PMI (IFM non orientate alle PMI), specie nei paesi sottoposti a tensioni finanziarie. I loro costi di finanziamento al dettaglio e all'ingrosso, approssimati dai tassi compositi sui depositi (che escludono i depositi overnight) e dai differenziali sui credit default swap, sono stati maggiori. Tali risultati restano validi anche tenendo conto delle dimensioni delle banche. Inoltre, detti vincoli dal lato della provvista sono correlati a maggiori tassi di interesse sui prestiti di importo contenuto (inferiore a un milione di euro) alle SNF, che sono considerati una misura indiretta dei prestiti alle PMI (cfr. figura B). I riscontri di una correlazione tra questi vincoli e i minori flussi di credito originati dalle IFM orientate alle PMI nei paesi sottoposti a tensioni finanziarie non sono tuttavia altrettanto convincenti⁶.

Figura B Tassi di interesse sui prestiti di importo contenuto alle SNF con un periodo di determinazione iniziale fino a un anno

(percentuali annue)



Fonte: BCE.

Note: i grafici si riferiscono ai tassi sui prestiti di importo contenuto alle SNF con un periodo di determinazione iniziale fino a un anno concessi da 181 IFM. L'ultima osservazione disponibile si riferisce a giugno 2012.

- 4) I paesi sottoposti a tensioni finanziarie inclusi nell'analisi sono: Irlanda, Grecia, Spagna, Italia, Cipro, Portogallo e Slovenia.
- 5) Parte della differenza potrebbe rispecchiare il fatto che i finanziamenti al dettaglio in Spagna e Italia sono ottenuti attraverso l'emissione di obbligazioni al dettaglio. Una verifica incrociata con i dati aggregati disponibili sui titoli di debito a breve termine in Spagna e Italia rivela tuttavia che le consistenze sono troppo basse per influire in misura significativa sul rapporto prestiti/depositi calcolato.
- 6) Detti risultati sono ottenuti attraverso un esercizio di raffronto delle medie, in cui ogni variabile individuale viene regredita su una variabile dummy per le banche orientate alle PMI e il suo termine di interazione con una *dummy* pari a 1 tra giugno 2011 e giugno 2013. Tali termini di interazione verificano se esistono differenze significative tra le IFM orientate alle PMI e le altre all'interno dello stesso paese e se la differenza è emersa o si è intensificata nel periodo più recente.

L'esercizio mostra infine come le varie modifiche del sistema delle garanzie dell'Eurosistema concernenti i crediti aggiuntivi (*additional credit claims*, ACCs) e le attività cartolarizzate (*asset-backed securities*, ABS) forniscano un particolare sostegno alle IFM orientate alle PMI nei paesi sottoposti a tensioni finanziarie che ricorrono in misura maggiore alle garanzie connesse alle SNF nelle loro operazioni con l'Eurosistema. Per quanto concerne tali garanzie, nei paesi non sottoposti a tensioni esse sono per lo più rappresentate da crediti e in quelli sottoposti a tensioni sono costituite in misura maggiore da crediti aggiuntivi e ABS garantite da prestiti alle SNF, specie nel caso delle IFM orientate alle PMI. Nella misura in cui tali interventi possono influire in senso positivo sul credito, è prevedibile che le PMI traggano beneficio dalle variazioni di policy concernenti l'idoneità delle garanzie.

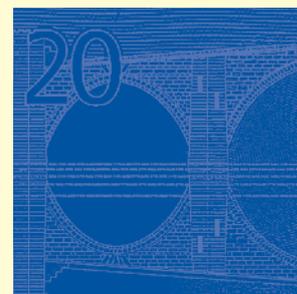
Osservazioni conclusive

Le disfunzioni del meccanismo di trasmissione della politica monetaria derivanti dal comportamento eterogeneo delle singole IFM hanno richiesto lo sviluppo di nuovi strumenti per l'analisi monetaria. L'utilizzo di statistiche sulle singole IFM si propone di colmare tale lacuna facendo luce su questa eterogeneità e stabilendo un nesso tra gli andamenti a livello macro e microeconomico. Il presente riquadro introduce le nuove serie di dati relative alle singole IFM e ne illustra il possibile utilizzo per migliorare le valutazioni di politica monetaria della BCE rispetto ai prestiti alle PMI. Esso mostra come le IFM orientate alle PMI nelle economie sottoposte a tensioni incontrino maggiori difficoltà dal lato della provvista rispetto sia alle IFM analoghe nei paesi non sottoposti a tensioni sia alle altre IFM nello stesso gruppo di paesi e come tali difficoltà siano correlate a maggiori tassi di interesse sui prestiti di importo contenuto alle SNF.

4 CONCLUSIONI

Per fronteggiare le sfide poste dal contesto economico e finanziario, l'analisi monetaria in tempo reale necessita di sforzi costanti tesi a estendere e migliorare gli strumenti e i quadri analitici sottostanti. Negli ultimi anni, l'analisi della moneta e del credito nell'area dell'euro ha dovuto far fronte alla protratta debolezza della dinamica monetaria in un contesto che nel periodo più recente è stato contraddistinto fra l'altro da: bassi tassi di inflazione; periodi di accresciuta incertezza; pressioni sul capitale e tensioni dal lato della provvista nel settore bancario; grande eterogeneità tra paesi, oltre che tra settori mutuatari e dimensioni delle imprese, in termini di dinamica dei prestiti delle IFM. Questo articolo illustra lo sviluppo delle estensioni e dei miglioramenti dello strumentario analitico della BCE volti ad affrontare alcune di queste problematiche. In taluni casi le estensioni hanno fornito nuove modalità di interpretazione e valutazione degli andamenti della moneta e del credito, mentre in altri hanno aggiunto sofisticazione tecnica e rigore analitico alle valutazioni meno formali che devono essere necessariamente effettuate in un contesto di policy in tempo reale. Poiché l'evoluzione del quadro economico presenta costantemente nuove sfide, gli sforzi per arricchire ulteriormente il quadro analitico dell'analisi monetaria proseguiranno anche in futuro.

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO



INDICE ¹⁾

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

S5

I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

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

2 MONETA, BANCHE E ALTRE SOCIETÀ FINANZIARIE

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

3 CONTI DELL'AREA DELL'EURO

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

4 MERCATI FINANZIARI

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

5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

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

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

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

ALLARGAMENTO DELL'AREA DELL'EURO DAL 1° GENNAIO 2014 PER L'INGRESSO DELLA LETTONIA

Con l'ingresso della Lettonia nell'area dell'euro a gennaio 2014, il numero dei paesi membri dell'area è salito a 18. Tutte le serie che contengono osservazioni relative al 2014 si riferiscono agli Euro 18 (area dell'euro, inclusa la Lettonia) 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 le controparti di M3 e per le componenti dello IAPC – le serie statistiche relative all'area dell'euro si riferiscono alla sua composizione evolutiva.

Informazioni dettagliate sulla composizione attuale dell'area dell'euro e sulle precedenti sono reperibili nelle Note generali

Segni convenzionali nelle tavole

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

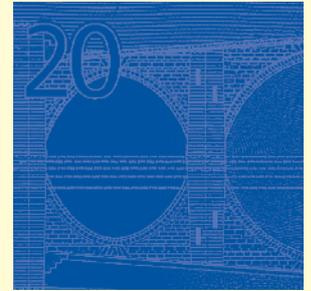


TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Andamenti monetari e tassi di interesse¹⁾

	M1 ²⁾	M2 ²⁾	M3 ²⁾³⁾	M3 ²⁾³⁾ media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche ²⁾	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM ²⁾	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor; valori percentuali in ragione d'anno; valori medi)	Tassi a pronti a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno; fine periodo) ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	4,0	3,1	2,9	-	-0,2	1,2	0,58	1,72
2013	7,0	4,0	2,4	-	-1,5	.	0,22	2,24
2013 1° trim.	6,7	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.	6,9	4,0	2,2	-	-1,9	2,0	0,22	2,05
4° trim.	6,4	3,1	1,5	-	-2,2	.	0,24	2,24
2013 ago.	6,7	4,0	2,3	2,1	-2,1	2,4	0,23	2,17
set.	6,6	3,8	2,0	1,9	-2,1	2,8	0,22	2,05
ott.	6,5	3,2	1,4	1,6	-2,1	2,5	0,23	1,95
nov.	6,5	3,0	1,5	1,3	-2,3	2,6	0,22	1,99
dic.	5,8	2,5	1,0	.	-2,3	.	0,27	2,24
2014 gen.	.	.	.	.	.	.	0,29	1,89

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

	IAPC ⁶⁾	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	PIL (dest.)	Produzione industriale (escluse costruzioni)	Utilizzo della capacità produttiva nell'industria mani- fatturiera (in perc.)	Occupazione (dest.)	Disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro; dest.)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	2,5	2,8	1,9	-0,7	-2,5	78,6	-0,6	11,4
2013	1,4	-0,2	.	.	.	78,3	.	12,1
2013 2° trim.	1,4	-0,1	1,1	-0,6	-1,0	77,9	-1,0	12,1
3° trim.	1,3	-0,6	1,0	-0,3	-1,1	78,4	-0,8	12,1
4° trim.	0,8	-1,1	.	.	.	79,2	.	12,0
2013 ago.	1,3	-0,9	-	-	-1,4	-	-	12,1
set.	1,1	-0,9	-	-	0,2	-	-	12,1
ott.	0,7	-1,3	-	-	0,5	78,4	-	12,0
nov.	0,9	-1,2	-	-	3,0	-	-	12,0
dic.	0,8	-0,8	-	-	.	-	-	12,0
2014 gen.	0,7	.	-	-	.	80,0	-	.

3. Statistiche sull'estero

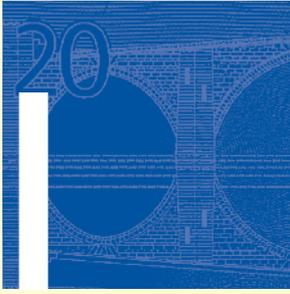
(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)			Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Posizione patrimoniale netta sull'estero (in percentuale del PIL)	Debito estero lordo (in percentuale del PIL)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-20 ⁶⁾ (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti e di portafoglio				Nominale	Reale (IPC) ⁷⁾	
2012	131,2	94,9	68,8	689,4	-13,3	127,5	97,9	95,5	1,2848
2013	.	.	.	542,4	.	.	101,7	98,9	1,3281
2013 1° trim.	26,4	30,7	-7,5	687,8	-12,4	129,1	100,7	98,2	1,3206
2° trim.	61,6	51,3	11,5	564,3	-13,8	128,3	100,8	98,2	1,3062
3° trim.	53,4	39,5	-23,9	586,8	-13,4	125,4	101,9	99,1	1,3242
4° trim.	.	.	.	542,4	.	.	103,1	100,0	1,3610
2013 ago.	11,7	7,1	16,3	613,0	-	-	102,2	99,5	1,3310
set.	15,2	13,5	-16,2	586,8	-	-	102,0	99,0	1,3348
ott.	28,9	19,2	0,4	579,6	-	-	102,8	99,6	1,3635
nov.	29,1	18,8	40,9	561,5	-	-	102,6	99,4	1,3493
dic.	.	.	.	542,4	-	-	103,9	100,9	1,3704
2014 gen.	.	.	.	.	-	-	103,4	100,5	1,3610

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.

- I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 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.
- 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.
- Basati sulle curve dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro con rating AAA. Cfr. la sezione 4.7 per i dettagli.
- I dati si riferiscono agli Euro 18, salvo diversa indicazione.
- Per una definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali.
- Il TCE deflazionato sulla base dell'IPC per la nuova composizione dell'area dell'euro sarà pubblicato nel prossimo numero di questo Bollettino, quando sarà disponibile l'indice IAPC dell'inflazione di fondo dell'area dell'euro che include la Lettonia.



STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

I.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

1. Attività

	3 gennaio 2014	10 gennaio 2014	17 gennaio 2014	24 gennaio 2014	31 gennaio 2014
Oro e crediti in oro	303.156	303.156	303.157	303.157	303.157
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	241.563	244.348	245.759	243.861	244.245
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	23.237	22.500	22.625	23.296	23.744
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	20.194	21.835	20.986	21.114	20.159
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	752.259	695.884	672.560	693.177	691.934
Operazioni di rifinanziamento principali	168.662	112.458	94.737	116.281	115.635
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	583.325	583.325	577.707	576.717	576.044
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	270	31	114	179	255
Crediti connessi a scarti di garanzia	2	70	1	1	1
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	73.545	72.112	73.130	74.670	72.873
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	591.184	590.823	588.743	589.264	587.407
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	235.929	235.929	234.035	233.520	231.315
Altri titoli	355.255	354.894	354.708	355.743	356.092
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	28.287	28.287	28.287	28.287	28.287
Altre attività	245.133	241.562	242.613	244.470	245.255
Attività totali	2.278.560	2.220.507	2.197.860	2.221.296	2.217.061

2. Passività

	3 gennaio 2014	10 gennaio 2014	17 gennaio 2014	24 gennaio 2014	31 gennaio 2014
Banconote in circolazione	952.900	941.731	934.942	929.924	932.458
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	492.037	441.259	417.998	423.979	423.124
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	298.943	202.327	202.449	227.884	215.690
Depositi overnight	88.213	59.753	36.489	44.010	56.064
Depositi a tempo determinato	104.842	179.000	179.000	152.067	151.206
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	39	179	60	18	164
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	3.239	8.715	3.999	2.113	3.134
Certificati di debito	0	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	81.007	81.776	98.323	122.961	116.066
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	114.211	110.485	106.134	105.820	106.130
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	4.791	3.450	2.700	1.289	2.924
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	3.170	5.513	5.926	5.890	5.085
Contropartite dei DSP dell'FMI	52.717	52.717	52.717	52.717	52.717
Altre passività	220.911	221.281	221.647	223.179	221.974
Rivalutazioni	262.876	262.876	262.876	262.876	262.876
Capitale e riserve	90.701	90.703	90.598	90.548	90.573
Passività totali	2.278.560	2.220.507	2.197.860	2.221.296	2.217.061

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

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

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

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)
				Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile			
				Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	8	9
Operazioni di rifinanziamento principali								
2013 30 ott.	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
11	98.495	80	98.495	0,25	-	-	-	7
18	118.911	102	118.911	0,25	-	-	-	5
23	133.585	117	133.585	0,25	-	-	-	7
30	168.662	181	168.662	0,25	-	-	-	9
2014 8 gen.	112.458	92	112.458	0,25	-	-	-	7
15	94.737	87	94.737	0,25	-	-	-	7
22	116.281	212	116.281	0,25	-	-	-	7
29	115.635	168	115.635	0,25	-	-	-	7
5 feb.	95.146	116	95.146	0,25	-	-	-	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine ⁵⁾								
2013 7 ago.	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	8.607	51	8.607	0,39	-	-	-	84
9 ott.	3.447	21	3.447	0,50	-	-	-	35
31	1.930	43	1.930	0,29	-	-	-	91
13 nov.	3.194	21	3.194	0,25	-	-	-	28
28 ⁶⁾	5.926	47	5.926	-	-	-	-	91
11 dic.	10.143	31	10.143	0,25	-	-	-	35
19 ⁶⁾	20.914	76	20.914	-	-	-	-	98
2014 15 gen.	7.092	28	7.092	0,25	-	-	-	28
30 ⁶⁾	4.955	69	4.955	-	-	-	-	92

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile					Durata della operazione (giorni)
					Aste a tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso massimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2013 30 ott.	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
11	Raccolta di depositi a tempo determinato	186.728	126	184.000	-	-	0,25	0,25	0,19	7
18	Raccolta di depositi a tempo determinato	152.251	109	152.251	-	-	0,25	0,25	0,23	5
23	Raccolta di depositi a tempo determinato	139.920	103	139.920	-	-	0,25	0,25	0,24	7
30	Raccolta di depositi a tempo determinato	104.842	89	104.842	-	-	0,25	0,25	0,24	9
2014 8 gen.	Raccolta di depositi a tempo determinato	185.795	132	179.000	-	-	0,25	0,25	0,17	7
18	Raccolta di depositi a tempo determinato	180.027	137	179.000	-	-	0,25	0,25	0,21	7
22	Raccolta di depositi a tempo determinato	152.067	126	152.067	-	-	0,25	0,25	0,23	7
29	Raccolta di depositi a tempo determinato	151.206	130	151.206	-	-	0,25	0,25	0,24	7
5 feb.	Raccolta di depositi a tempo determinato	211.022	158	175.500	-	-	0,25	0,25	0,23	7

Fonte: BCE.

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

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

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

1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva

Aggregato soggetto a riserva nel periodo: (fine periodo)	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva positivo ¹⁾			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi a vista e depositi con durata prestabilita o rimborsabili con preavviso fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni		Depositi con durata prestabilita o rimborsabili con preavviso oltre 2 anni	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni
	1	2	3	4	5	6	
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	18.160,4	9.856,1	552,0	2.479,2	1.305,5	3.967,6	
2013 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	
ott. ²⁾	18.148,7	9.823,0	562,9	2.481,1	1.323,0	3.958,8	
nov. ²⁾	18.160,4	9.856,1	552,0	2.479,2	1.305,5	3.967,6	

2. Assolvimento dell'obbligo di riserva

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
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	103,3	220,2	116,9	0,0	0,25
2013 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	220,2	116,9	0,0	0,25
2014 14 gen. ³⁾	103,4	248,1	144,8	0,0	0,25
11 feb.	103,6	.	.	.	.

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 ⁴⁾	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità ⁵⁾	Banconote in circolazione	Conti delle amministrazioni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	550,8	91,6	625,3	0,1	241,5	48,3	177,4	925,9	80,2	57,2	220,2	1.194,4
2013 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
10 dic.	550,8	91,6	625,3	0,1	241,5	48,3	177,4	925,9	80,2	57,2	220,2	1.194,4
2014 14 gen.	532,7	129,3	592,1	0,3	236,8	60,1	149,3	947,9	61,2	24,7	248,1	1.256,0

Fonte: BCE.

- È applicato un coefficiente dell'1 per cento a partire dal periodo di mantenimento che comincia il 18 gennaio 2012. Un coefficiente del 2 per cento è applicato a tutti i periodi di mantenimento precedenti.
- Include l'aggregato soggetto a riserva delle istituzioni creditizie della Lettonia. In via transitoria, le istituzioni creditizie dell'area dell'euro potrebbero aver deciso di dedurre dai propri aggregati soggetti a riserva eventuali passività nei confronti di istituzioni creditizie con sede in Lettonia. A partire dall'aggregato soggetto a riserva a fine gennaio 2014, si applica il trattamento standard (cfr. Decisione BCE/2013/41 della BCE del 22 ottobre 2013 in merito alle disposizioni transitorie per l'applicazione delle riserve minime da parte della Banca centrale europea in seguito all'introduzione dell'euro in Lettonia).
- In conseguenza dell'adozione dell'euro da parte della Lettonia dal 1° gennaio 2014, l'aggregato soggetto a riserva è una media ponderata per il numero di giorni di calendario degli aggregati dei 17 paesi dell'area dell'euro per il periodo 11-31 dicembre 2013 e di quelli dei 18 paesi attualmente nell'area per il periodo dal 1° al 14 gennaio 2014.
- L'aggregato include la liquidità fornita nel quadro del programma di acquisto di obbligazioni bancarie garantite e del programma per i mercati dei titoli finanziari dell'Eurosistema.
- L'aggregato include la liquidità assorbita come risultato delle operazioni di *swap* in valuta dell'Eurosistema. Per ulteriori dettagli, cfr. <http://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/index.en.html>.



MONETA, BANCHE E ALTRE SOCIETÀ FINANZIARIE

2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro¹⁾

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
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 ^(p)	4.072,5	2.282,5	15,0	1,2	2.266,3	715,3	567,6	24,9	122,8	-	5,0	632,5	8,4	408,8
2013 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
4° trim. ^(p)	4.072,5	2.282,5	15,0	1,2	2.266,3	715,3	567,6	24,9	122,8	-	25,0	632,5	8,4	408,8
2013 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.	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
nov.	4.147,9	2.338,7	15,1	1,2	2.322,4	723,2	573,8	25,8	123,5	-	25,0	649,9	8,4	402,7
dic. ^(p)	4.072,5	2.282,5	15,0	1,2	2.266,3	715,3	567,6	24,9	122,8	-	25,0	632,5	8,4	408,8
IFM escluso l'Eurosistema														
2012	32.694,6	17.988,2	1.153,4	11.039,5	5.795,4	4.901,6	1.627,0	1.423,3	1.851,3	66,8	1.227,8	4.045,7	214,6	4.249,9
2013 ^(p)	30.452,7	16.982,8	1.082,3	10.649,1	5.251,3	4.672,2	1.693,0	1.336,0	1.643,2	57,9	1.233,2	3.860,9	210,4	3.435,3
2013 3° trim.	31.384,8	17.299,5	1.090,4	10.778,3	5.430,8	4.842,3	1.744,7	1.393,8	1.703,8	58,9	1.232,9	3.896,6	210,4	3.844,3
4° trim. ^(p)	30.452,7	16.982,8	1.082,3	10.649,1	5.251,3	4.672,2	1.693,0	1.336,0	1.643,2	57,9	1.233,2	3.860,9	210,4	3.435,3
2013 set.	31.384,8	17.299,5	1.090,4	10.778,3	5.430,8	4.842,3	1.744,7	1.393,8	1.703,8	58,9	1.232,9	3.896,6	210,4	3.844,3
ott.	31.356,2	17.188,1	1.103,0	10.729,9	5.355,2	4.825,9	1.764,6	1.374,4	1.686,9	55,8	1.234,6	3.954,6	209,0	3.888,2
nov.	31.340,2	17.174,4	1.084,4	10.724,4	5.365,6	4.814,8	1.761,2	1.371,8	1.681,8	56,8	1.239,6	3.969,6	209,9	3.875,1
dic. ^(p)	30.452,7	16.982,8	1.082,3	10.649,1	5.251,3	4.672,2	1.693,0	1.336,0	1.643,2	57,9	1.233,2	3.860,9	210,4	3.435,3

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ³⁾	Obbligazioni ⁴⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
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 ^(p)	4.072,5	982,4	2.004,3	62,3	40,1	1.901,9	-	0,0	408,7	202,2	474,9
2013 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
4° trim. ^(p)	4.072,5	982,4	2.004,3	62,3	40,1	1.901,9	-	0,0	408,7	202,2	474,9
2013 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.	4.228,5	950,4	2.153,1	79,7	69,2	2.004,2	-	0,0	444,4	213,5	467,1
nov.	4.147,9	953,5	2.093,0	88,2	58,9	1.945,9	-	0,0	426,9	203,6	470,9
dic. ^(p)	4.072,5	982,4	2.004,3	62,3	40,1	1.901,9	-	0,0	408,7	202,2	474,9
IFM escluso l'Eurosistema											
2012	32.694,6	-	17.195,5	169,7	10.866,8	6.159,1	534,7	4.848,9	2.343,9	3.494,3	4.277,3
2013 ^(p)	30.452,7	-	16.649,9	152,3	10.929,6	5.568,0	462,4	4.353,2	2.400,0	3.110,0	3.477,3
2013 3° trim.	31.384,8	-	16.850,8	190,9	10.928,3	5.731,6	476,8	4.470,5	2.392,7	3.274,9	3.919,2
4° trim. ^(p)	30.452,7	-	16.649,9	152,3	10.929,6	5.568,0	462,4	4.353,2	2.400,0	3.110,0	3.477,3
2013 set.	31.384,8	-	16.850,8	190,9	10.928,3	5.731,6	476,8	4.470,5	2.392,7	3.274,9	3.919,2
ott.	31.356,2	-	16.766,9	165,5	10.907,5	5.693,9	474,9	4.447,5	2.399,8	3.297,6	3.969,5
nov.	31.340,2	-	16.805,9	175,4	10.940,3	5.690,2	475,0	4.435,7	2.400,8	3.270,7	3.952,2
dic. ^(p)	30.452,7	-	16.649,9	152,3	10.929,6	5.568,0	462,4	4.353,2	2.400,0	3.110,0	3.477,3

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) 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.

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

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

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività ²⁾
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2012	26.245,6	12.210,7	1.170,3	11.040,4	3.629,2	2.195,4	1.433,8	767,0	4.845,6	222,9	4.570,3
2013 ^(p)	24.656,3	11.747,6	1.097,3	10.650,3	3.621,5	2.260,5	1.361,0	792,1	4.493,4	218,9	3.782,9
2013 3° trim.	25.415,7	11.885,0	1.105,5	10.779,4	3.741,7	2.321,4	1.420,3	792,6	4.587,2	218,7	4.190,5
4° trim. ^(p)	24.656,3	11.747,6	1.097,3	10.650,3	3.621,5	2.260,5	1.361,0	792,1	4.493,4	218,9	3.782,9
2013 set.	25.415,7	11.885,0	1.105,5	10.779,4	3.741,7	2.321,4	1.420,3	792,6	4.587,2	218,7	4.190,5
ott.	25.461,3	11.849,2	1.118,1	10.731,1	3.740,3	2.340,2	1.400,1	793,3	4.626,3	217,4	4.234,8
nov.	25.418,4	11.825,1	1.099,5	10.725,6	3.732,6	2.335,0	1.397,6	795,2	4.619,5	218,3	4.227,7
dic. ^(p)	24.656,3	11.747,6	1.097,3	10.650,3	3.621,5	2.260,5	1.361,0	792,1	4.493,4	218,9	3.782,9
Transactions											
2012	87,1	-38,0	-4,7	-33,4	113,1	183,6	-70,5	38,6	-151,1	-14,1	138,6
2013 ^(p)	-1.610,0	-275,6	-73,8	-201,9	-24,9	47,3	-72,2	10,8	-75,4	-2,3	-1.242,6
2013 3° trim.	-429,5	-96,0	-12,5	-83,5	-70,6	-58,6	-12,0	-8,4	-75,7	1,1	-180,0
4° trim. ^(p)	-663,7	-98,9	-8,1	-90,7	-133,9	-73,8	-60,0	-8,4	-9,7	0,3	-413,2
2013 set.	-21,8	18,7	0,2	18,5	-24,3	-16,3	-8,1	6,1	-31,9	0,4	9,3
ott.	66,2	-21,5	12,5	-34,0	-15,4	5,3	-20,7	-5,6	66,6	-1,2	43,3
nov.	-27,6	-17,4	-18,6	1,2	-11,2	-8,2	-3,0	1,3	7,6	0,9	-8,7
dic. ^(p)	-702,3	-60,0	-2,0	-57,9	-107,3	-70,9	-36,3	-4,1	-83,9	0,7	-447,7

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle amministrazioni centrali	Depositi di altre amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ³⁾	Obbligazioni ⁴⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività ²⁾	Eccesso di passività tra IFM rispetto alle attività
Consistenze										
2012	26.245,6	876,8	251,0	10.931,2	467,9	2.853,4	2.395,9	3.793,0	4.729,7	-53,3
2013 ^(p)	24.656,3	921,2	214,6	10.969,8	404,4	2.587,2	2.342,6	3.312,2	3.952,1	-47,7
2013 3° trim.	25.415,7	894,0	272,9	10.977,5	417,9	2.642,0	2.372,6	3.500,3	4.382,8	-44,2
4° trim. ^(p)	24.656,3	921,2	214,6	10.969,8	404,4	2.587,2	2.342,6	3.312,2	3.952,1	-47,7
2013 set.	25.415,7	894,0	272,9	10.977,5	417,9	2.642,0	2.372,6	3.500,3	4.382,8	-44,2
ott.	25.461,3	897,9	245,2	10.976,7	419,1	2.637,3	2.377,7	3.511,1	4.436,6	-40,3
nov.	25.418,4	903,4	263,6	10.999,2	418,1	2.630,3	2.358,2	3.474,3	4.423,1	-51,9
dic. ^(p)	24.656,3	921,2	214,6	10.969,8	404,4	2.587,2	2.342,6	3.312,2	3.952,1	-47,7
Transactions										
2012	87,1	19,5	-5,1	184,6	-18,2	-124,8	155,4	-251,9	151,2	-23,7
2013 ^(p)	-1.610,0	44,5	-37,2	155,5	-47,1	-198,0	77,5	-435,9	-1.190,7	21,5
2013 3° trim.	-429,5	8,1	-70,6	-61,0	-18,1	-41,6	7,0	-130,7	-152,0	29,3
4° trim. ^(p)	-663,7	27,2	-59,1	17,8	-13,2	-23,9	-3,4	-174,4	-428,4	-6,4
2013 set.	-21,8	-0,2	11,2	-15,0	-26,4	4,4	-1,8	-54,8	50,7	10,2
ott.	66,2	3,9	-28,0	14,3	1,3	2,8	-7,3	30,5	49,0	-0,4
nov.	-27,6	5,4	18,4	28,2	-0,9	-6,5	-1,6	-44,6	-11,8	-14,1
dic. ^(p)	-702,3	17,9	-49,5	-24,7	-13,6	-20,2	5,5	-160,3	-465,6	8,2

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 ¹⁾

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

1. Aggregati monetari ²⁾ e loro contropartite

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro ³⁾		Attività nette sull'estero ⁴⁾					
	1	2	3	4	5				6	7		8	9	10	11	12
Consistenze																
2012	5.107,6	3.882,3	8.990,0	790,1	9.780,1	-	7.568,4	3.406,0	13.056,3	10.855,1	-	1.035,8				
2013 ^(p)	5.396,2	3.810,9	9.207,1	623,9	9.830,9	-	7.306,4	3.400,7	12.694,6	10.540,2	-	1.163,7				
2013 3° trim.	5.344,7	3.852,4	9.197,1	664,6	9.861,6	-	7.365,9	3.437,4	12.863,9	10.627,9	-	1.079,6				
4° trim. ^(p)	5.396,2	3.810,9	9.207,1	623,9	9.830,9	-	7.306,4	3.400,7	12.694,6	10.540,2	-	1.163,7				
2013 set.	5.344,7	3.852,4	9.197,1	664,6	9.861,6	-	7.365,9	3.437,4	12.863,9	10.627,9	-	1.079,6				
ott.	5.397,6	3.820,6	9.218,2	662,8	9.881,0	-	7.394,4	3.464,1	12.827,7	10.607,1	-	1.116,8				
nov.	5.424,5	3.816,3	9.240,8	657,9	9.898,7	-	7.360,1	3.428,4	12.766,3	10.576,4	-	1.142,9				
dic. ^(p)	5.396,2	3.810,9	9.207,1	623,9	9.830,9	-	7.306,4	3.400,7	12.694,6	10.540,2	-	1.163,7				
Transazioni																
2012	307,9	78,1	386,0	-55,4	330,6	-	-116,9	184,9	-102,5	-70,8	-16,9	99,5				
2013 ^(p)	296,5	-68,4	228,0	-125,3	102,7	-	-89,8	-24,0	-310,4	-249,6	-222,8	359,8				
2013 3° trim.	87,1	-20,4	66,7	-28,5	38,2	-	-36,3	-21,1	-70,1	-69,6	-62,6	61,1				
4° trim. ^(p)	54,6	-40,9	13,7	-21,6	-7,9	-	-16,9	-49,5	-155,8	-65,3	-60,8	154,5				
2013 set.	9,4	-2,3	7,1	-19,3	-12,2	-	-4,2	-18,1	-11,9	-13,4	-16,8	27,8				
ott.	54,7	-30,7	24,0	-1,6	22,4	-	24,3	13,0	-35,3	-13,0	-13,2	45,1				
nov.	26,3	-5,4	20,9	-3,6	17,3	-	-16,2	-38,6	-60,1	-28,2	-25,6	48,2				
dic. ^(p)	-26,4	-4,8	-31,2	-16,4	-47,6	-	-25,0	-23,9	-60,5	-24,1	-22,0	61,3				
Variazioni percentuali																
2012	6,4	2,1	4,5	-6,5	3,5	3,6	-1,5	5,9	-0,8	-0,6	-0,2	99,5				
2013 ^(p)	5,8	-1,8	2,5	-16,4	1,0	1,3	-1,2	-0,7	-2,4	-2,3	-2,1	359,8				
2013 3° trim.	6,6	0,1	3,8	-17,6	2,0	1,9	-1,3	0,7	-1,2	-2,1	-1,5	314,0				
4° trim. ^(p)	5,8	-1,8	2,5	-16,4	1,0	1,3	-1,2	-0,7	-2,4	-2,3	-2,1	359,8				
2013 set.	6,6	0,1	3,8	-17,6	2,0	1,9	-1,3	0,7	-1,2	-2,1	-1,5	314,0				
ott.	6,5	-1,2	3,2	-17,9	1,4	1,6	-0,8	0,8	-1,4	-2,1	-1,7	330,5				
nov.	6,5	-1,5	3,0	-16,3	1,5	1,3	-0,9	-0,6	-1,6	-2,3	-1,8	317,5				
dic. ^(p)	5,8	-1,8	2,5	-16,4	1,0	.	-1,2	-0,7	-2,4	-2,3	-2,1	359,8				

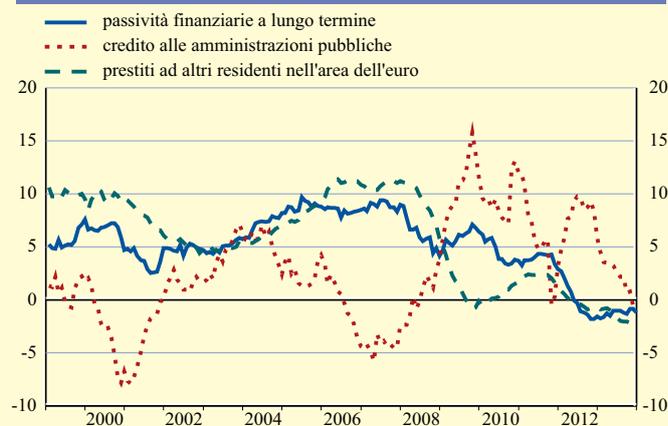
F1 Aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F2 Contropartite ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Gli aggregati monetari comprendono le passività monetarie delle IFM e delle amministrazioni centrali (Poste, Tesoro, ecc.) nei confronti dei residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM e dalle amministrazioni centrali. Per le definizioni di M1, M2 e M3 cfr. il Glossario.
- 3) Esclude le operazioni pronte contro termine con controparti centrali condotte da giugno 2012; i dati sono stati corretti per tener conto di tale effetto.
- 4) I valori nella sezione "variazioni percentuali" sono somme delle transazioni avvenute durante i 12 mesi terminanti nel periodo indicato.
- 5) Correzione dovuta alla cancellazione dei prestiti dai bilanci delle IFM a seguito di una loro cessione o cartolarizzazione.

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

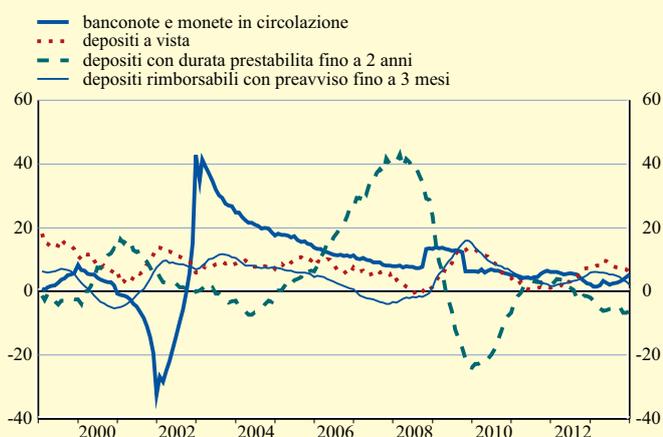
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine ²⁾	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2012	863,9	4.243,7	1.801,8	2.080,6	123,7	483,3	183,2	2.685,0	106,1	2.395,2	2.382,1
2013 ^(p)	909,6	4.486,6	1.690,0	2.120,9	119,2	417,6	87,1	2.512,2	91,6	2.372,0	2.330,5
2013 3° trim.	893,7	4.451,0	1.719,5	2.132,9	110,1	421,7	132,7	2.505,5	93,6	2.393,1	2.373,7
4° trim. ^(p)	909,6	4.486,6	1.690,0	2.120,9	119,2	417,6	87,1	2.512,2	91,6	2.372,0	2.330,5
2013 set.	893,7	4.451,0	1.719,5	2.132,9	110,1	421,7	132,7	2.505,5	93,6	2.393,1	2.373,7
ott.	898,1	4.499,6	1.691,8	2.128,8	117,6	423,1	122,1	2.516,5	92,7	2.401,6	2.383,6
nov.	902,9	4.521,6	1.683,8	2.132,6	118,6	417,7	121,7	2.514,6	92,1	2.395,2	2.358,2
dic. ^(p)	909,6	4.486,6	1.690,0	2.120,9	119,2	417,6	87,1	2.512,2	91,6	2.372,0	2.330,5
Transazioni											
2012	20,2	287,7	-36,5	114,6	-17,0	-20,0	-18,4	-105,8	-10,2	-156,1	155,1
2013 ^(p)	45,6	250,8	-111,0	42,6	-11,6	-49,2	-64,5	-135,2	-14,3	-19,3	79,0
2013 3° trim.	12,9	74,2	-32,1	11,7	-15,1	-16,8	3,4	-45,8	-3,0	-6,6	19,1
4° trim. ^(p)	15,9	38,7	-29,6	-11,3	9,9	-3,9	-27,5	20,2	-1,8	-18,6	-16,7
2013 set.	2,9	6,4	-7,0	4,7	-12,5	-12,7	5,8	-3,2	-1,8	-1,4	2,1
ott.	4,3	50,4	-26,7	-4,0	7,6	1,5	-10,7	18,6	-0,9	9,1	-2,4
nov.	4,9	21,4	-9,8	4,4	1,6	-5,5	0,3	-2,1	-0,6	-5,9	-7,6
dic. ^(p)	6,6	-33,1	6,8	-11,6	0,7	0,0	-17,1	3,7	-0,4	-21,7	-6,6
Variazioni percentuali											
2012	2,4	7,3	-2,0	5,8	-11,8	-3,9	-9,6	-3,8	-8,8	-6,1	6,9
2013 ^(p)	5,3	5,9	-6,2	2,0	-9,3	-10,5	-38,1	-5,1	-13,5	-0,8	3,4
2013 3° trim.	3,1	7,3	-4,9	4,5	-18,1	-11,9	-30,9	-6,5	-14,9	-1,5	5,5
4° trim. ^(p)	5,3	5,9	-6,2	2,0	-9,3	-10,5	-38,1	-5,1	-13,5	-0,8	3,4
2013 set.	3,1	7,3	-4,9	4,5	-18,1	-11,9	-30,9	-6,5	-14,9	-1,5	5,5
ott.	3,7	7,1	-6,6	3,5	-10,3	-12,5	-36,0	-5,4	-14,8	-0,9	5,1
nov.	4,5	6,9	-6,8	3,1	-9,7	-12,6	-30,9	-5,5	-14,4	-0,6	4,9
dic. ^(p)	5,3	5,9	-6,2	2,0	-9,3	-10,5	-38,1	-5,1	-13,5	-0,8	3,4

F3 Componenti degli aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

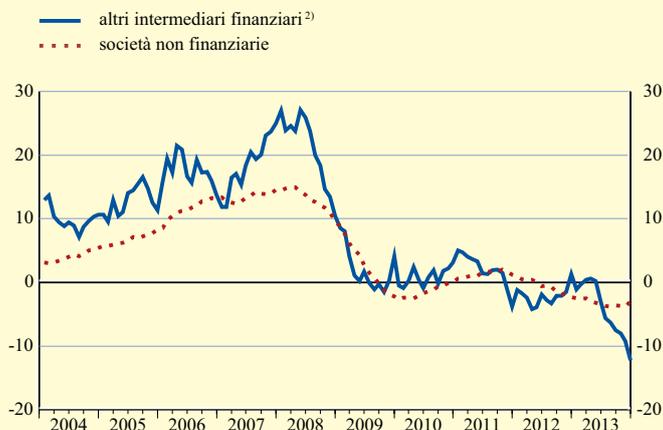
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

3. Prestiti in contropartita di M3

	Società di assicurazione e fondi pensione		Società non finanziarie				Famiglie ³⁾					
	Totale	Altri intermediari finanziari ²⁾	Totale	Prestiti corretti per cessioni e cartolarizzazioni ⁴⁾	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	
												1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2012	89,0	977,0	4.546,5	-	1.129,8	795,7	2.621,1	5.242,5	-	601,8	3.824,4	816,4
2013 ^(p)	98,3	866,4	4.353,9	-	1.065,0	740,4	2.548,5	5.221,6	-	573,7	3.851,9	796,0
2013 3° trim.	95,4	902,7	4.394,0	-	1.081,8	762,5	2.549,7	5.235,9	-	582,1	3.845,5	808,2
4° trim. ^(p)	98,3	866,4	4.353,9	-	1.065,0	740,4	2.548,5	5.221,6	-	573,7	3.851,9	796,0
2013 set.	95,4	902,7	4.394,0	-	1.081,8	762,5	2.549,7	5.235,9	-	582,1	3.845,5	808,2
ott.	97,2	897,1	4.379,7	-	1.072,0	760,8	2.546,9	5.233,0	-	575,3	3.853,3	804,4
nov.	100,1	882,9	4.364,4	-	1.062,3	759,2	2.542,9	5.229,0	-	572,6	3.856,0	800,4
dic. ^(p)	98,3	866,4	4.353,9	-	1.065,0	740,4	2.548,5	5.221,6	-	573,7	3.851,9	796,0
Transazioni												
2012	-2,0	12,9	-107,4	-61,8	6,5	-51,4	-62,4	25,6	34,3	-17,8	48,3	-4,9
2013 ^(p)	9,5	-119,7	-136,2	-130,9	-47,4	-45,3	-43,5	-3,3	15,4	-17,7	27,6	-13,1
2013 3° trim.	1,4	-40,4	-33,4	-35,6	-14,7	-8,3	-10,4	2,7	10,9	-0,6	3,5	-0,1
4° trim. ^(p)	3,0	-33,6	-28,2	-29,8	-11,6	-18,0	1,5	-6,5	-0,6	-5,9	7,3	-7,9
2013 set.	-1,1	-8,5	-9,7	-10,4	-0,7	-6,9	-2,1	5,8	3,0	-0,7	6,0	0,5
ott.	1,9	-4,1	-11,9	-13,8	-7,9	-0,1	-3,9	1,1	2,8	-5,9	8,2	-1,2
nov.	2,9	-14,8	-13,1	-14,0	-8,7	-1,1	-3,4	-3,2	0,2	-2,0	2,6	-3,8
dic. ^(p)	-1,8	-14,7	-3,2	-2,1	5,0	-16,9	8,7	-4,4	-3,6	2,1	-3,6	-2,9
Variazioni percentuali												
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 ^(p)	10,7	-12,2	-3,0	-2,9	-4,2	-5,7	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2013 3° trim.	9,9	-7,5	-3,6	-2,8	-3,2	-5,6	-3,2	0,1	0,4	-2,3	0,8	-1,0
4° trim. ^(p)	10,7	-12,2	-3,0	-2,9	-4,2	-5,7	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2013 set.	9,9	-7,5	-3,6	-2,8	-3,2	-5,6	-3,2	0,1	0,4	-2,3	0,8	-1,0
ott.	8,4	-8,0	-3,7	-2,9	-4,1	-5,3	-3,0	0,1	0,3	-3,1	0,9	-1,3
nov.	14,0	-9,2	-3,8	-3,1	-4,7	-5,0	-3,1	0,0	0,3	-3,3	0,9	-1,7
dic. ^(p)	10,7	-12,2	-3,0	-2,9	-4,2	-5,7	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6

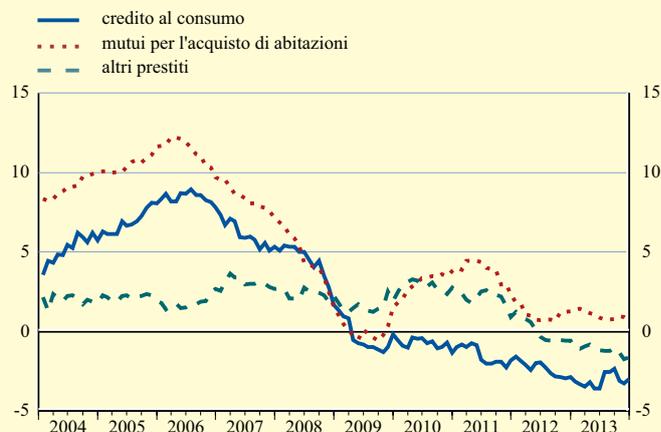
F5 Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



F6 Prestiti alle famiglie ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

1. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione				Altri intermediari finanziari					Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	Pronti contro termine con controparti centrali	6	7	8	9	10	11	12	13
	Consistenze												
2013 ^(p)	90,0	72,5	4,1	13,4	985,4	122,6	440,0	223,3	322,1	4.342,8	1.056,8	739,3	2.546,6
2013 3° trim.	98,5	82,1	3,5	12,9	1.048,5	137,7	504,2	215,2	329,2	4.393,5	1.079,1	764,0	2.550,4
4° trim. ^(p)	90,0	72,5	4,1	13,4	985,4	122,6	440,0	223,3	322,1	4.342,8	1.056,8	739,3	2.546,6
2013 ott.	100,4	83,3	3,7	13,5	1.018,2	123,3	473,2	215,7	329,4	4.377,7	1.066,5	762,7	2.548,5
nov.	101,0	83,4	3,8	13,8	1.015,8	133,2	471,1	216,8	327,9	4.371,8	1.062,2	759,6	2.550,0
dic. ^(p)	90,0	72,5	4,1	13,4	985,4	122,6	440,0	223,3	322,1	4.342,8	1.056,8	739,3	2.546,6
	Transazioni												
2013 ^(p)	8,7	8,7	-0,3	0,3	-70,2	49,4	-49,3	3,6	-24,5	-136,7	-47,2	-45,3	-44,2
2013 3° trim.	3,7	3,2	-0,3	0,7	-43,7	-8,0	-32,2	2,4	-13,9	-42,2	-27,7	-7,5	-7,0
4° trim. ^(p)	-8,5	-9,5	0,6	0,4	-44,4	0,9	-47,5	8,9	-5,9	-38,9	-17,1	-20,7	-1,1
2013 ott.	1,9	1,2	0,2	0,6	-22,3	-7,9	-23,8	1,1	0,5	-13,5	-10,8	0,3	-3,0
nov.	0,5	0,1	0,1	0,3	1,2	14,2	1,8	1,0	-1,6	-3,6	-3,2	-2,5	2,1
dic. ^(p)	-11,0	-10,9	0,3	-0,4	-23,4	-5,4	-25,5	6,8	-4,8	-21,8	-3,1	-18,5	-0,2
	Variazioni percentuali												
2013 ^(p)	10,6	13,5	-7,6	2,6	-6,3	28,2	-9,4	1,7	-7,0	-3,0	-4,3	-5,7	-1,7
2013 3° trim.	10,0	14,5	-37,6	5,5	-4,2	12,4	-4,1	-0,8	-5,9	-3,6	-3,2	-5,6	-3,2
4° trim. ^(p)	10,6	13,5	-7,6	2,6	-6,3	28,2	-9,4	1,7	-7,0	-3,0	-4,3	-5,7	-1,7
2013 ott.	8,4	11,3	-31,6	8,2	-5,6	4,0	-7,9	0,0	-5,4	-3,7	-4,1	-5,3	-3,0
nov.	14,2	17,2	-19,7	9,6	-4,8	20,8	-4,9	0,0	-7,8	-3,8	-4,7	-5,0	-3,0
dic. ^(p)	10,6	13,5	-7,6	2,6	-6,3	28,2	-9,4	1,7	-7,0	-3,0	-4,3	-5,7	-1,7

2. Prestiti alle famiglie ³⁾

	Credito al consumo					Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti				
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Imprese individuali	11	12	13	14
	Consistenze													
2013 ^(p)	5.231,0	576,1	128,4	169,5	278,2	3.858,1	12,7	55,4	3.790,1	796,7	406,1	136,6	76,3	583,8
2013 3° trim.	5.237,7	583,0	130,4	170,4	282,3	3.847,1	12,6	55,8	3.778,7	807,6	413,5	138,4	77,6	591,6
4° trim. ^(p)	5.231,0	576,1	128,4	169,5	278,2	3.858,1	12,7	55,4	3.790,1	796,7	406,1	136,6	76,3	583,8
2013 ott.	5.233,6	576,4	126,9	168,6	280,9	3.854,4	12,8	55,9	3.785,7	802,8	410,2	136,3	77,3	589,1
nov.	5.235,8	573,1	125,4	168,4	279,2	3.857,3	12,7	56,0	3.788,7	805,4	409,5	140,3	76,9	588,2
dic. ^(p)	5.231,0	576,1	128,4	169,5	278,2	3.858,1	12,7	55,4	3.790,1	796,7	406,1	136,6	76,3	583,8
	Transazioni													
2013 ^(p)	-3,7	-17,8	-4,1	-6,8	-6,9	27,3	-1,4	-1,5	30,3	-13,3	-13,4	-3,5	-3,7	-6,1
2013 3° trim.	-1,2	-2,1	0,0	-1,0	-1,1	6,7	-1,1	0,1	7,7	-5,9	-1,4	-6,0	-0,7	0,9
4° trim. ^(p)	1,0	-4,3	-0,6	-1,3	-2,4	11,9	0,1	-0,4	12,2	-6,5	-5,7	-0,3	-1,1	-5,1
2013 ott.	-0,1	-5,7	-3,1	-1,8	-0,8	7,7	0,2	0,1	7,4	-2,2	-1,6	-1,4	0,0	-0,7
nov.	3,0	-2,7	-0,8	-0,7	-1,2	2,8	-0,1	0,1	2,8	2,8	-1,0	4,7	-0,5	-1,3
dic. ^(p)	-1,8	4,0	3,3	1,2	-0,4	1,3	0,0	-0,6	1,9	-7,2	-3,0	-3,6	-0,6	-3,0
	Variazioni percentuali													
2013 ^(p)	-0,1	-3,0	-3,0	-3,9	-2,4	0,7	-10,1	-2,7	0,8	-1,6	-3,2	-2,5	-4,6	-1,0
2013 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
4° trim. ^(p)	-0,1	-3,0	-3,0	-3,9	-2,4	0,7	-10,1	-2,7	0,8	-1,6	-3,2	-2,5	-4,6	-1,0
2013 ott.	0,1	-3,1	-2,7	-4,9	-2,2	0,9	-8,3	-2,5	1,0	-1,3	-1,7	-2,0	-5,4	-0,6
nov.	0,0	-3,3	-2,8	-4,8	-2,5	0,9	-8,8	-2,6	1,0	-1,7	-1,6	-3,2	-5,6	-0,8
dic. ^(p)	-0,1	-3,0	-3,0	-3,9	-2,4	0,7	-10,1	-2,7	0,8	-1,6	-3,2	-2,5	-4,6	-1,0

Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2012	1.153,4	341,8	221,6	565,9	24,1	2.868,2	1.906,7	961,5	60,7	900,7
2013 ^(p)	1.082,3	285,1	213,8	560,0	31,6	2.731,6	1.807,7	959,4	59,3	900,1
2012 4° trim.	1.153,4	341,8	221,6	565,9	24,1	2.868,2	1.906,7	961,5	60,7	900,7
2013 1° trim.	1.124,3	312,4	217,0	568,8	26,0	2.891,1	1.889,5	1.001,6	60,0	941,6
2° trim.	1.101,8	290,3	218,1	565,3	28,0	2.877,8	1.893,7	984,1	58,0	926,1
3° trim. ^(p)	1.090,4	285,1	213,8	560,0	31,6	2.767,2	1.807,7	959,4	59,3	900,1
Transazioni										
2012	-3,6	-4,1	-4,9	2,9	2,4	-128,3	-100,8	-27,5	-1,0	-26,5
2013 ^(p)	-72,2	-56,4	-7,9	-7,4	7,4	-67,3	-78,8	16,7	0,1	16,7
2012 4° trim.	-9,5	0,6	-9,9	1,9	-2,1	-101,4	-56,0	-45,4	1,9	-47,3
2013 1° trim.	-29,5	-29,5	-4,5	2,5	1,9	10,9	-26,8	37,7	-1,0	38,7
2° trim.	-22,1	-21,8	1,1	-3,5	2,0	18,6	25,2	-6,6	-1,3	-5,3
3° trim. ^(p)	-12,4	-5,1	-4,5	-6,4	3,5	-91,6	-77,2	-14,4	2,4	-16,8
Variazioni percentuali										
2012	-0,3	-1,2	-2,2	0,5	11,2	-4,2	-4,9	-2,8	-1,8	-2,8
2013 ^(p)	-6,3	-16,3	-7,7	-1,0	20,1	-2,4	-6,9	-2,8	3,4	-3,2
2012 4° trim.	-0,3	-1,2	-2,2	0,5	11,2	-4,2	-4,9	-2,8	-1,8	-2,8
2013 1° trim.	-1,1	-2,4	-3,5	0,2	8,3	-5,2	-7,1	-1,3	0,1	-1,4
2° trim.	-5,9	-14,4	-9,5	-0,1	11,6	-4,1	-5,7	-0,9	3,2	-1,1
3° trim. ^(p)	-6,3	-16,3	-7,7	-1,0	20,1	-5,5	-6,9	-2,8	3,4	-3,2

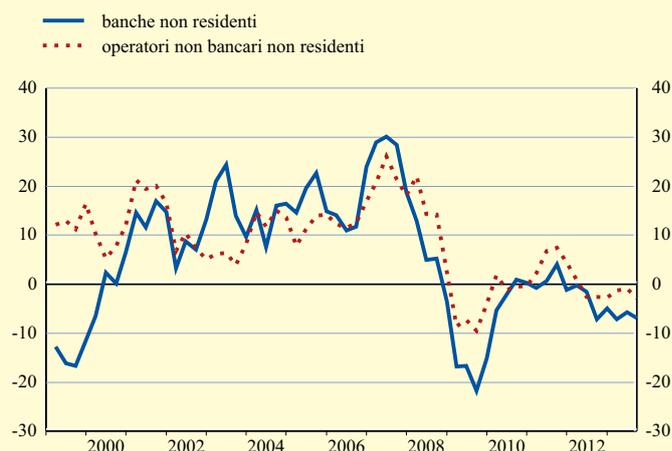
F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

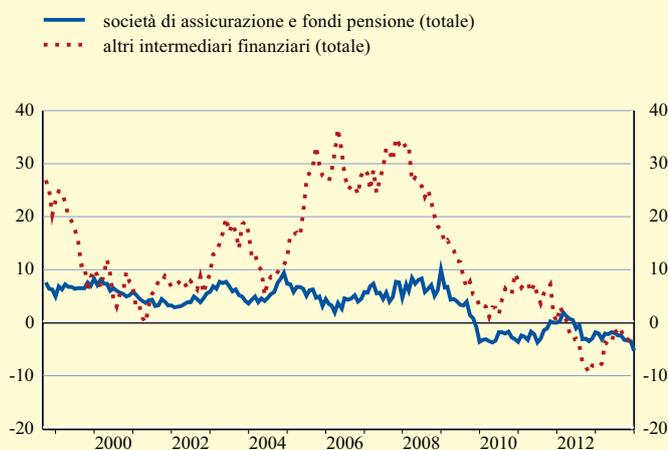
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari							
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	con controparti centrali 15	
Consistenze															
2012	691,4	106,5	81,4	484,4	6,4	0,2	12,5	2.016,5	410,7	236,6	1.021,0	13,6	0,3	334,4	256,7
2013 ^(p)	653,2	95,9	76,5	462,8	7,0	0,1	11,0	1.854,1	423,6	221,2	942,2	16,5	0,5	250,0	178,0
2013 3° trim.	669,6	106,5	74,6	470,7	8,2	0,1	9,5	1.960,3	443,2	235,2	969,7	17,2	0,3	294,7	212,5
4° trim. ^(p)	653,2	95,9	76,5	462,8	7,0	0,1	11,0	1.854,1	423,6	221,2	942,2	16,5	0,5	250,0	178,0
2013 set.	669,6	106,5	74,6	470,7	8,2	0,1	9,5	1.960,3	443,2	235,2	969,7	17,2	0,3	294,7	212,5
ott.	668,8	105,6	77,2	467,9	7,9	0,1	9,9	1.917,1	436,9	225,6	964,9	17,3	0,4	272,1	188,1
nov.	660,7	104,2	72,4	466,2	7,1	0,1	10,6	1.901,3	433,5	216,6	961,9	23,3	0,5	265,5	183,6
dic. ^(p)	653,2	95,9	76,5	462,8	7,0	0,1	11,0	1.854,1	423,6	221,2	942,2	16,5	0,5	250,0	178,0
Transazioni															
2012	-12,5	15,2	2,6	-27,6	2,0	0,0	-4,7	-176,7	23,9	-49,5	-166,0	-2,0	-0,3	17,2	13,3
2013 ^(p)	-36,3	-9,3	-5,3	-22,0	1,3	-0,1	-0,9	-58,4	13,7	-15,1	-77,1	3,1	0,3	16,6	30,6
2013 3° trim.	-9,1	2,4	-3,7	-9,2	0,9	-0,2	0,6	-80,4	-11,8	4,8	-24,7	0,2	0,1	-49,1	-40,5
4° trim. ^(p)	-16,0	-10,5	1,9	-7,7	-1,1	0,0	1,4	-83,3	-18,0	-13,7	-25,8	-0,4	0,2	-25,6	-16,1
2013 set.	-5,2	2,6	-5,9	-2,3	0,0	-0,2	0,7	-6,6	7,2	0,0	-9,2	0,2	0,0	-4,7	5,4
ott.	-0,6	-0,8	2,6	-2,6	-0,2	0,0	0,4	-30,1	-5,7	-9,1	-4,4	0,1	0,1	-11,1	-12,9
nov.	-8,1	-1,4	-4,8	-1,7	-0,8	0,0	0,7	-9,0	-3,2	-9,4	-3,1	6,2	0,1	0,5	1,8
dic. ^(p)	-7,4	-8,2	4,1	-3,4	-0,1	0,0	0,3	-44,2	-9,1	4,8	-18,3	-6,7	0,0	-15,0	-5,0
Variazioni percentuali															
2012	-1,8	16,5	3,4	-5,4	50,8	-	-32,1	-8,0	6,1	-17,4	-14,0	-14,0	-	4,3	4,2
2013 ^(p)	-5,3	-8,9	-6,5	-4,5	18,7	-	-8,0	-3,1	3,3	-6,4	-7,6	22,2	-	2,1	9,9
2013 3° trim.	-3,2	5,6	-5,2	-5,0	31,7	-	-13,3	-3,1	2,5	-1,1	-6,4	27,1	-	-3,3	2,8
4° trim. ^(p)	-5,3	-8,9	-6,5	-4,5	18,7	-	-8,0	-3,1	3,3	-6,4	-7,6	22,2	-	2,1	9,9
2013 set.	-3,2	5,6	-5,2	-5,0	31,7	-	-13,3	-3,1	2,5	-1,1	-6,4	27,1	-	-3,3	2,8
ott.	-3,3	-0,2	-2,4	-4,6	26,2	-	-3,0	-3,1	4,5	-8,1	-6,1	30,2	-	-2,0	1,3
nov.	-3,4	1,9	-5,4	-4,2	17,2	-	-15,6	-3,6	3,1	-8,1	-6,6	74,2	-	-3,4	-0,9
dic. ^(p)	-5,3	-8,9	-6,5	-4,5	18,7	-	-8,0	-3,1	3,3	-6,4	-7,6	22,2	-	2,1	9,9

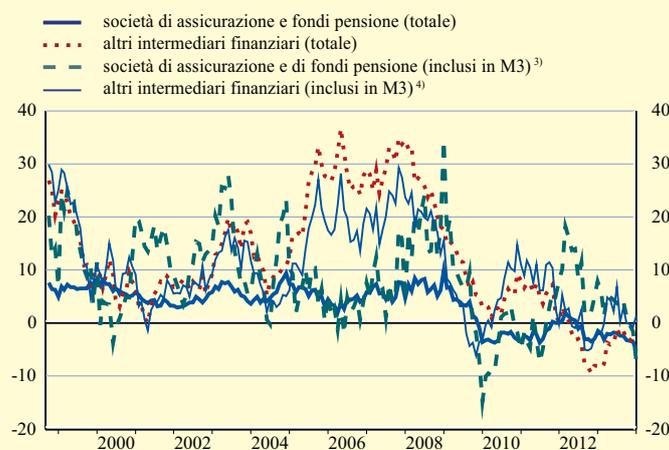
F9 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie ³⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze														
2012	1.761,5	1.148,5	408,3	106,5	85,4	2,0	10,9	6.119,1	2.346,4	979,1	747,8	1.937,3	98,0	10,4
2013 ^(p)	1.870,7	1.234,4	403,5	123,0	91,6	1,8	16,5	6.263,1	2.521,3	877,9	806,6	1.968,6	83,9	4,8
2013 3° trim. ^(p)	1.791,0	1.173,5	392,2	118,8	95,0	1,8	9,7	6.202,8	2.460,2	902,5	783,6	1.965,2	84,9	6,3
4° trim. ^(p)	1.870,7	1.234,4	403,5	123,0	91,6	1,8	16,5	6.263,1	2.521,3	877,9	806,6	1.968,6	83,9	4,8
2013 set.	1.791,0	1.173,5	392,2	118,8	95,0	1,8	9,7	6.202,8	2.460,2	902,5	783,6	1.965,2	84,9	6,3
ott.	1.814,0	1.181,9	402,1	120,7	94,8	1,8	12,6	6.209,7	2.478,6	891,0	791,1	1.958,7	84,5	5,7
nov.	1.840,1	1.210,3	400,6	121,0	95,0	1,9	11,4	6.229,6	2.502,3	886,3	796,5	1.954,8	84,2	5,6
dic. ^(p)	1.870,7	1.234,4	403,5	123,0	91,6	1,8	16,5	6.263,1	2.521,3	877,9	806,6	1.968,6	83,9	4,8
Transazioni														
2012	81,9	99,3	-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 ^(p)	117,4	90,7	-4,3	17,9	7,4	-0,1	5,7	147,3	176,1	-100,0	59,4	31,4	-14,1	-5,6
2013 3° trim. ^(p)	36,3	27,4	2,4	4,0	3,2	0,1	-0,8	-6,0	14,1	-26,5	14,0	-4,6	-3,3	0,2
4° trim. ^(p)	81,5	61,9	11,7	4,1	-3,0	0,1	6,8	60,6	61,5	-25,4	23,6	3,4	-1,0	-1,5
2013 set.	7,5	10,6	-3,0	1,9	0,4	0,0	-2,3	-17,6	-2,8	-11,9	5,4	-6,2	-1,8	-0,3
ott.	24,6	9,3	10,7	1,8	-0,2	0,1	2,9	6,9	18,7	-11,8	7,5	-6,4	-0,5	-0,6
nov.	25,2	27,7	-2,2	0,2	0,6	0,0	-1,2	19,8	23,6	-5,4	6,0	-4,0	-0,3	-0,1
dic. ^(p)	31,7	24,8	3,2	2,0	-3,4	0,0	5,1	33,9	19,2	-8,3	10,2	13,8	-0,2	-0,8
Variazioni percentuali														
2012	4,9	9,4	-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 ^(p)	6,7	7,9	-1,1	16,9	8,7	-3,7	52,1	2,4	7,5	-10,2	7,9	1,6	-14,4	-53,9
2013 3° trim. ^(p)	6,0	7,8	-2,0	15,2	11,0	2,0	-12,2	3,2	7,2	-6,4	4,9	3,9	-15,8	-50,3
4° trim. ^(p)	6,7	7,9	-1,1	16,9	8,7	-3,7	52,1	2,4	7,5	-10,2	7,9	1,6	-14,4	-53,9
2013 set.	6,0	7,8	-2,0	15,2	11,0	2,0	-12,2	3,2	7,2	-6,4	4,9	3,9	-15,8	-50,3
ott.	6,4	8,1	-1,4	15,2	11,5	4,8	5,5	3,3	8,5	-8,1	6,2	2,9	-15,7	-52,0
nov.	7,1	9,2	-1,2	15,3	10,5	-6,7	1,8	3,3	8,9	-8,8	7,5	2,4	-15,3	-52,2
dic. ^(p)	6,7	7,9	-1,1	16,9	8,7	-3,7	52,1	2,4	7,5	-10,2	7,9	1,6	-14,4	-53,9

F11 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

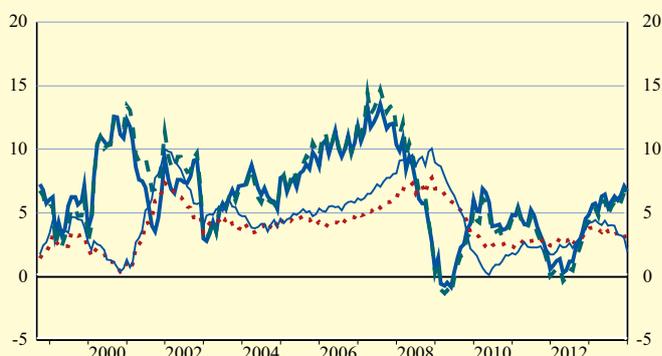
- società non finanziarie (totale)
- famiglie (totale)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



Fonte: BCE.

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

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

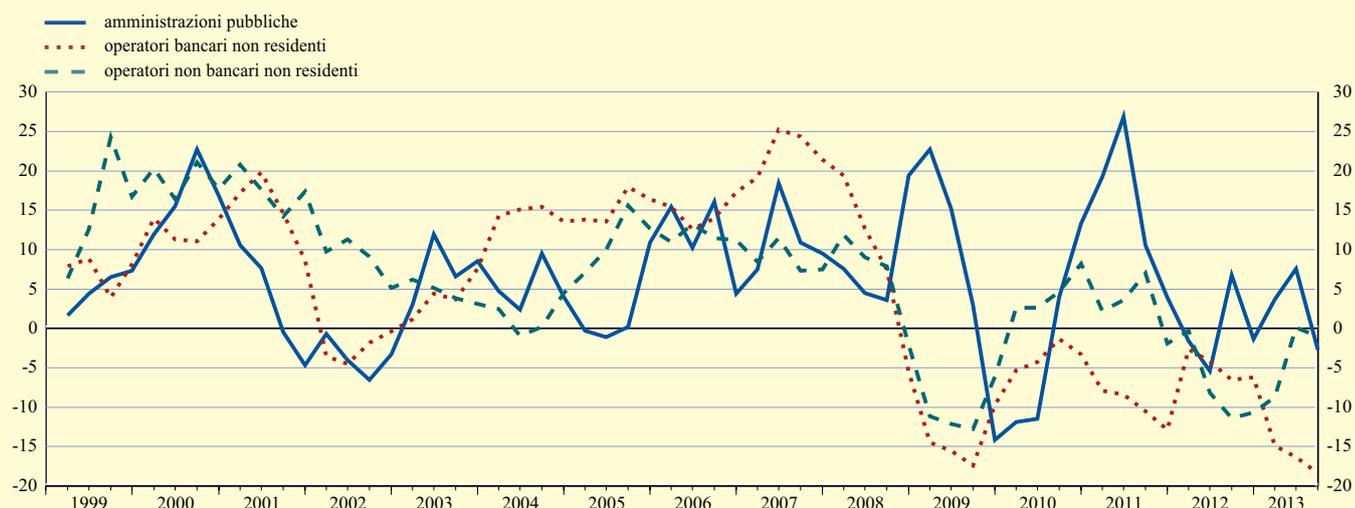
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2012	448,0	169,7	62,8	111,7	103,8	2.895,2	2.016,6	878,6	39,8	838,7
2013 ^(p)	440,8	152,3	70,7	113,7	120,1	2.522,9	1.738,4	927,5	43,0	884,5
2012 4° trim.	448,0	169,7	62,8	111,7	103,8	2.895,2	2.016,6	878,6	39,8	838,7
2013 1° trim.	499,4	207,8	67,2	111,8	112,5	2.904,8	1.989,5	915,2	37,6	877,6
2° trim.	546,0	235,6	70,9	115,4	124,2	2.806,3	1.873,3	933,0	35,4	897,6
3° trim. ^(p)	495,5	190,9	70,7	113,7	120,1	2.665,9	1.738,4	927,5	43,0	884,5
Transazioni										
2012	-7,9	-22,6	-0,3	-0,4	15,5	-240,4	-135,8	-104,6	-5,1	-99,5
2013 ^(p)	-8,1	-18,1	7,8	2,0	16,2	-320,7	-258,3	58,3	4,1	54,2
2012 4° trim.	-61,5	-32,3	-30,2	0,4	0,6	-207,1	-138,9	-68,1	-3,3	-64,8
2013 1° trim.	50,3	38,2	4,1	0,1	7,9	-2,3	-33,0	30,7	-2,0	32,8
2° trim.	46,7	27,7	3,8	3,6	11,7	-68,8	-98,6	29,8	-1,8	31,6
3° trim. ^(p)	-49,8	-44,7	-0,1	-1,6	-3,4	-128,8	-126,6	-2,3	7,9	-10,2
Variazioni percentuali										
2012	-1,4	-11,7	10,3	-0,4	18,2	-7,5	-6,3	-10,7	-11,9	-10,6
2013 ^(p)	-1,8	-10,7	-24,1	2,2	16,2	-11,2	-18,4	-1,0	2,0	-1,1
2012 4° trim.	-1,4	-11,7	10,3	-0,4	18,2	-7,5	-6,3	-10,7	-11,9	-10,6
2013 1° trim.	3,6	9,8	-12,3	-1,5	12,8	-13,0	-14,9	-8,7	-33,0	-7,3
2° trim.	7,6	23,9	-28,2	2,9	16,5	-11,6	-16,3	0,1	-14,4	0,8
3° trim. ^(p)	-2,8	-5,4	-24,1	2,2	16,2	-13,1	-18,4	-1,0	2,0	-1,1

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

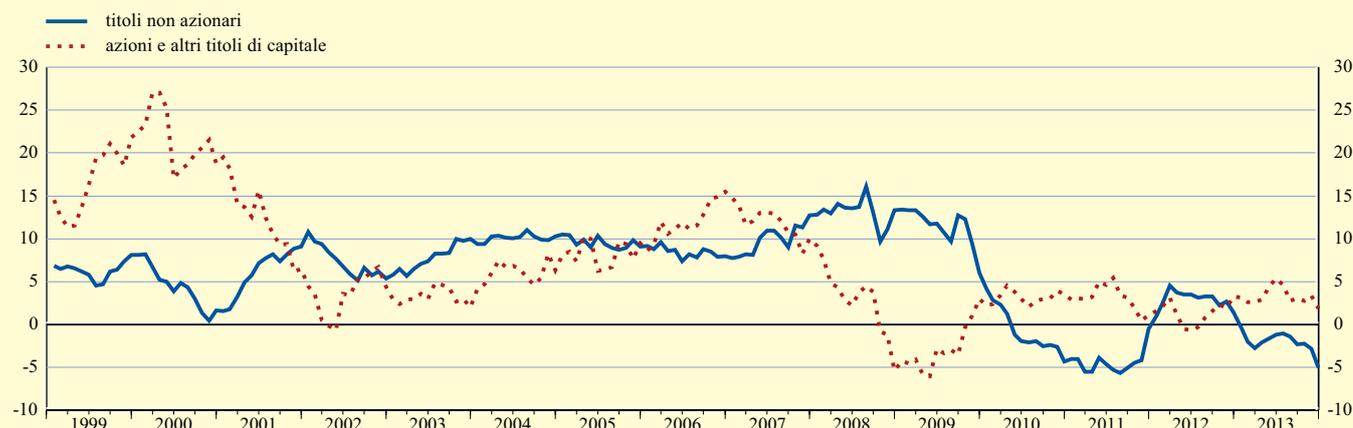
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ^{1), 2)}

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

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
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 ^(p)	5.470,3	1.540,4	102,8	1.672,6	20,3	1.307,3	28,7	798,1	1.562,1	457,6	775,6	328,9
2013 3° trim.	5.649,4	1.601,6	102,2	1.714,9	29,8	1.365,0	28,8	807,1	1.552,7	456,3	776,6	319,8
4° trim. ^(p)	5.470,3	1.540,4	102,8	1.672,6	20,3	1.307,3	28,7	798,1	1.562,1	457,6	775,6	328,9
2013 set.	5.649,4	1.601,6	102,2	1.714,9	29,8	1.365,0	28,8	807,1	1.552,7	456,3	776,6	319,8
ott.	5.626,6	1.586,3	100,7	1.735,6	29,0	1.346,2	28,2	800,7	1.556,3	458,0	776,6	321,7
nov.	5.616,5	1.578,8	103,0	1.735,2	26,0	1.344,4	27,4	801,7	1.567,6	460,9	778,7	328,0
dic. ^(p)	5.470,3	1.540,4	102,8	1.672,6	20,3	1.307,3	28,7	798,1	1.562,1	457,6	775,6	328,9
Transazioni												
2012	82,5	-17,8	15,9	191,7	10,5	-67,5	-3,9	-46,3	49,9	6,6	38,0	5,3
2013 ^(p)	-290,1	-220,8	-0,4	63,9	-11,3	-92,4	5,8	-35,0	28,4	-10,0	10,1	28,3
2013 3° trim.	-123,7	-50,2	-14,5	-45,9	0,8	-15,4	2,3	-0,8	-13,4	-14,1	-8,7	9,4
4° trim. ^(p)	-183,4	-62,8	1,5	-52,4	-9,0	-58,6	0,1	-2,2	0,5	4,2	-8,4	4,7
2013 set.	-51,2	-25,0	-8,8	-11,7	-1,4	-9,9	1,3	4,4	13,0	-1,0	5,9	8,1
ott.	-29,2	-16,8	-0,4	10,6	-0,5	-19,5	-0,3	-2,3	-3,7	2,2	-5,8	-0,1
nov.	-16,1	-8,0	1,4	-2,3	-3,1	-1,9	-1,2	-1,0	9,0	2,6	1,5	4,9
dic. ^(p)	-138,1	-38,0	0,5	-60,8	-5,4	-37,1	1,6	1,1	-4,8	-0,6	-4,1	0,0
Variazioni percentuali												
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 ^(p)	-5,0	-12,5	-0,4	4,0	-35,2	-6,6	25,1	-4,1	1,9	-2,1	1,4	9,6
2013 3° trim.	-2,3	-11,0	-2,2	6,5	-2,2	0,9	15,2	-5,7	3,0	-4,7	4,5	12,3
4° trim. ^(p)	-5,0	-12,5	-0,4	4,0	-35,2	-6,6	25,1	-4,1	1,9	-2,1	1,4	9,6
2013 set.	-2,3	-11,0	-2,2	6,5	-2,2	0,9	15,2	-5,7	3,0	-4,7	4,5	12,3
ott.	-2,2	-11,0	-1,9	6,4	-2,7	0,0	0,2	-4,0	2,8	-4,4	4,3	11,0
nov.	-2,8	-11,2	-5,3	4,5	-18,2	0,5	17,5	-4,4	3,3	-2,0	2,6	14,2
dic. ^(p)	-5,0	-12,5	-0,4	4,0	-35,2	-6,6	25,1	-4,1	1,9	-2,1	1,4	9,6

FI4 Disponibilità in titoli delle IFM ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

1. Prestiti, titoli diversi da azioni e depositi

	IFM ³⁾							Non IFM						
	Tutte le valute (consistenze)	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute (consistenze)	Euro ⁴⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Prestiti a														
<i>Residenti nell'area dell'euro</i>														
2011	6.153,8	-	-	-	-	-	-	12.322,7	96,2	3,8	1,9	0,3	1,1	0,4
2012	5.795,4	-	-	-	-	-	-	12.192,8	96,4	3,6	1,7	0,2	0,9	0,5
2013 2° trim.	5.448,4	-	-	-	-	-	-	12.075,2	96,5	3,5	1,8	0,2	0,9	0,4
3° trim. ^(p)	5.430,8	-	-	-	-	-	-	11.868,7	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	1.906,7	47,3	52,7	31,9	1,9	3,5	10,1	961,5	40,1	59,9	38,2	2,0	2,9	9,9
2013 2° trim.	1.893,7	44,2	55,8	35,8	2,1	2,8	9,4	984,1	39,6	60,4	39,3	2,7	2,6	9,1
3° trim. ^(p)	1.807,7	41,8	58,2	36,6	2,4	3,6	9,9	959,4	40,3	59,7	38,6	2,6	2,6	9,1
Titoli non azionari														
<i>Emessi da residenti nell'area dell'euro</i>														
2011	1.852,0	95,3	4,7	2,5	0,1	0,3	1,5	2.913,1	98,2	1,8	1,0	0,2	0,1	0,4
2012	1.851,3	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. ^(p)	1.703,8	94,0	6,0	2,8	0,1	0,3	2,4	3.138,5	98,1	1,9	1,0	0,1	0,1	0,6
<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. ^(p)	419,8	52,6	47,4	21,3	0,2	0,2	19,2	387,3	36,6	63,4	37,6	4,3	0,9	11,0
Depositi di														
<i>Residenti nell'area dell'euro</i>														
2011	6.364,4	92,1	7,9	5,1	0,2	1,2	0,7	10.947,6	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2012	6.159,1	93,8	6,2	3,9	0,2	1,1	0,6	11.036,4	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2013 2° trim.	5.750,6	93,1	6,9	4,4	0,2	1,0	0,6	11.315,9	97,0	3,0	2,1	0,1	0,1	0,4
3° trim. ^(p)	5.731,6	93,1	6,9	4,4	0,2	1,1	0,7	11.119,2	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	2.016,6	58,3	41,7	27,7	1,6	1,0	7,3	878,6	52,4	47,6	31,3	1,9	1,1	6,3
2013 2° trim.	1.873,3	56,7	43,3	29,1	1,3	0,9	7,1	933,0	50,4	49,6	33,2	2,5	1,0	6,4
3° trim. ^(p)	1.738,4	54,4	45,6	31,1	1,6	1,3	7,7	927,5	51,1	48,9	32,1	2,2	1,3	6,3

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

	Tutte le valute (consistenze)	Euro ⁴⁾	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
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. ^(p)	4.710,0	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 ¹⁾

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

1. Attività

	Totale	Depositi e prestiti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale (escl. quote di 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 mag.	7.825,2	519,2	3.130,8	2.191,9	1.049,8	248,2	685,4
giu.	7.592,6	524,1	3.045,5	2.095,2	1.018,5	249,0	660,4
lug.	7.707,0	527,2	3.066,8	2.168,7	1.042,8	250,6	650,8
ago.	7.656,0	525,1	3.057,4	2.139,6	1.040,4	251,0	642,6
set.	7.768,6	507,8	3.099,3	2.224,3	1.064,7	251,1	621,4
ott.	7.946,9	532,5	3.114,8	2.297,1	1.094,5	251,3	656,8
nov. ^(p)	8.003,3	522,4	3.127,5	2.331,0	1.105,2	253,0	664,3
Transazioni							
2013 1° trim.	228,2	25,2	82,1	34,2	32,3	1,6	52,9
2° trim.	152,6	31,8	55,7	19,1	2,3	1,2	42,6
3° trim.	53,3	-11,0	56,4	22,8	32,8	2,0	-49,7

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 mag.	7.825,2	169,2	7.035,7	5.101,5	831,6	1.934,2	620,4
giu.	7.592,6	164,2	6.819,1	4.996,2	793,4	1.822,9	609,2
lug.	7.707,0	163,4	6.946,1	5.100,7	818,3	1.845,4	597,5
ago.	7.656,0	169,6	6.890,5	5.076,6	814,7	1.813,9	595,9
set.	7.768,6	167,1	7.037,3	5.179,5	839,0	1.857,8	564,2
ott.	7.946,9	174,9	7.192,6	5.300,0	867,7	1.892,6	579,4
nov. ^(p)	8.003,3	179,9	7.240,8	5.328,4	879,7	1.912,3	582,6
Transazioni							
2013 1° trim.	228,2	9,4	160,6	96,4	31,2	64,2	58,2
2° trim.	152,6	9,3	97,3	98,0	-7,6	-0,7	46,0
3° trim.	53,3	3,4	97,0	97,9	32,5	-1,0	-47,1

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

	Totale	Fondi suddivisi per strategia di investimento					Fondi suddivisi per tipologia			Per memoria: fondi comuni monetari
		Fondi obbligazionari	Fondi azionari	Fondi misti	Fondi immobiliari	Hedge fund	Altri fondi	Fondi aperti	Fondi chiusi	
Consistenze in essere										
2013 apr.	7.005,2	2.505,7	1.855,4	1.717,8	330,1	151,7	444,6	6.918,8	86,5	901,7
mag.	7.035,7	2.499,0	1.875,2	1.724,4	331,1	154,0	452,0	6.947,2	88,5	895,0
giu.	6.819,1	2.416,6	1.783,0	1.683,8	331,3	153,6	450,9	6.731,6	87,6	856,2
lug.	6.946,1	2.431,0	1.847,3	1.721,9	333,7	151,9	460,3	6.858,3	87,8	851,1
ago.	6.890,5	2.407,2	1.819,9	1.715,4	332,8	154,2	461,0	6.802,7	87,8	869,6
set.	7.037,3	2.425,2	1.907,2	1.743,1	334,6	157,1	470,1	6.947,7	89,6	846,2
ott.	7.192,6	2.443,2	1.976,8	1.795,1	335,3	159,6	482,6	7.102,3	90,3	835,1
nov. ^(p)	7.240,8	2.449,6	2.005,6	1.804,3	336,3	159,4	485,6	7.148,5	92,3	836,7
Transazioni										
2013 mag.	45,5	24,7	6,0	7,0	2,9	0,9	3,9	43,6	1,8	-5,8
giu.	-18,3	-24,5	-11,5	8,2	2,4	1,3	5,9	-18,6	0,3	-37,0
lug.	57,4	18,3	16,5	18,0	2,5	-0,2	2,2	57,0	0,4	0,7
ago.	2,8	-5,0	-0,5	6,0	0,4	1,2	0,5	2,8	0,0	14,5
set.	36,9	-5,1	19,9	14,4	0,8	3,6	3,4	35,4	1,4	-22,2
ott.	39,2	2,7	18,6	12,1	-0,1	2,0	3,9	39,2	0,1	-7,0
nov. ^(p)	16,0	8,8	6,9	0,6	1,9	-3,7	1,4	14,5	1,5	-1,4

Fonte: BCE.

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

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

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

1. Titoli non azionari

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
	Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze in essere											
2012 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. ^(p)	3.099,3	1.686,0	393,6	798,4	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. ^(p)	56,4	27,7	-11,9	22,1	8,7	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.	2.095,2	738,6	58,9	-	52,4	28,1	599,1	1.356,6	181,7	482,2	109,5
3° trim. ^(p)	2.224,3	813,5	72,6	-	56,4	30,4	654,1	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.	19,1	1,8	1,3	-	-0,3	0,2	0,6	17,3	0,7	6,3	13,8
3° trim. ^(p)	22,8	8,9	1,2	-	0,3	0,6	6,8	13,9	3,0	11,6	0,4

3. Quote dei fondi di investimento/fondi comuni monetari

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
	Totale	IFM ²⁾	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari ²⁾	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze in essere											
2012 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. ^(p)	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. ^(p)	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 ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Consistenze													
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
Transazioni													
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		
Consistenze							
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
Transazioni							
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 ²⁾					Settore debitore esterno all'area dell'euro	Totale	Residenti nell'area dell'euro			Non residenti nell'area dell'euro	
		Famiglie	Società non azionarie	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche			Totale	IFM	Non IFM		
													Società veicolo finanziarie
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Consistenze													
2012 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
Transazioni													
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 4° trim.	7.036,2	768,3	453,4	2.674,6	826,0	1.611,9	76,9	253,7	222,2	149,1
2011 1° trim.	7.139,7	769,6	456,4	2.735,7	844,0	1.621,5	76,6	261,8	223,6	150,5
2° trim.	7.155,2	772,7	464,0	2.747,0	842,6	1.623,7	79,8	254,2	222,3	148,9
3° trim.	7.154,3	789,6	463,0	2.772,4	788,3	1.580,8	87,6	255,6	268,7	148,4
4° trim.	7.164,4	782,4	472,6	2.731,2	793,9	1.615,7	91,3	253,6	273,6	150,0
2012 1° trim.	7.452,0	794,4	469,9	2.876,7	807,2	1.710,1	102,3	258,2	283,2	150,0
2° trim.	7.481,2	783,6	469,6	2.890,2	802,3	1.712,6	106,4	261,4	304,4	150,8
3° trim.	7.695,7	783,5	478,8	3.006,9	822,4	1.786,7	108,5	263,1	295,0	151,0
4° trim.	7.780,5	786,6	477,9	3.053,0	819,5	1.825,2	109,7	261,8	293,7	153,1
2013 1° trim.	7.905,9	794,0	476,1	3.081,9	836,3	1.900,6	114,3	265,2	284,0	153,5
2° trim.	7.844,0	773,3	474,6	3.071,5	833,5	1.894,0	98,9	264,4	278,2	155,6
3° trim. (p)	7.942,9	763,4	477,4	3.110,1	851,4	1.954,6	96,7	264,6	268,2	156,5

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 4° trim.	2.674,6	2.250,8	599,4	1.243,5	234,3	17,6	156,1	423,8
2011 1° trim.	2.735,7	2.318,6	625,2	1.286,3	236,2	17,2	153,7	417,1
2° trim.	2.747,0	2.329,9	630,6	1.289,6	235,4	16,8	157,5	417,2
3° trim.	2.772,4	2.352,8	637,0	1.312,3	227,7	16,9	159,0	419,5
4° trim.	2.731,2	2.307,5	635,4	1.267,3	223,9	16,5	164,3	423,7
2012 1° trim.	2.876,7	2.427,1	670,3	1.325,0	235,9	17,1	178,7	449,6
2° trim.	2.890,2	2.423,3	675,6	1.309,3	238,4	17,0	183,0	466,9
3° trim.	3.006,9	2.514,7	707,7	1.348,6	246,0	17,4	195,0	492,3
4° trim.	3.053,0	2.549,2	693,1	1.386,8	251,7	18,1	199,5	503,8
2013 1° trim.	3.081,9	2.587,2	716,9	1.389,9	255,3	17,5	207,5	494,7
2° trim.	3.071,5	2.566,9	684,1	1.403,5	255,4	17,5	206,4	504,6
3° trim. (p)	3.110,1	2.601,2	684,0	1.436,0	256,6	17,9	206,8	508,9

3. Passività e ricchezza finanziaria netta

	Passività								Ricchezza netta	
	Totale	Prestiti ricevuti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Riserve tecniche di assicurazione			Altri conti attivi/passivi e strumenti derivati		
					Totale	Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita	Correzioni per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione			Riserve premi e riserve sinistri
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2010 4° trim.	6.871,5	250,3	40,3	451,5	5.960,7	3.260,4	1.889,6	810,7	168,7	164,6
2011 1° trim.	6.920,9	263,0	39,9	465,9	5.976,5	3.287,3	1.859,9	829,4	175,5	218,8
2° trim.	6.944,4	262,8	42,4	454,7	6.008,1	3.309,4	1.872,0	826,7	176,4	210,9
3° trim.	7.052,2	270,0	41,6	410,1	6.140,8	3.292,5	2.023,9	824,5	189,7	102,1
4° trim.	7.071,7	263,8	41,3	408,8	6.169,8	3.305,1	2.047,1	817,6	188,0	92,7
2012 1° trim.	7.229,4	272,1	44,4	439,1	6.282,8	3.342,5	2.103,0	837,2	191,0	222,6
2° trim.	7.300,4	281,3	43,3	421,2	6.349,5	3.344,6	2.169,4	835,5	205,1	180,9
3° trim.	7.373,6	292,7	44,9	452,7	6.387,7	3.390,6	2.163,4	833,6	195,6	322,1
4° trim.	7.472,6	267,0	48,8	482,6	6.454,0	3.425,8	2.201,8	826,4	220,2	307,9
2013 1° trim.	7.566,8	279,9	48,0	497,8	6.526,5	3.462,7	2.216,1	847,6	214,5	339,2
2° trim.	7.607,2	280,1	45,4	506,7	6.551,9	3.467,1	2.240,2	844,6	223,1	236,8
3° trim. (p)	7.635,0	278,9	45,2	524,0	6.569,6	3.509,6	2.217,5	842,5	217,3	307,9

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
3° trim. 2013						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						644
Saldo commerciale ¹⁾						-64
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	1.136	116	726	56	238	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	30	9	14	3	4	
Consumo di capitale fisso	383	102	218	11	52	
Margine operativo netto e reddito misto ¹⁾	592	287	271	33	0	
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto						7
Redditi da lavoro dipendente						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	601	31	240	262	68	104
Interessi	318	29	53	168	68	44
Altri redditi da capitale	283	3	187	94	0	60
Reddito nazionale netto ¹⁾	2.013	1.621	121	45	225	
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	292	233	49	10	0	2
Contributi sociali	441	441				1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	480	1	18	35	427	1
Altri trasferimenti correnti	195	70	25	48	53	11
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	45	34	9	1	1	2
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	46			46		1
Altro	104	35	15	1	52	8
Reddito netto disponibile ¹⁾	1.983	1.441	61	49	431	
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.884	1.386			498	
Spese per consumi individuali	1.697	1.386			311	
Spese per consumi collettivi	186				186	
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	15	0	1	14	0	0
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero ¹⁾	99	70	60	36	-67	-42
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	440	140	239	9	52	
Investimenti fissi lordi	426	138	227	10	52	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	14	2	12	0	0	
Consumo di capitale fisso	0	-1	0	0	1	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	39	11	1	1	26	0
Trasferimenti in conto capitale	9	8	0	0		6
Imposte in conto capitale	30	3	1	1	26	0
Altri trasferimenti in conto capitale	46	30	53	45	-81	6
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) ¹⁾	0	-8	8	0	0	-46
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
3° trim. 2013						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						580
<i>Saldo commerciale</i>						
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	2.141	514	1.230	104	293	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	247					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	2.388					
Redditi da lavoro dipendente						
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Consumo di capitale fisso						
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i>						
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto	592	287	271	33	0	
Redditi da lavoro dipendente	1.140	1.140				4
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	276				276	1
Redditi da capitale	607	225	90	274	17	98
Interessi	308	50	32	217	9	54
Altri redditi da capitale	299	176	58	57	8	45
<i>Reddito nazionale netto</i>						
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto	2.013	1.621	121	45	225	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	293				293	1
Contributi sociali	440	1	18	49	371	2
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	478	478				3
Altri trasferimenti correnti	166	85	13	47	22	40
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	46			46		1
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	44	36	7	1	0	2
Altro	77	50	6	0	21	36
<i>Reddito netto disponibile</i>						
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile	1.983	1.441	61	49	431	
Spese per consumi finali						
Spese per consumi individuali						
Spese per consumi collettivi						
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	15	15				0
<i>Risparmio netto/conto corrente verso l'estero</i>						
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	99	70	60	36	-67	-42
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	383	102	218	11	52	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	43	8	15	8	13	2
Imposte in conto capitale	9				9	0
Altri trasferimenti in conto capitale	34	8	15	8	4	2
<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
3° trim. 2013								
Bilancio di apertura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		19.963	17.404	33.119	18.097	7.529	4.508	18.788
Oro monetario e DSP				367				
Banconote, monete e depositi		7.141	2.023	10.065	2.433	796	858	3.198
Titoli di debito a breve termine		40	65	506	431	57	32	651
Titoli di debito a lungo termine		1.288	258	6.375	3.139	3.023	439	4.363
Prestiti		86	3.120	13.118	4.523	485	873	2.797
<i>di cui: a lungo termine</i>		65	1.986	10.193	3.368	363	766	.
Azioni e altre partecipazioni		4.572	8.098	1.843	7.137	2.761	1.514	6.956
Azioni quotate		759	1.098	371	2.199	409	228	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.411	6.649	1.199	3.807	432	1.106	.
Quote di fondi di investimento		1.402	350	273	1.130	1.920	179	.
Riserve tecniche di assicurazione		6.338	185	3	0	244	4	259
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		497	3.656	842	434	163	789	565
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								
Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie								
Totale delle transazioni in attività finanziarie		24	124	-571	-104	48	-126	-70
Oro monetario e DSP				0				0
Banconote, monete e depositi		1	52	-299	-121	-6	-79	-140
Titoli di debito a breve termine		-1	-2	-25	-18	-2	-4	35
Titoli di debito a lungo termine		-17	3	-113	46	21	-3	-13
Prestiti		1	28	-112	-68	1	-4	-38
<i>di cui: a lungo termine</i>		1	47	-26	-59	5	16	.
Azioni e altre partecipazioni		-3	43	16	61	39	-8	49
Azioni quotate		-23	-2	33	33	4	3	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		18	49	-24	-9	2	-11	.
Quote di fondi di investimento		1	-3	7	37	34	1	.
Riserve tecniche di assicurazione		39	-1	0	0	0	0	7
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		5	-1	-38	-5	-6	-30	30
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
Conto delle altre variazioni: attività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		167	353	57	-15	54	47	-20
Oro monetario e DSP				24				
Banconote, monete e depositi		-2	-8	84	-81	0	-1	-15
Titoli di debito a breve termine		0	0	0	3	0	0	-11
Titoli di debito a lungo termine		-14	1	-13	-16	-4	-1	-48
Prestiti		0	-10	-123	-30	0	1	-28
<i>di cui: a lungo termine</i>		0	-7	-27	-2	0	1	.
Azioni e altre partecipazioni		173	402	62	109	59	45	95
Azioni quotate		95	122	22	116	12	29	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		43	275	37	-28	3	12	.
Quote di fondi di investimento		35	5	3	22	45	4	.
Riserve tecniche di assicurazione		23	0	0	0	0	0	-2
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		-12	-33	22	1	-1	2	-11
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
Bilancio di chiusura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		20.154	17.881	32.605	17.979	7.631	4.428	18.697
Oro monetario e DSP				391				
Banconote, monete e depositi		7.140	2.068	9.851	2.231	791	778	3.043
Titoli di debito a breve termine		39	63	481	416	55	28	675
Titoli di debito a lungo termine		1.257	262	6.249	3.169	3.040	436	4.301
Prestiti		87	3.139	12.883	4.425	487	869	2.731
<i>di cui: a lungo termine</i>		66	2.027	10.140	3.307	367	783	.
Azioni e altre partecipazioni		4.741	8.543	1.921	7.307	2.859	1.551	7.100
Azioni quotate		831	1.218	425	2.348	424	261	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.472	6.973	1.212	3.770	437	1.106	.
Quote di fondi di investimento		1.438	352	283	1.189	1.998	184	.
Riserve tecniche di assicurazione		6.400	184	3	0	243	4	263
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		490	3.622	826	430	157	761	584
<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 assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
3° trim. 2013								
Bilancio di apertura: passività finanziarie								
Totale delle passività		6.864	27.286	32.190	17.776	7.593	10.884	16.448
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			33	23.531	35	0	276	2.640
Titoli di debito a breve termine			90	602	125	2	676	285
Titoli di debito a lungo termine			971	4.403	3.310	49	6.971	3.180
Prestiti		6.159	8.536		4.350	305	2.281	3.372
<i>di cui: a lungo termine</i>		5.809	6.242		2.540	111	2.001	
Azioni e altre partecipazioni		8	13.832	2.495	9.713	498	4	6.330
Azioni quotate			3.853	407	259	140	0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni		8	9.979	1.231	2.786	357	4	
Quote di fondi di investimento				856	6.668			
Riserve tecniche di assicurazione		36	351	65	1	6.578	1	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		661	3.472	1.094	242	161	674	642
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>	-1.972	13.099	-9.881	929	322	-64	-6.376	
Conto finanziario, transazioni in passività								
Totale delle transazioni in passività		2	63	-604	-107	39	-45	-24
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0	-496	-1	0	5	-100
Titoli di debito a breve termine			0	-16	-5	0	2	4
Titoli di debito a lungo termine			32	-84	-9	0	-33	18
Prestiti		3	-16		-131	-6	-3	-39
<i>di cui: a lungo termine</i>		10	31		-61	-2	20	
Azioni e altre partecipazioni		0	39	-13	81	0	0	92
Azioni quotate			4	2	1	0	0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	35	-8	-16	0	0	
Quote di fondi di investimento				-7	96			
Riserve tecniche di assicurazione		0	1	0	0	43	0	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		-1	7	7	-42	2	-17	1
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>	46	22	61	33	3	9	-81	-46
Conto delle altre variazioni: passività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		-2	700	72	32	36	-111	-107
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0	-11	0	0	0	-12
Titoli di debito a breve termine			0	-3	-1	0	0	-4
Titoli di debito a lungo termine			1	-27	-12	0	-34	-23
Prestiti		-4	-18		-133	0	-1	-33
<i>di cui: a lungo termine</i>		-4	-10		-7	0	-1	
Azioni e altre partecipazioni		0	708	124	138	14	0	-41
Azioni quotate			342	83	26	8	0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	366	44	-12	7	0	
Quote di fondi di investimento				-3	124			
Riserve tecniche di assicurazione		0	0	0	0	20	0	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		1	9	-11	39	1	-76	6
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>	-63	170	-347	-15	-47	18	158	87
Bilancio di chiusura: passività finanziarie								
Totale delle passività finanziarie		6.864	28.049	31.659	17.701	7.669	10.727	16.317
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			33	23.024	35	0	282	2.529
Titoli di debito a breve termine			90	583	119	2	678	285
Titoli di debito a lungo termine			1.004	4.292	3.290	50	6.904	3.175
Prestiti		6.158	8.501		4.086	299	2.278	3.299
<i>di cui: a lungo termine</i>		5.815	6.263		2.472	108	2.019	
Azioni e altre partecipazioni		8	14.579	2.605	9.932	512	4	6.381
Azioni quotate			4.199	493	285	148	0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni		8	10.380	1.266	2.758	363	4	
Quote di fondi di investimento				846	6.889			
Riserve tecniche di assicurazione		37	352	65	1	6.642	1	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		661	3.488	1.090	239	164	581	648
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>	-1.990	13.290	-10.167	946	278	-37	-6.299	

Fonte: BCE.

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri)

Impieghi	2009	2010	2011	4° trim. 2011- 3° trim. 2012	1° trim. 2012- 4° trim. 2012	1° trim. 2012- 4° trim. 2012	3° trim. 2012- 2° trim. 2013	4° trim. 2012- 3° trim. 2013
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)								
Redditi da lavoro dipendente	4.449	4.510	4.622	4.666	4.671	4.677	4.683	4.690
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	85	82	95	116	124	124	125	124
Consumo di capitale fisso	1.388	1.419	1.462	1.488	1.497	1.504	1.511	1.519
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i> ¹⁾	2.097	2.198	2.256	2.208	2.186	2.174	2.176	2.191
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Redditi da lavoro dipendente								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Redditi da capitale	2.959	2.798	3.007	2.944	2.870	2.816	2.766	2.734
Interessi	1.593	1.381	1.546	1.513	1.461	1.409	1.363	1.326
Altri redditi da capitale	1.366	1.417	1.461	1.431	1.409	1.407	1.403	1.408
<i>Reddito nazionale netto</i> ¹⁾	7.550	7.765	7.978	8.013	8.027	8.026	8.038	8.060
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.029	1.057	1.115	1.154	1.172	1.180	1.198	1.210
Contributi sociali	1.677	1.703	1.751	1.777	1.787	1.794	1.800	1.807
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.769	1.814	1.841	1.874	1.884	1.895	1.907	1.919
Altri trasferimenti correnti	772	774	779	789	788	791	796	804
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	181	181	182	184	184	183	184	184
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	182	182	183	186	186	186	186	186
Altro	409	411	414	418	418	422	427	434
<i>Reddito netto disponibile</i> ¹⁾	7.442	7.655	7.871	7.902	7.918	7.913	7.922	7.938
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	7.152	7.315	7.477	7.517	7.520	7.522	7.535	7.555
Spese per consumi individuali	6.383	6.543	6.703	6.741	6.746	6.747	6.759	6.778
Spese per consumi collettivi	769	772	774	776	774	775	775	776
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	62	57	58	58	58	58	59	60
<i>Risparmio netto</i> ¹⁾	290	340	394	385	398	392	387	384
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	1.703	1.779	1.873	1.793	1.774	1.742	1.725	1.724
Investimenti fissi lordi	1.753	1.760	1.817	1.783	1.765	1.736	1.723	1.716
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	-50	19	56	11	9	6	2	8
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	1	1	0	10	9	3	1	2
Trasferimenti in conto capitale	183	221	174	182	193	200	210	205
Imposte in conto capitale	34	25	31	29	26	27	29	31
Altri trasferimenti in conto capitale	149	196	142	153	168	174	180	175
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> <i>(dal conto capitale)</i> ¹⁾	-18	-12	-10	80	123	162	186	192

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	4° trim. 2011- 3° trim. 2012	1° trim. 2012- 4° trim. 2012	1° trim. 2012- 4° trim. 2012	3° trim. 2012- 2° trim. 2013	4° trim. 2012- 3° trim. 2013
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	8.019	8.208	8.434	8.478	8.478	8.478	8.496	8.525
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	894	942	973	974	978	976	981	987
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	8.913	9.150	9.408	9.452	9.456	9.454	9.477	9.512
Redditi da lavoro dipendente								
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti								
Consumo di capitale fisso								
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i>								
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto	2.097	2.198	2.256	2.208	2.186	2.174	2.176	2.191
Redditi da lavoro dipendente	4.459	4.521	4.634	4.679	4.684	4.691	4.697	4.706
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	996	1.037	1.079	1.100	1.112	1.111	1.118	1.122
Redditi da capitale	2.955	2.807	3.018	2.971	2.914	2.867	2.813	2.776
Interessi	1.554	1.333	1.490	1.469	1.425	1.375	1.329	1.290
Altri redditi da capitale	1.401	1.474	1.527	1.501	1.488	1.491	1.484	1.486
<i>Reddito nazionale netto</i>								
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto	7.550	7.765	7.978	8.013	8.027	8.026	8.038	8.060
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.034	1.060	1.121	1.160	1.178	1.185	1.204	1.216
Contributi sociali	1.675	1.703	1.752	1.775	1.784	1.791	1.797	1.804
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.762	1.807	1.835	1.868	1.878	1.889	1.901	1.913
Altri trasferimenti correnti	668	667	672	680	682	682	683	685
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	182	182	183	186	186	186	186	186
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	178	176	177	179	179	178	179	179
Altro	307	309	312	314	317	318	319	320
<i>Reddito netto disponibile</i>								
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile	7.442	7.655	7.871	7.902	7.918	7.913	7.922	7.938
Spese per consumi finali								
Spese per consumi individuali								
Spese per consumi collettivi								
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	62	57	58	58	58	58	59	60
<i>Risparmio netto</i>								
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	290	340	394	385	398	392	387	384
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.388	1.419	1.462	1.488	1.497	1.504	1.511	1.519
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	192	230	180	191	205	212	223	220
Imposte in conto capitale	34	25	31	29	26	27	29	31
Altri trasferimenti in conto capitale	158	205	149	162	179	185	194	189
<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	4° trim. 2011- 3° trim. 2012	1° trim. 2012- 4° trim. 2012	1° trim. 2012- 4° trim. 2012	3° trim. 2012- 2° trim. 2013	4° trim. 2012- 3° trim. 2013
Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta								
Redditi da lavoro dipendente (+)	4.459	4.521	4.634	4.679	4.684	4.691	4.697	4.706
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.440	1.449	1.491	1.495	1.495	1.498	1.503	1.511
Interessi attivi (+)	233	201	227	228	222	216	211	206
Interessi passivi (-)	148	124	147	139	131	125	120	117
Altri redditi da capitali attivi (+)	728	721	750	749	744	738	732	737
Altri redditi da capitali passivi (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc. (-)	843	850	884	920	934	941	952	959
Contributi sociali netti (-)	1.672	1.698	1.746	1.772	1.782	1.789	1.795	1.802
Prestazioni sociali nette (+)	1.757	1.802	1.829	1.862	1.872	1.884	1.895	1.907
Trasferimenti correnti netti attivi (+)	71	71	70	68	71	74	75	74
= Reddito lordo disponibile	6.017	6.082	6.214	6.240	6.233	6.235	6.236	6.253
Spese per consumi finali (-)	5.157	5.291	5.441	5.469	5.474	5.470	5.478	5.491
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	62	56	58	58	58	58	58	60
= Risparmio lordo	922	847	831	829	816	823	817	822
Consumo di capitale fisso (-)	379	386	395	400	402	403	404	405
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	9	12	2	0	1	0	0	-1
Altre variazioni nella ricchezza netta (+)	-334	550	-218	-336	-189	-568	-400	-162
= Variazioni nella ricchezza netta	218	1.023	220	93	227	-147	13	253
Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	555	558	573	561	555	549	543	542
Consumo di capitale fisso (-)	379	386	395	400	402	403	404	405
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	2	40	124	173	192	172	167	135
Banconote, monete e depositi	121	118	118	176	225	226	215	186
Partecipazioni in fondi comuni monetari	-45	-59	-23	-27	-31	-39	-30	-26
Titoli di debito ¹⁾	-74	-19	29	25	-2	-15	-18	-25
Attività a lungo	482	420	237	192	143	173	166	199
Depositi	82	58	55	29	12	7	7	23
Titoli di debito	2	3	69	-4	-89	-124	-120	-121
Azioni e altre partecipazioni	169	111	-2	59	90	142	123	131
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	120	103	46	66	55	66	38	41
Quote di fondi comuni di investimento	49	8	-48	-7	35	76	85	90
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	230	248	115	108	129	147	156	166
Finanziamenti: principali componenti (-)								
Prestiti	107	114	88	19	14	0	-11	-1
di cui: da IFM dell'area dell'euro	65	147	81	1	25	21	1	7
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Attività non finanziarie	-624	462	155	-897	-817	-1.050	-952	-609
Attività finanziarie	285	141	-386	504	577	405	484	412
Azioni e altre partecipazioni	82	49	-318	317	337	264	341	349
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	191	120	15	181	179	160	119	76
Flussi netti restanti (+)	4	-99	0	-21	-8	6	-2	-21
= Variazioni nella ricchezza netta	218	1.023	220	93	227	-147	13	253
Bilancio finanziario								
Attività non finanziarie (+)	29.652	30.286	30.618	30.186	29.955	29.505	29.551	29.713
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	5.771	5.814	5.952	6.036	6.125	6.137	6.178	6.156
Banconote, monete e depositi	5.474	5.597	5.728	5.836	5.950	5.979	6.029	6.016
Partecipazioni in fondi comuni monetari	242	184	166	136	121	112	109	101
Titoli di debito ¹⁾	54	33	58	63	54	46	40	39
Attività a lungo	11.584	12.121	11.966	12.469	12.705	12.899	12.883	13.103
Depositi	970	1.027	1.082	1.098	1.096	1.103	1.113	1.124
Titoli di debito	1.453	1.406	1.391	1.380	1.365	1.303	1.288	1.257
Azioni e altre partecipazioni	4.040	4.199	3.875	4.151	4.316	4.472	4.463	4.640
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	2.931	3.012	2.798	2.966	3.094	3.189	3.170	3.303
Quote di fondi di investimento	1.110	1.187	1.077	1.184	1.222	1.284	1.293	1.337
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	5.121	5.489	5.619	5.840	5.928	6.021	6.020	6.082
Restanti attività finanziarie (+)	261	244	237	242	206	192	197	189
Passività (-)								
Prestiti	5.932	6.107	6.196	6.184	6.185	6.159	6.159	6.158
di cui: da IFM dell'area dell'euro	4.968	5.213	5.281	5.283	5.290	5.279	5.282	5.276
= Ricchezza finanziaria netta	41.335	42.358	42.578	42.750	42.805	42.574	42.650	43.003

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	4° trim. 2011- 3° trim. 2012	1° trim. 2012- 4° trim. 2012	1° trim. 2012- 4° trim. 2012	3° trim. 2012- 2° trim. 2013	4° trim. 2012- 3° trim. 2013
Reddito e risparmio								
Valore aggiunto lordo (+)	4.520	4.662	4.824	4.848	4.846	4.840	4.849	4.866
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.790	2.834	2.932	2.969	2.977	2.979	2.984	2.990
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (-)	40	33	42	48	50	50	51	51
= Margine operativo lordo (+)	1.689	1.795	1.851	1.830	1.819	1.811	1.814	1.825
Consumo di capitale fisso (-)	782	800	827	844	849	854	858	863
= Margine operativo netto (+)	907	995	1.024	987	970	957	955	962
Redditi da capitale attivi (+)	534	550	556	561	550	549	537	529
Interessi attivi	171	158	164	156	149	143	138	134
Altri redditi da capitale	363	391	392	404	401	406	399	395
Interest and rents payable (-)	296	257	287	280	270	259	249	240
= Reddito lordo di impresa (+)	1.145	1.288	1.294	1.268	1.250	1.247	1.243	1.250
Utili distribuiti (-)	926	920	969	967	951	944	937	941
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	151	169	192	196	201	200	206	208
Contributi sociali da riscuotere (+)	71	69	74	74	74	74	74	74
Prestazioni sociali da erogare (-)	68	69	70	70	70	70	70	70
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	47	44	48	49	49	49	50	51
= Risparmio netto	24	155	89	59	53	58	53	53
Investimento, finanziamento e risparmio								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	65	146	210	152	130	98	84	80
Investimenti fissi lordi (+)	899	927	982	972	963	943	938	933
Consumo di capitale fisso (-)	782	800	827	844	849	854	858	863
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	-52	19	54	24	17	9	5	11
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	95	34	-27	27	60	46	40	54
Banconote, monete e depositi	88	67	6	38	74	81	84	94
Partecipazioni in fondi comuni monetari	39	-32	-46	-18	-10	-8	-18	-15
Titoli di debito ¹⁾	-31	-1	12	6	-5	-28	-27	-25
Attività a lungo	148	425	487	311	197	174	72	107
Depositi	-1	20	68	13	12	-18	-9	8
Titoli di debito	24	8	-20	-11	0	1	-3	-8
Azioni e altre partecipazioni	101	250	289	187	115	149	96	118
Altri prestiti (in prevalenza intragruppo)	24	147	150	123	70	43	-11	-12
Restanti attività nette (+)	78	24	-27	12	44	68	98	51
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Debito	25	178	253	185	126	110	39	9
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	-108	-16	96	-87	-135	-123	-154	-145
di cui: titoli di debito	90	66	49	109	119	105	91	89
Azioni e altre partecipazioni	253	230	235	189	183	145	129	159
Azioni quotate	64	31	27	16	27	11	21	20
Azioni non quotate e altre partecipazioni	189	199	209	174	156	135	108	139
Trasferimenti netti di capitali attivi (-)	81	64	66	65	65	68	68	65
= Risparmio netto	24	155	89	59	53	58	53	53
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie								
Attività a breve	1.936	1.961	1.934	1.933	1.990	1.955	1.943	1.972
Banconote, monete e depositi	1.632	1.695	1.705	1.715	1.776	1.759	1.768	1.800
Partecipazioni in fondi comuni monetari	213	182	134	128	128	125	111	109
Titoli di debito ¹⁾	90	84	95	89	86	71	65	63
Attività a lungo	10.235	10.721	10.742	11.383	11.502	11.784	11.621	12.103
Depositi	159	169	224	271	276	264	255	268
Titoli di debito	238	254	244	263	264	263	258	262
Azioni e altre partecipazioni	7.092	7.405	7.202	7.693	7.846	8.135	7.987	8.434
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	2.746	2.893	3.071	3.156	3.117	3.122	3.120	3.139
Restanti attività nette	411	303	368	334	315	396	401	351
Passività								
Debito	9.465	9.728	9.902	10.063	9.999	9.990	9.948	9.948
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	4.700	4.675	4.717	4.631	4.502	4.476	4.435	4.388
di cui: titoli di debito	814	881	885	1.021	1.044	1.065	1.061	1.094
Azioni e altre partecipazioni	12.625	13.169	12.482	13.130	13.561	13.964	13.832	14.579
Azioni quotate	3.506	3.802	3.284	3.553	3.747	3.891	3.853	4.199
Azioni non quotate e altre partecipazioni	9.120	9.368	9.198	9.578	9.814	10.073	9.979	10.380

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	4° trim. 2011- 3° trim. 2012	1° trim. 2012- 4° trim. 2012	1° trim. 2012- 4° trim. 2012	3° trim. 2012- 2° trim. 2013	4° trim. 2012- 3° trim. 2013
Conto finanziario, transazioni finanziarie								
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	-42	-6	54	51	43	19	-18	-39
Banconote, monete e depositi	-33	-9	14	3	15	11	8	3
Partecipazioni in fondi comuni monetari	5	-8	16	36	32	9	-12	-20
Titoli di debito ¹⁾	-14	11	24	12	-5	-2	-14	-22
Attività a lungo	294	288	134	111	185	176	216	246
Depositi	15	-4	9	-16	-17	-19	-16	-18
Titoli di debito	105	183	45	79	137	96	115	113
Prestiti	8	32	12	15	8	12	11	2
Azioni quotate	-50	-2	-12	-17	-5	2	0	10
Azioni non quotate e altre partecipazioni	-15	11	13	1	-2	-1	0	4
Quote di fondi comuni di investimento	230	68	67	49	63	86	106	134
Restanti attività finanziarie (+)	17	9	-35	-3	-39	-20	-23	-26
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Titoli di debito	5	1	3	2	7	5	3	3
Prestiti	-4	7	11	9	-15	0	-7	-23
Azioni e altre partecipazioni	5	6	4	2	0	2	2	1
Riserve tecniche di assicurazione	246	280	115	127	151	167	175	186
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	240	261	110	118	139	154	164	172
Riserve premi e riserve sinistri	6	19	5	8	13	13	11	14
= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni	16	-3	20	18	45	0	2	14
Conto delle altre variazioni								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	199	117	-105	218	197	148	133	97
Altre attività nette	34	-1	23	161	229	115	68	-31
Altre variazioni nelle passività (-)								
Azioni e altre partecipazioni	13	-1	-47	40	71	55	83	68
Riserve tecniche di assicurazione	169	136	16	190	187	164	119	73
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	197	125	19	187	185	161	118	72
Riserve premi e riserve sinistri	-28	11	-3	2	2	2	1	1
= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta	52	-19	-51	149	167	44	-1	-75
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	331	329	371	400	406	411	364	355
Banconote, monete e depositi	195	190	193	200	209	218	201	201
Partecipazioni in fondi comuni monetari	95	88	102	123	125	125	107	99
Titoli di debito ¹⁾	41	51	76	77	72	67	57	55
Attività a lungo	5.649	6.039	6.044	6.542	6.636	6.761	6.757	6.877
Depositi	612	605	611	604	594	594	595	590
Titoli di debito	2.468	2.638	2.661	2.941	2.999	3.021	3.023	3.040
Prestiti	434	467	479	487	488	488	485	487
Azioni quotate	397	421	375	388	403	412	409	424
Azioni non quotate e altre partecipazioni	412	415	420	438	429	432	432	437
Quote di fondi comuni di investimento	1.327	1.492	1.498	1.684	1.723	1.815	1.813	1.899
Restanti attività finanziarie (+)	225	249	271	276	260	257	246	236
Passività (-)								
Titoli di debito	42	43	46	49	55	55	52	52
Prestiti	285	297	305	319	289	306	305	299
Azioni e altre partecipazioni	439	444	401	444	472	490	498	512
Riserve tecniche di assicurazione	5.582	5.999	6.130	6.383	6.469	6.581	6.578	6.642
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	4.798	5.185	5.315	5.549	5.638	5.733	5.730	5.793
Riserve premi e riserve sinistri	784	814	816	834	830	848	848	849
= Ricchezza finanziaria netta	-143	-165	-196	23	17	-3	-64	-37

Fonte: BCE.

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

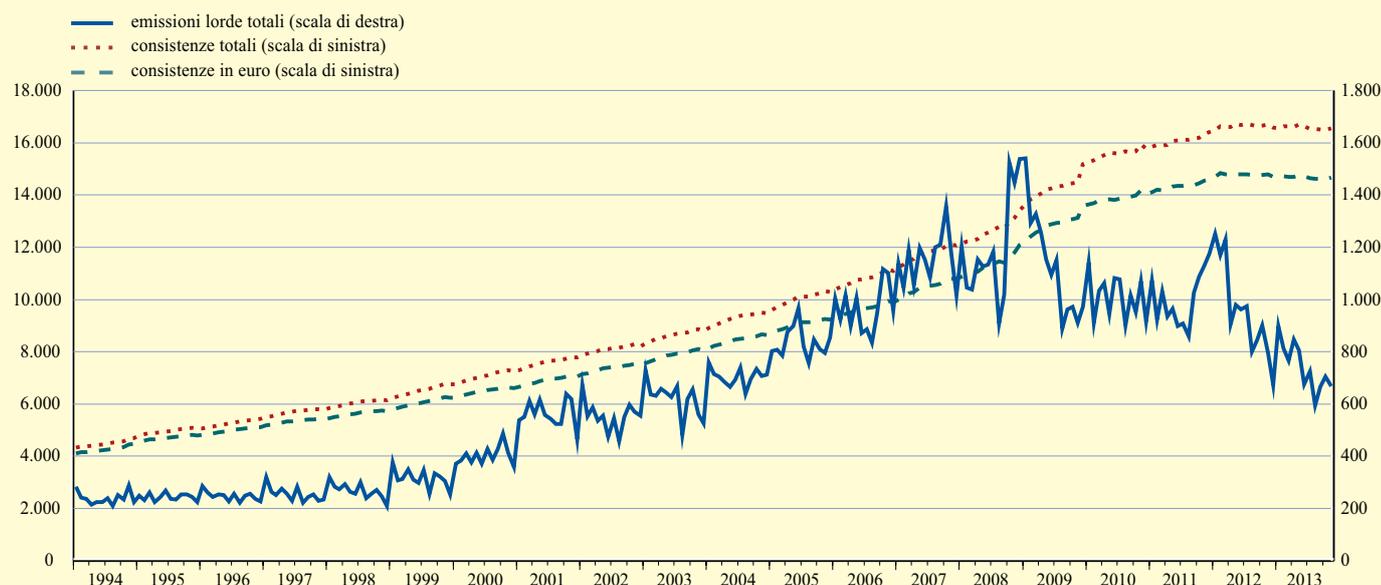
MERCATI FINANZIARI

4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione (miliardi di euro e tassi di crescita nel periodo; dati destagionalizzati; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

	Totale in euro ¹⁾			Residenti nell'area dell'euro								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute			Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati ²⁾	
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette		Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Totale												
2012 nov.	17.083,3	720,2	27,2	14.793,3	680,6	27,0	16.698,3	795,4	46,9	2,7	-17,4	1,0
dic.	17.000,4	631,6	-117,1	14.707,3	591,9	-120,1	16.581,1	673,8	-137,1	1,6	-34,5	0,2
2013 gen.	16.994,6	816,6	-5,3	14.706,9	768,4	0,1	16.560,7	898,3	9,5	1,1	-13,5	-0,4
feb.	17.004,2	706,7	-5,0	14.725,9	666,4	4,1	16.632,5	812,3	38,8	0,4	-20,8	-0,6
mar.	16.933,3	683,9	-68,5	14.701,1	634,9	-22,2	16.629,6	767,0	-17,9	-0,2	-14,4	-1,0
apr.	16.926,8	757,4	-6,8	14.688,6	708,7	-12,7	16.608,4	846,8	-5,9	-0,2	-11,7	-1,3
mag.	16.997,9	711,6	72,3	14.765,7	666,2	78,3	16.701,6	805,1	97,4	0,0	18,2	-0,9
giu.	16.935,1	601,5	-62,4	14.714,0	559,0	-51,2	16.634,5	676,0	-61,3	-0,2	-22,9	-0,8
lug.	16.868,9	639,3	-65,9	14.642,4	590,6	-71,1	16.544,8	725,2	-78,2	-0,9	-55,6	-1,3
ago.	16.844,0	515,3	-25,0	14.615,8	481,7	-26,8	16.528,6	593,8	-19,2	-0,7	16,2	-0,8
set.	16.858,4	604,5	14,8	14.612,1	554,2	-3,3	16.519,2	665,1	-2,2	-0,6	44,0	-0,1
ott.	.	.	.	14.596,7	570,1	-6,6	16.482,5	706,2	-16,4	-0,9	-32,0	-0,4
nov.	.	.	.	14.679,5	537,0	85,8	16.569,1	667,9	88,4	-0,6	22,2	-0,3
A lungo termine												
2012 nov.	15.703,1	219,1	52,7	13.491,6	194,3	45,0	15.159,3	222,5	59,0	3,5	1,8	2,4
dic.	15.660,6	197,3	-64,4	13.447,1	173,3	-66,5	15.090,3	193,3	-78,0	2,5	-22,0	1,6
2013 gen.	15.659,6	257,2	-0,7	13.447,2	227,0	0,4	15.060,3	259,9	-3,1	2,2	5,8	1,3
feb.	15.662,0	230,2	-7,2	13.455,4	204,8	-1,7	15.110,2	244,8	23,6	1,3	-32,7	0,6
mar.	15.604,0	246,6	-55,3	13.452,3	216,4	-0,2	15.125,2	249,9	2,8	0,9	8,3	-0,1
apr.	15.601,2	247,5	-3,0	13.438,5	217,0	-14,0	15.109,9	248,7	-1,7	0,8	-8,5	-0,6
mag.	15.670,8	254,3	70,8	13.514,3	223,1	77,1	15.196,6	260,7	91,1	1,0	23,2	-0,3
giu.	15.649,6	208,0	-20,6	13.507,4	181,5	-6,3	15.174,7	201,1	-17,0	0,7	-9,8	-0,2
lug.	15.578,1	204,5	-71,5	13.423,4	173,0	-83,8	15.073,0	195,1	-92,6	0,1	-53,2	-1,0
ago.	15.570,9	117,0	-7,4	13.412,6	97,4	-10,9	15.069,1	112,4	-7,7	0,2	35,1	-0,1
set.	15.593,1	222,7	22,7	13.423,7	189,9	11,4	15.080,9	216,0	20,4	0,2	61,1	0,6
ott.	.	.	.	13.428,7	197,7	12,9	15.072,5	230,0	9,9	0,0	-1,8	0,7
nov.	.	.	.	13.519,6	207,4	92,6	15.177,4	237,2	106,4	0,4	46,6	1,0

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

(miliardi di euro)



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

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

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

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

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

1. Consistenze ed emissioni lorde

	Consistenze						Emissioni lorde ¹⁾					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2011	16.415	5.516	3.174	883	6.217	625	1.001	609	98	63	191	39
2012	16.581	5.399	3.227	1.002	6.269	684	958	589	81	68	187	32
2012 4° trim.	16.581	5.399	3.227	1.002	6.269	684	790	463	74	64	164	25
2013 1° trim.	16.630	5.260	3.224	1.031	6.425	690	826	439	81	62	212	32
2° trim.	16.634	5.121	3.237	1.039	6.559	678	776	408	65	67	202	34
3° trim.	16.519	5.002	3.226	1.070	6.550	671	661	350	51	63	171	25
2013 ago.	16.529	5.043	3.223	1.056	6.533	675	594	343	40	47	144	20
set.	16.519	5.002	3.226	1.070	6.550	671	665	316	55	74	191	29
ott.	16.482	4.974	3.213	1.075	6.551	670	706	349	64	76	192	25
nov.	16.569	4.968	3.225	1.084	6.617	675	668	319	54	69	196	31
	A breve termine											
2011	1.595	702	101	80	634	77	748	511	47	54	107	29
2012	1.491	601	136	82	608	64	703	490	37	53	104	21
2012 4° trim.	1.491	601	136	82	608	64	569	392	26	47	88	16
2013 1° trim.	1.504	582	139	91	624	68	574	361	31	48	112	23
2° trim.	1.460	558	134	90	624	54	539	337	25	52	102	23
3° trim.	1.438	539	132	90	630	47	487	294	25	46	104	18
2013 ago.	1.459	553	134	92	629	52	481	301	26	36	104	15
set.	1.438	539	132	90	630	47	449	251	25	52	104	18
ott.	1.410	524	123	90	626	47	476	272	25	50	111	18
nov.	1.392	513	124	87	616	51	431	250	21	44	95	21
	A lungo termine²⁾											
2011	14.820	4.814	3.073	803	5.583	548	253	98	51	9	84	10
2012	15.090	4.798	3.091	920	5.660	621	254	99	45	16	83	12
2012 4° trim.	15.090	4.798	3.091	920	5.660	621	222	70	47	18	77	9
2013 1° trim.	15.125	4.678	3.085	940	5.801	621	252	78	50	14	100	9
2° trim.	15.175	4.564	3.103	949	5.934	624	237	70	40	16	101	10
3° trim.	15.081	4.463	3.094	980	5.920	624	175	56	26	17	67	8
2013 ago.	15.069	4.490	3.089	964	5.903	623	112	42	14	10	40	6
set.	15.081	4.463	3.094	980	5.920	624	216	65	30	22	88	11
ott.	15.073	4.450	3.090	984	5.925	623	230	77	39	26	81	7
nov.	15.177	4.455	3.101	997	6.000	624	237	69	34	24	100	10
	<i>di cui: a lungo termine con tasso fisso</i>											
2011	9.981	2.755	1.118	705	4.994	408	151	54	12	8	70	7
2012	10.520	2.809	1.295	821	5.151	444	165	54	18	15	71	7
2012 4° trim.	10.520	2.809	1.295	821	5.151	444	142	35	21	17	64	6
2013 1° trim.	10.656	2.763	1.347	839	5.257	450	165	41	25	12	80	7
2° trim.	10.769	2.716	1.391	847	5.361	455	155	34	21	13	79	8
3° trim.	10.756	2.668	1.414	871	5.350	454	124	32	14	14	58	5
2013 ago.	10.725	2.678	1.405	858	5.332	453	77	23	7	8	36	3
set.	10.756	2.668	1.414	871	5.350	454	161	43	18	18	74	8
ott.	10.770	2.660	1.421	884	5.351	454	169	48	20	22	73	6
nov.	10.845	2.664	1.433	895	5.399	453	157	37	20	23	71	6
	<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	4.143	1.735	1.701	96	437	175	77	38	24	1	8	5
2012 4° trim.	4.143	1.735	1.701	96	437	175	70	30	25	1	10	4
2013 1° trim.	4.023	1.662	1.640	97	453	170	69	30	22	1	13	3
2° trim.	3.971	1.608	1.612	99	483	169	68	31	16	2	17	2
3° trim.	3.909	1.582	1.578	105	475	169	41	20	11	3	4	2
2013 ago.	3.919	1.593	1.583	103	471	169	27	15	5	2	1	3
set.	3.909	1.582	1.578	105	475	169	44	18	11	4	8	3
ott.	3.885	1.577	1.565	96	478	168	51	25	18	3	4	1
nov.	3.913	1.582	1.563	97	501	170	71	28	12	2	25	4

Fonte: BCE.

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

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

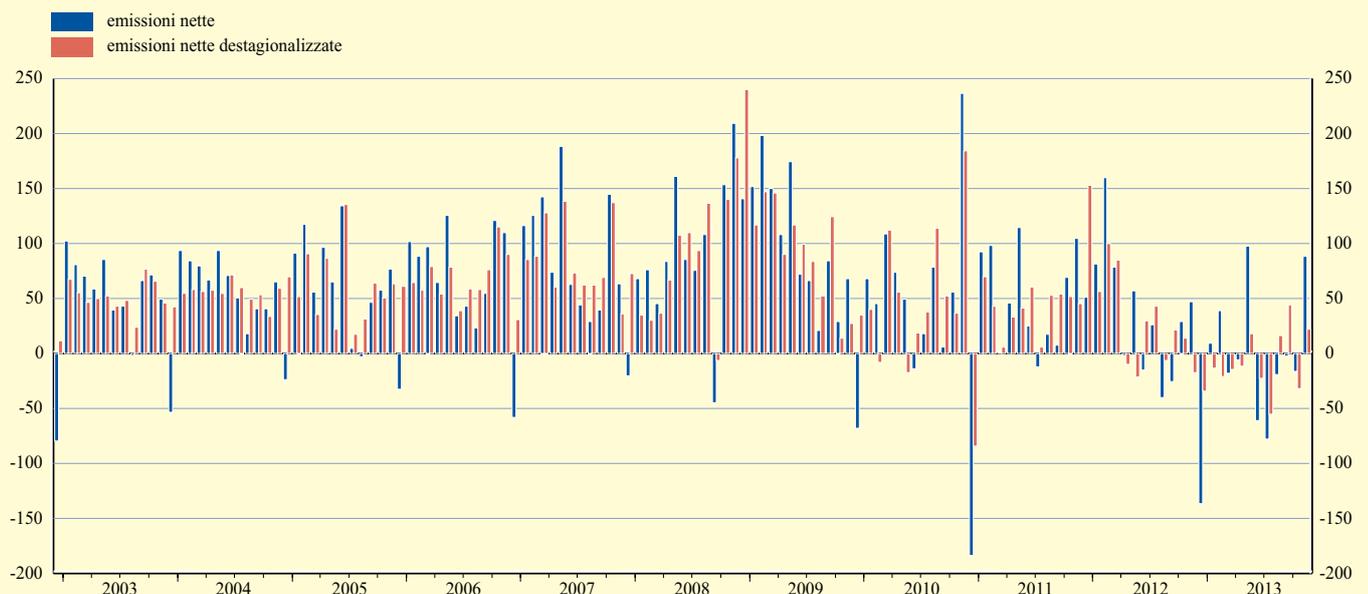
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

2. Emissioni nette

	Dati non destagionalizzati ¹⁾						Dati destagionalizzati ¹⁾					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Totale												
2011	51,2	22,1	-3,5	3,8	23,2	5,6	-	-	-	-	-	-
2012	21,5	-8,1	3,0	10,4	13,1	3,1	-	-	-	-	-	-
2012 4° trim.	-20,4	-40,4	26,5	7,9	-9,5	-4,9	-12,8	-28,6	6,3	11,0	4,7	-6,2
2013 1° trim.	10,1	-46,2	-6,1	9,2	51,8	1,5	-16,2	-60,9	1,5	6,7	35,8	0,7
2° trim.	10,1	-41,0	5,3	3,7	45,4	-3,3	-5,5	-39,9	4,6	2,5	30,4	-3,0
3° trim.	-33,2	-36,8	-3,0	11,1	-2,4	-2,1	1,5	-35,6	11,1	11,6	15,1	-0,6
2013 ago.	-19,2	-24,7	-14,2	9,0	5,4	5,2	16,2	-29,4	4,2	14,6	18,3	8,6
set.	-2,2	-37,2	4,6	15,3	18,5	-3,5	44,0	-20,4	26,6	14,3	26,9	-3,3
ott.	-16,4	-21,4	-9,8	13,9	1,2	-0,3	-32,0	-11,0	-30,1	11,7	0,1	-2,8
nov.	88,4	-6,1	14,2	9,3	66,1	5,0	22,2	-10,6	-8,6	10,8	26,2	4,4
A lungo termine												
2011	47,0	11,4	-2,1	2,8	31,0	3,9	-	-	-	-	-	-
2012	31,3	0,5	1,1	10,3	15,3	4,2	-	-	-	-	-	-
2012 4° trim.	6,6	-18,0	18,9	10,5	-4,1	-0,7	2,9	-7,7	0,9	11,3	-1,5	-0,1
2013 1° trim.	7,8	-39,3	-5,8	6,2	46,7	0,0	-6,2	-46,9	1,4	5,9	34,9	-1,5
2° trim.	24,1	-33,3	6,9	4,2	45,1	1,4	1,6	-39,3	7,0	3,2	31,0	-0,2
3° trim.	-26,6	-30,9	-2,3	10,8	-4,4	0,1	14,3	-27,8	8,5	11,4	19,7	2,5
2013 ago.	-7,7	-16,8	-13,7	9,4	9,8	3,6	35,1	-13,7	4,9	14,5	24,0	5,4
set.	20,4	-21,4	6,5	16,9	17,6	0,9	61,1	-11,4	22,1	13,2	34,8	2,3
ott.	9,9	-8,3	-1,2	13,9	5,4	0,0	-1,8	-0,7	-19,4	12,1	5,6	0,7
nov.	106,4	4,4	13,5	12,5	75,4	0,8	46,6	7,3	-9,2	12,7	36,0	-0,1

Fl6 Emissioni nette di titoli non azionari: dati destagionalizzati e non destagionalizzati

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



Fonte: BCE.

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

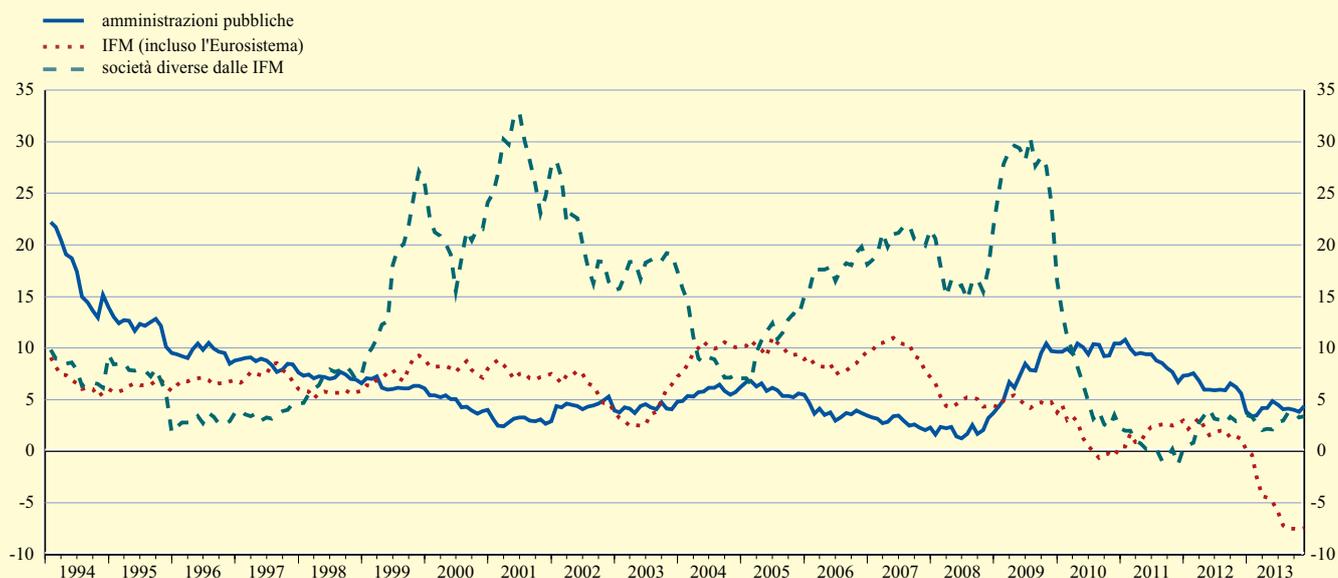
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(variazioni percentuali)

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

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

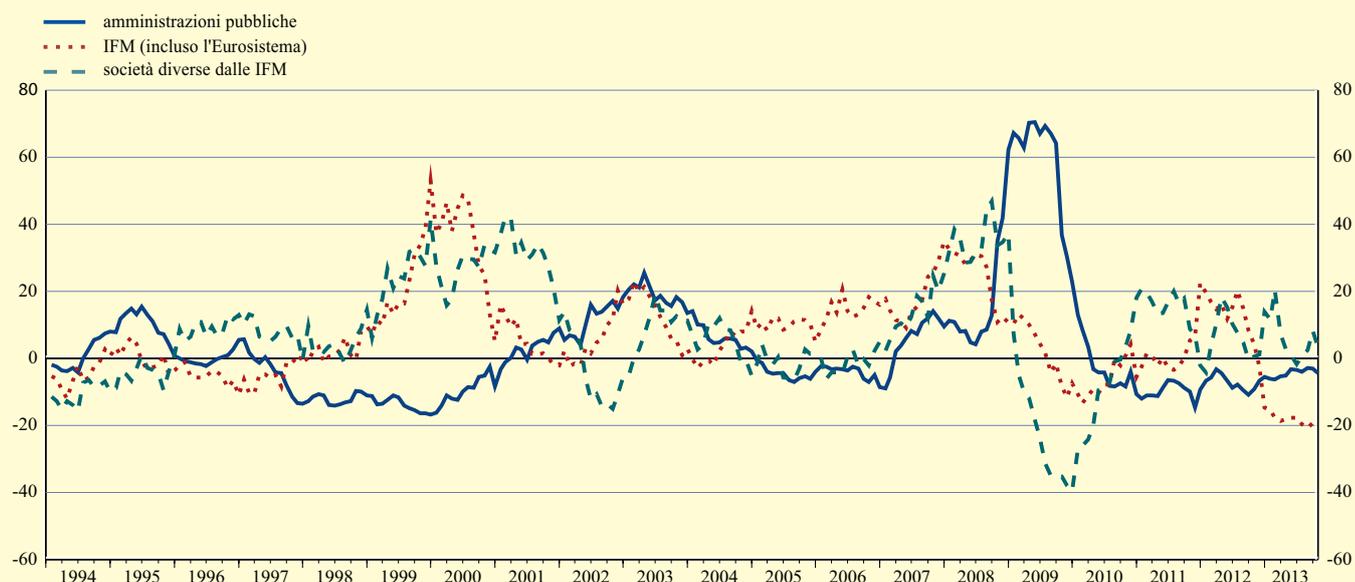
1) Per i dettagli del calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche. I tassi di crescita sui sei mesi sono stati annualizzati.

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

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

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 ¹⁾

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

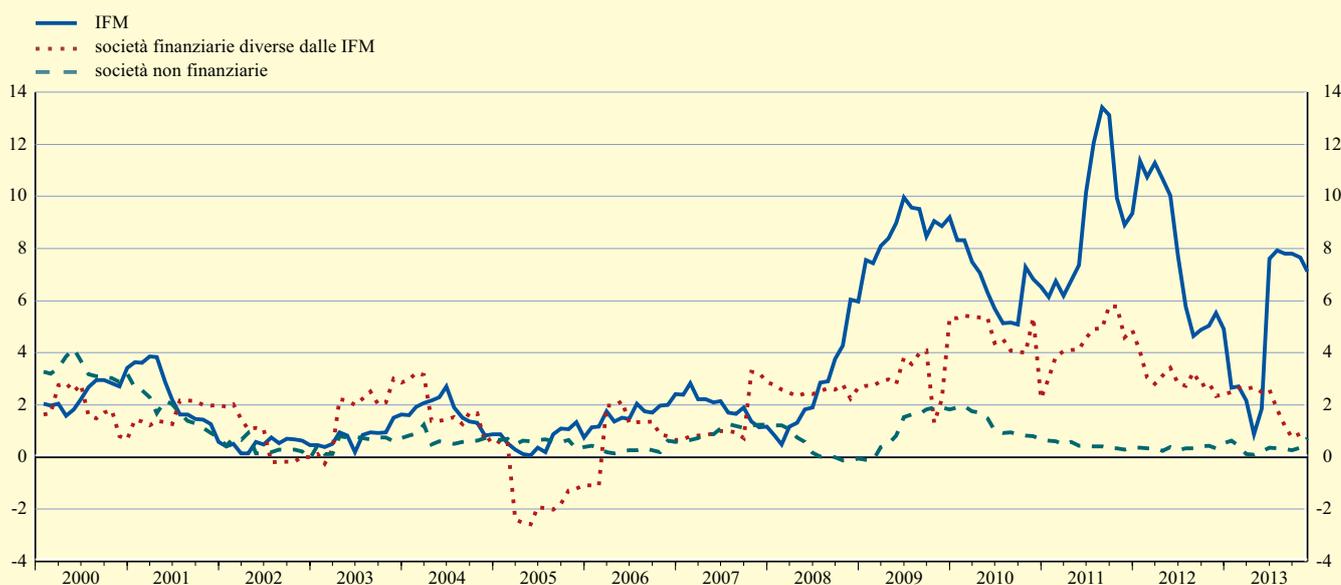
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 2008=100	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2011 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.	4.500,0	107,2	1,0	402,4	4,9	357,0	2,4	3.740,6	0,5
2013 gen.	4.654,9	107,3	0,9	441,6	2,7	370,3	2,5	3.843,0	0,6
feb.	4.639,5	107,1	0,8	416,1	2,7	364,2	2,7	3.859,2	0,4
mar.	4.641,5	106,9	0,5	380,4	2,2	368,7	2,6	3.892,4	0,1
apr.	4.743,8	106,8	0,3	410,5	0,9	394,6	2,7	3.938,7	0,1
mag.	4.860,4	107,1	0,5	440,6	1,9	407,6	2,5	4.012,2	0,2
giu.	4.660,2	107,9	1,2	413,9	7,6	394,2	2,6	3.852,1	0,4
lug.	4.900,0	108,0	1,1	447,0	7,9	418,3	1,8	4.034,6	0,3
ago.	4.888,3	107,9	1,1	461,9	7,8	415,8	1,2	4.010,6	0,3
set.	5.132,8	107,9	1,0	492,2	7,8	427,3	0,7	4.213,3	0,3
ott.	5.407,0	108,1	1,1	557,2	7,7	444,7	0,9	4.405,1	0,4
nov.	5.498,2	108,4	1,3	562,8	7,1	454,3	0,9	4.481,1	0,7

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)

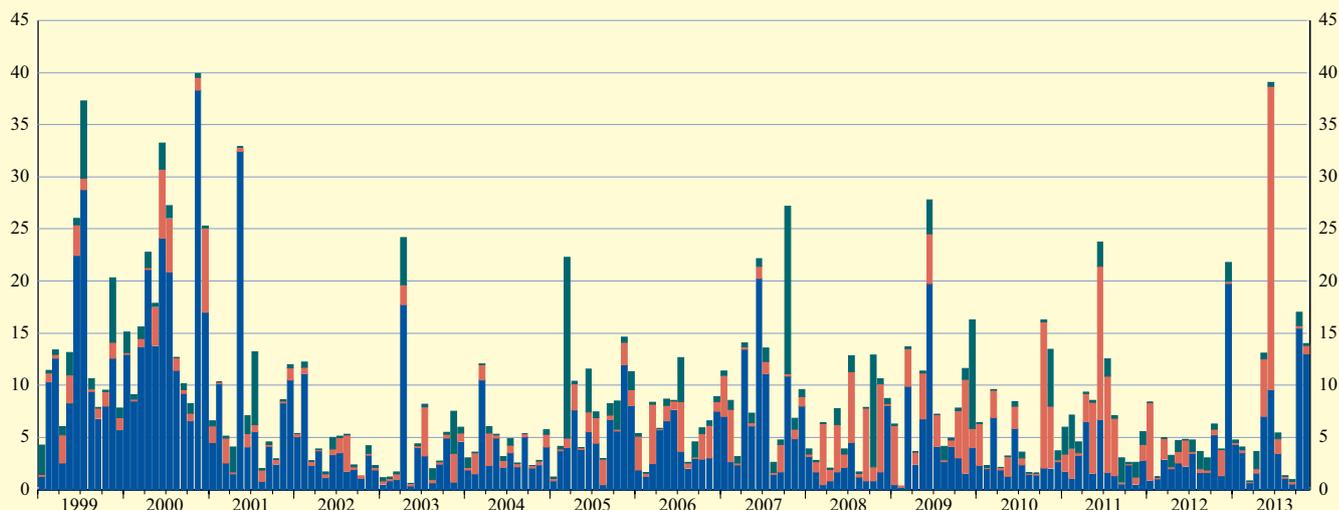
2. Transazioni nel mese

	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 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	3,0	2,4	1,4	0,0	1,4	0,6	1,9	-1,4	3,5	1,1	2,4
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.	0,8	1,7	-0,9	0,1	0,0	0,1	0,1	0,6	-0,4	0,5	1,1	-0,5
ott.	16,9	7,5	9,4	0,1	0,0	0,1	1,3	0,1	1,2	15,5	7,4	8,1
nov.	14,0	2,1	11,9	0,8	0,0	0,8	0,2	0,1	0,1	13,0	2,0	11,0

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

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

- società non finanziarie
- IFM
- società finanziarie diverse dalle IFM



Fonte: BCE.

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

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

1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso ²⁾		A vista	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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	0,37	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	0,29
nov.	0,29	1,60	1,76	2,02	1,12	1,10	0,34	0,75	1,57	1,73	0,47
dic.	0,29	1,59	1,66	1,90	1,11	1,07	0,34	0,78	1,52	1,63	0,71

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

	Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Debiti da carte di credito revolving ³⁾	Credito al consumo			(TAEG) ⁴⁾	Prestiti per acquisto di abitazione				(TAEG) ⁴⁾	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
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	3,00	2,87	3,15	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	17,02	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	17,02	5,71	6,04	7,63	7,13	2,77	3,04	3,12	3,27	3,35	3,10	3,95	3,26
nov.	7,64	16,96	5,81	6,05	7,74	7,20	2,79	3,06	3,15	3,31	3,37	3,30	4,08	3,19
dic.	7,63	16,94	5,58	6,20	7,42	7,04	2,78	3,01	3,15	3,31	3,37	3,07	3,85	3,05

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	Tasso variabile fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 3 anni	oltre 3 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013 gen.	4,22	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.	4,21	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	2,01	2,91	3,07	4,06	2,85	2,85
apr.	4,17	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.	4,14	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.	4,15	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.	4,12	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.	4,10	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	2,75	2,89	3,28
ott.	4,14	4,60	4,83	4,39	4,14	3,51	3,50	2,19	2,64	3,14	2,86	3,28	3,38
nov.	4,08	4,56	4,71	4,34	4,29	3,56	3,50	2,23	2,62	2,96	2,90	2,98	3,10
dic.	4,11	4,53	4,49	4,20	4,20	3,43	3,41	2,18	2,74	2,69	2,81	2,82	3,13

Fonte: BCE.

- I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 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.
- 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.
- Il tasso annuo effettivo globale (TAEG) copre il costo totale del prestito. Quest'ultimo comprende una componente relativa al tasso d'interesse e una componente relativa ad altre spese (accessorie) come i costi d'istruttoria, d'amministrazione, per la preparazione dei documenti, per le garanzie.

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

4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)

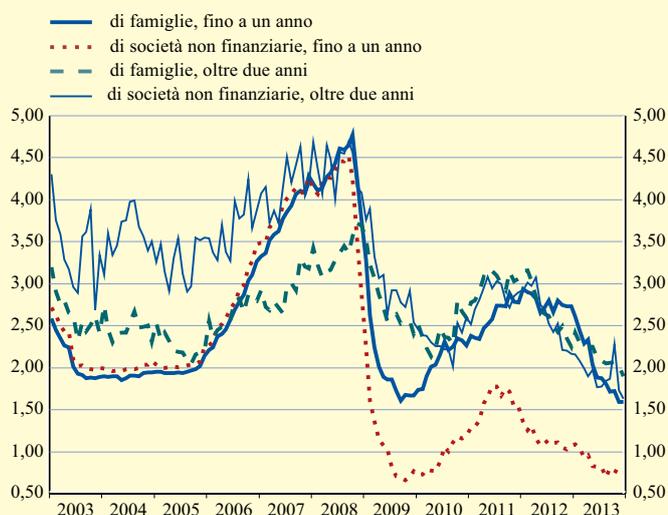
	Depositi da famiglie				Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista ²⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ^{2),3)}		A vista ²⁾	Con durata prestabilita		
	1	fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	6	fino a 2 anni	oltre 2 anni		8
2013 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	0,37	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	2,84	1,66
ott.	0,29	2,09	2,60	1,13	1,14	0,34	1,34	2,83	1,35
nov.	0,29	2,02	2,60	1,12	1,10	0,34	1,32	2,84	1,34
dic.	0,29	1,94	2,57	1,11	1,07	0,34	1,29	2,79	1,06

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	5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	9
2013 gen.	3,46	3,36	3,52	7,76	6,21	4,89	3,73	3,26	3,17	3,17
feb.	3,45	3,35	3,51	7,77	6,24	4,91	3,72	3,26	3,19	3,19
mar.	3,50	3,36	3,49	7,79	6,21	4,89	3,69	3,25	3,16	3,16
apr.	3,49	3,33	3,49	7,74	6,19	4,88	3,67	3,25	3,15	3,15
mag.	3,47	3,30	3,46	7,65	6,14	4,86	3,66	3,24	3,13	3,13
giu.	3,50	3,29	3,43	7,62	6,18	4,87	3,63	3,24	3,14	3,14
lug.	3,51	3,24	3,40	7,59	6,18	4,84	3,64	3,26	3,14	3,14
ago.	3,52	3,22	3,37	7,58	6,16	4,82	3,63	3,26	3,12	3,12
set.	3,55	3,22	3,37	7,64	6,16	4,83	3,65	3,24	3,13	3,13
ott.	3,50	3,20	3,35	7,61	6,10	4,80	3,62	3,27	3,12	3,12
nov.	3,51	3,22	3,34	7,52	6,11	4,79	3,59	3,28	3,12	3,12
dic.	3,59	3,24	3,33	7,49	6,08	4,77	3,61	3,29	3,14	3,14

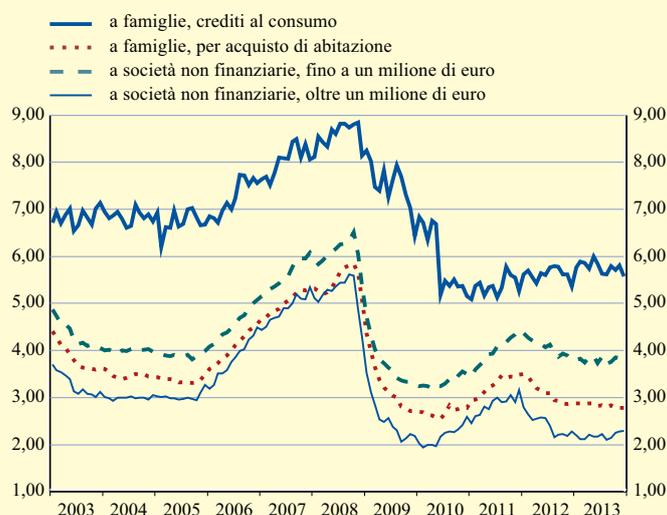
F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

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



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

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



Fonte: BCE.

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

4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ^{1),2)}					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 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
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
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2012 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
4° trim.	0,12	0,16	0,24	0,35	0,53	0,24	0,14
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
dic.	0,17	0,21	0,27	0,37	0,54	0,24	0,15
2014 gen.	0,20	0,22	0,29	0,40	0,56	0,24	0,14

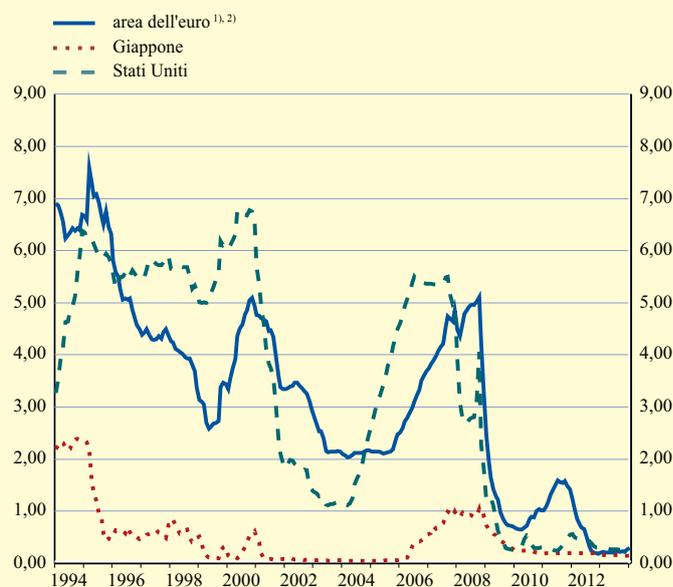
F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro ^{1), 2)}

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



F24 Tassi di interesse del mercato monetario a tre mesi

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



Fonte: BCE.

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

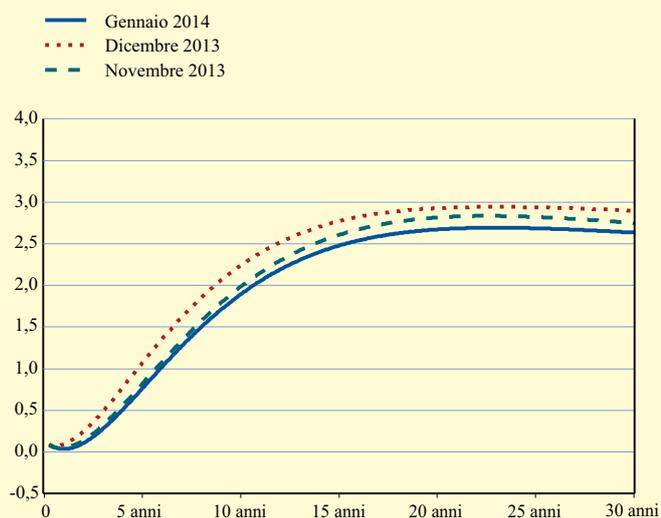
4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro¹⁾

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

	Tassi a pronti								Tassi istantanei a termine			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	7 anni	10 anni	10 anni- 3 mesi (spread)	10 anni- 2 anni (spread)	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2012 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
4° trim.	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
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
dic.	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2014 gen.	0,09	0,04	0,11	0,77	1,27	1,89	1,80	1,79	0,04	0,37	2,06	3,61

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

(valori percentuali su base annua; fine periodo)



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

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



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

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

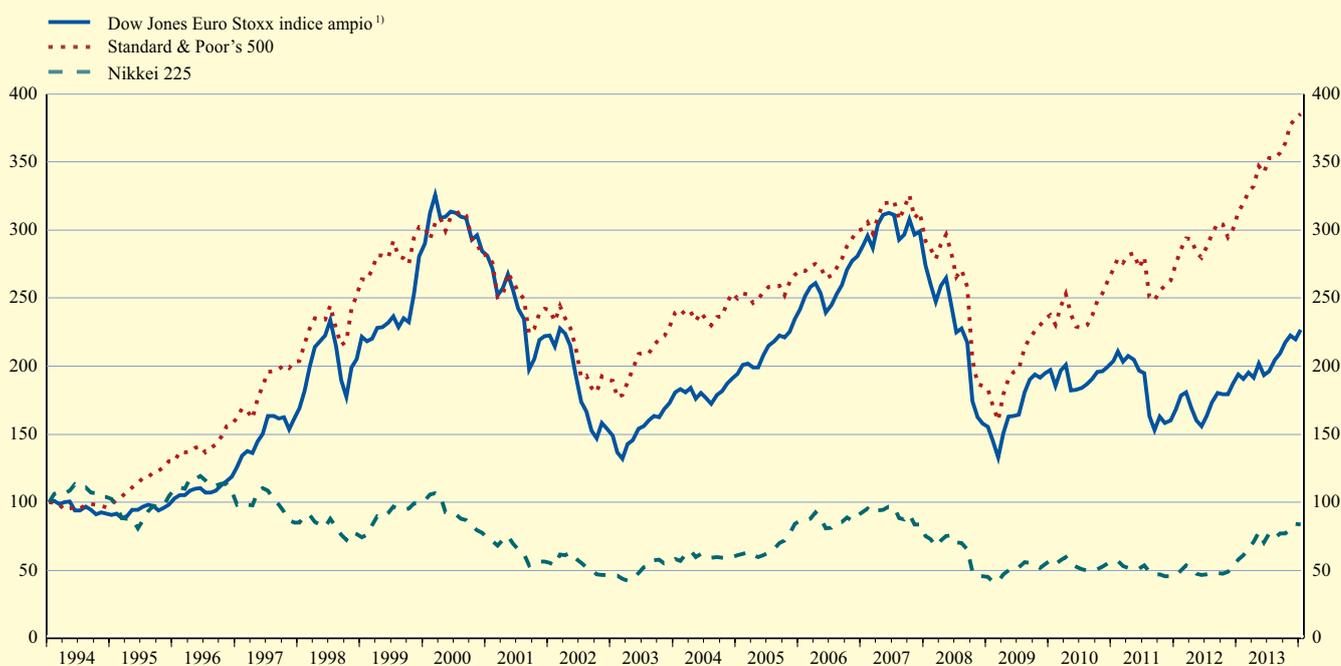
4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx ¹⁾												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliifero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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
2013	281,9	2.794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1.643,8	13.577,9
2012 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
4° trim.	304,9	3.017,6	620,6	211,9	492,2	325,7	169,9	442,8	301,9	249,5	287,4	631,8	1.768,7	14.951,3
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
dic.	304,7	3.010,2	631,3	211,7	490,9	316,3	170,3	443,9	307,2	245,0	282,0	633,9	1.807,8	15.655,2
2014 gen.	314,7	3.092,4	640,7	217,4	497,9	318,8	181,3	462,3	308,2	251,3	297,4	647,6	1.822,4	15.578,3

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

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

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



PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati ²⁾		
	Indice 2005 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
		Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici												
in perc. del totale nel 2012	100,0	100,0	81,7	57,7	42,3	100,0	12,0	7,3	27,4	11,0	42,3	87,7	12,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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	
2013	117,2	1,4	1,3	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1	
2012 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	
4° trim.	117,6	0,8	1,0	0,5	1,2	-0,1	0,3	-1,0	0,0	-1,1	0,1	0,7	1,3	
2013 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.	117,5	0,9	1,1	0,4	1,4	0,0	0,1	-0,2	0,0	-0,8	0,3	0,8	1,3	
dic.	117,9	0,8	0,9	0,7	1,0	0,1	0,1	1,0	0,1	0,6	-0,2	0,8	1,4	
2014 gen. ³⁾	116,5	0,7			1,1					0,0				

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione					
in perc. del totale nel 2012	19,4	12,0	7,3	38,3	27,4	11,0	10,3	6,0	7,2	3,1	14,7	7,1
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
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
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,5	2,4	-4,2	2,2	0,7
2012 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
4° trim.	1,8	2,1	1,3	-0,1	0,3	-0,9	1,7	1,4	1,8	-3,5	2,0	0,4
2013 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.	1,6	2,0	0,9	-0,1	0,2	-1,1	1,7	1,4	1,9	-3,3	2,5	0,5
dic.	1,8	2,0	1,5	0,2	0,3	0,0	1,7	1,4	1,4	-3,4	1,5	0,5
2014 gen. ³⁾	1,7				0,2	-1,2						

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 ¹⁾

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni										Prezzi delle costruzioni ²⁾	Prezzi degli immobili residenziali ³⁾	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali ³⁾
	Totale (indice 2010 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia							Beni energetici			
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo						
							Totale	Durevoli	Non durevoli				
in perc. del totale nel 2010	100,0	100,0	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	2,3	20,3	27,9			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2010	100,0	2,7	3,3	1,7	3,6	0,2	0,4	0,7	0,4	6,1	1,9	0,9	-0,3
2011	105,7	5,7	5,3	3,8	5,8	1,5	3,3	1,9	3,5	10,9	3,3	1,1	2,8
2012	108,6	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	1,6	2,6	6,6	1,6	-1,7	-0,2
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	0,7	1,8	-1,7	.	.	.
2012 4° trim.	109,2	2,4	1,9	1,6	1,3	0,8	2,5	1,2	2,7	4,5	1,3	-2,3	-1,2
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	-1,4
2° trim.	108,2	-0,1	-0,1	0,5	-0,5	0,6	1,9	0,8	2,1	-2,0	0,4	-2,4	-0,9
3° trim.	108,3	-0,6	-0,3	0,2	-1,1	0,6	1,8	0,6	1,9	-2,7	0,4	-1,4	-0,2
4° trim.	108,0	-1,1	-0,9	-0,3	-1,7	0,5	0,9	0,6	0,9	-3,0	.	.	.
2013 lug.	108,3	0,0	0,3	0,5	-0,6	0,5	2,0	0,6	2,2	-1,5	.	.	.
ago.	108,3	-0,9	-0,4	0,3	-1,1	0,6	1,8	0,6	2,0	-3,7	.	.	.
set.	108,5	-0,9	-0,8	-0,1	-1,6	0,6	1,5	0,7	1,6	-2,9	.	.	.
ott.	108,0	-1,3	-1,1	-0,3	-1,8	0,5	1,0	0,6	1,1	-3,6	.	.	.
nov.	107,9	-1,2	-0,9	-0,3	-1,7	0,5	0,8	0,6	0,9	-3,3	.	.	.
dic.	108,1	-0,8	-0,6	-0,3	-1,7	0,6	0,8	0,6	0,9	-2,0	.	.	.

3. Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

	Prezzo del petrolio ⁴⁾ (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche						Deflatori del PIL ¹⁾							
		Ponderati in base alle importazioni ⁵⁾			Ponderati in base all'utilizzo ⁶⁾			Totale (destagionalizzato; indice 2000=100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ⁷⁾	Importazioni ⁷⁾
		Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi		
in perc. del totale		100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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	109,5	1,2	2,0	2,4	0,8	1,5	3,7	5,8
2012	86,6	0,5	1,1	0,3	2,6	6,4	-0,3	110,9	1,3	1,6	2,1	1,1	1,1	1,6	2,4
2013	81,7	-8,2	-10,5	-7,0	-7,3	-7,3	-7,3	.	.	.	.	.	.	.	.
2012 4° trim.	84,4	4,4	6,0	3,7	7,0	10,2	4,5	111,4	1,4	1,5	1,8	0,5	0,9	1,4	1,7
2013 1° trim.	85,0	-3,0	-2,4	-3,3	-1,6	0,0	-2,8	112,1	1,6	1,4	1,3	1,7	0,4	0,2	-0,3
2° trim.	79,0	-5,2	-4,1	-5,8	-4,3	-2,1	-6,2	112,5	1,6	1,2	1,2	0,9	0,1	-0,1	-1,1
3° trim.	82,5	-12,7	-18,7	-9,4	-12,0	-14,4	-10,0	112,6	1,3	1,0	1,2	0,9	0,2	-0,8	-1,7
4° trim.	80,3	-11,8	-15,8	-9,7	-11,1	-11,8	-10,5	.	.	.	.	.	.	.	.
2013 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	-16,5	-9,2	-11,3	-12,9	-9,9	.	.	.	.	.	.	.	.
dic.	80,8	-11,4	-13,5	-10,4	-11,2	-10,6	-11,7	.	.	.	.	.	.	.	.
2014 gen.	78,8	-9,3	-11,3	-8,3	-8,9	-8,3	-9,5	.	.	.	.	.	.	.	.

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

1) I dati si riferiscono agli Euro 18.

2) Prezzi degli input delle costruzioni residenziali.

3) 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>).

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

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

6) 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>).

7) 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 ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

4. Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi per occupato e produttività del lavoro

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale (indice 2008 = 100)		Per settore di attività									
	1	2	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
Costo del lavoro per unità di prodotto ²⁾												
2011	110,6	0,8	0,5	0,6	1,3	0,7	0,3	-0,4	0,9	3,1	0,2	1,5
2012	112,7	1,9	4,3	2,6	2,6	1,7	3,4	1,3	0,7	2,5	0,7	2,1
2012 4° trim.	113,4	1,8	5,9	2,7	3,3	2,2	5,4	-0,4	-0,6	2,6	-0,2	2,7
2013 1° trim.	114,0	1,8	2,8	2,7	0,5	2,4	3,7	-0,2	-1,0	2,1	1,0	2,3
2° trim.	113,9	1,2	2,4	2,1	0,1	1,9	3,3	1,0	-0,3	1,2	0,2	1,8
3° trim.	114,1	1,1	2,6	2,4	1,2	0,8	4,3	0,6	0,1	0,3	0,2	1,4
Redditi per occupato												
2011	114,5	2,2	3,1	3,5	3,6	1,8	2,9	1,5	2,8	3,0	1,1	1,8
2012	116,6	1,8	1,4	2,5	3,1	1,7	2,5	1,1	1,9	2,5	1,1	1,6
2012 4° trim.	117,1	1,5	1,2	2,6	3,0	1,4	2,3	1,4	1,2	2,1	0,2	1,2
2013 1° trim.	118,0	1,7	2,8	2,5	0,8	1,2	1,4	1,7	1,3	2,0	1,6	1,1
2° trim.	118,4	1,6	2,0	2,6	1,9	1,4	1,3	1,3	2,8	2,1	1,0	1,3
3° trim.	118,7	1,6	3,0	3,1	2,5	1,1	1,2	0,8	1,5	1,6	1,0	1,5
Produttività del lavoro per occupato ³⁾												
2011	103,5	1,4	2,6	2,9	2,3	1,1	2,6	1,9	1,8	-0,1	0,8	0,3
2012	103,5	0,0	-2,8	-0,1	0,5	0,1	-0,9	-0,2	1,2	0,0	0,4	-0,5
2012 4° trim.	103,3	-0,3	-4,4	0,0	-0,3	-0,8	-3,0	1,8	1,8	-0,5	0,4	-1,5
2013 1° trim.	103,6	-0,2	-0,1	-0,2	0,3	-1,1	-2,2	1,9	2,3	0,0	0,6	-1,1
2° trim.	103,9	0,4	-0,4	0,5	1,8	-0,5	-1,9	0,3	3,1	0,9	0,7	-0,4
3° trim.	104,1	0,5	0,4	0,7	1,3	0,2	-3,0	0,2	1,5	1,3	0,8	0,2
Redditi per ora lavorata												
2011	116,3	2,0	2,3	2,7	4,1	2,0	2,7	1,2	2,3	2,7	0,9	1,7
2012	119,3	2,6	3,2	3,6	4,9	2,4	3,1	1,6	2,3	2,6	1,2	2,5
2012 4° trim.	120,3	2,1	3,1	3,7	4,2	2,3	2,6	2,3	1,7	2,4	0,0	2,3
2013 1° trim.	121,9	3,0	4,4	4,5	3,8	2,4	1,9	2,9	1,5	2,8	2,4	2,5
2° trim.	121,4	1,5	2,2	1,5	0,9	1,4	0,9	1,8	2,3	2,3	0,9	2,1
3° trim.	121,7	1,6	3,2	1,8	1,8	1,1	1,7	1,1	1,9	2,1	1,1	2,4
Produttività per ora lavorata ³⁾												
2011	105,7	1,4	3,6	2,3	2,4	1,4	2,5	1,8	1,2	-0,3	0,6	0,3
2012	106,5	0,7	-1,9	1,0	2,0	0,9	-0,3	0,2	2,0	0,3	0,6	0,3
2012 4° trim.	106,7	0,5	-3,8	1,2	0,8	0,2	-2,3	2,7	2,8	0,1	0,3	-0,4
2013 1° trim.	107,5	1,1	0,0	1,8	2,9	-0,3	-1,7	3,1	2,9	1,0	1,4	0,5
2° trim.	107,1	0,2	-0,7	-0,4	0,7	-0,6	-2,1	0,3	2,7	1,1	0,6	0,3
3° trim.	107,2	0,6	0,6	-0,4	0,8	0,2	-2,3	0,3	1,7	1,9	0,9	1,0

5. Indicatori del costo del lavoro ⁴⁾

	Totale (indice dest.) 2008 = 100)	Totale	Per componente			Per settore di attività			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ⁵⁾
			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	2,8	3,0	2,6	2,5	2,0	
2012	108,6	1,9	2,0	1,7	2,4	2,3	2,1	2,2	
2012 4° trim.	114,9	1,6	1,7	1,5	2,6	1,9	1,9	2,2	
2013 1° trim.	102,6	1,9	2,1	1,6	3,2	1,5	1,6	1,9	
2° trim.	114,0	1,1	1,4	0,3	1,9	0,8	1,1	1,7	
3° trim.	107,1	1,0	1,3	0,4	1,6	-0,2	1,0	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).

- 1) I dati si riferiscono agli Euro 18.
- 2) Rapporto tra i redditi (a prezzi correnti) per occupato e la produttività del lavoro per occupato.
- 3) PIL totale e valore aggiunto per branca di attività economica (volumi) per input di lavoro (in termini di occupati o di ore lavorate).
- 4) 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.
- 5) 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 ¹⁾

	PIL								
	Totale	Domanda interna				Bilancia commerciale ²⁾			
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte ³⁾	Totale	Esportazioni ²⁾	Importazioni ²⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>									
2009	8.940,0	8.823,1	5.146,7	1.992,2	1.735,1	-50,9	116,9	3.296,9	3.180,0
2010	9.185,6	9.064,9	5.282,7	2.019,8	1.741,2	21,1	120,8	3.793,9	3.673,1
2011	9.444,4	9.315,6	5.427,3	2.033,2	1.796,8	58,4	128,8	4.186,7	4.057,9
2012	9.506,0	9.259,0	5.463,4	2.043,9	1.743,8	7,9	247,0	4.361,9	4.114,9
2012 3° trim.	2.379,9	2.312,1	1.365,3	511,8	434,7	0,3	67,8	1.101,8	1.034,0
4° trim.	2.375,6	2.303,6	1.365,2	510,8	430,4	-2,8	72,0	1.095,9	1.023,9
2013 1° trim.	2.384,1	2.308,8	1.367,7	516,9	421,4	2,8	75,2	1.082,8	1.007,6
2° trim.	2.399,5	2.311,6	1.371,5	517,4	421,9	0,9	87,9	1.102,3	1.014,4
3° trim.	2.404,7	2.324,7	1.376,4	519,1	425,4	3,8	80,0	1.101,9	1.021,9
<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.	-0,2	-0,4	-0,1	-0,2	-0,6	-	-	0,8	0,3
4° trim.	-0,5	-0,7	-0,5	0,0	-1,2	-	-	-0,6	-1,0
2013 1° trim.	-0,2	-0,3	-0,1	0,3	-2,0	-	-	-0,9	-1,1
2° trim.	0,3	0,0	0,1	0,0	0,3	-	-	2,1	1,5
3° trim.	0,1	0,5	0,1	0,2	0,5	-	-	0,3	1,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2009	-4,5	-3,8	-1,0	2,6	-12,8	-	-	-12,4	-11,0
2010	1,9	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	-4,0	-	-	2,5	-0,9
2012 3° trim.	-0,7	-2,5	-1,6	-0,6	-4,1	-	-	2,8	-1,0
4° trim.	-1,0	-2,3	-1,4	-0,7	-4,7	-	-	1,9	-0,8
2013 1° trim.	-1,2	-2,1	-1,2	-0,1	-5,5	-	-	0,1	-1,9
2° trim.	-0,6	-1,4	-0,6	0,1	-3,4	-	-	1,3	-0,3
3° trim.	-0,3	-0,5	-0,4	0,5	-2,3	-	-	0,8	0,6
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>									
2012 3° trim.	-0,2	-0,4	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	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	-0,2	0,3	-	-
3° trim.	0,1	0,5	0,0	0,0	0,1	0,3	-0,4	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>									
2009	-4,5	-3,8	-0,6	0,5	-2,8	-1,0	-0,7	-	-
2010	1,9	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	-2,0	-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.	-0,3	-0,4	-0,2	0,1	-0,4	0,1	0,2	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) I dati si riferiscono agli Euro 18.

2) 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.

3) 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 ¹⁾

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto e di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministraz. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2009	8.044,8	124,7	1.467,2	531,5	1.537,2	370,7	421,9	904,4	807,4	1.584,6	295,3	895,1
2010	8.242,2	137,1	1.581,8	499,2	1.552,3	370,8	438,7	919,2	827,5	1.615,0	300,6	943,4
2011	8.469,8	142,0	1.643,3	502,0	1.594,5	374,5	440,1	965,6	859,7	1.640,1	308,1	974,6
2012	8.526,3	144,4	1.643,9	491,7	1.607,3	370,0	433,9	982,2	877,6	1.661,6	313,7	979,7
2012 3° trim.	2.134,9	36,2	413,3	122,5	401,9	92,5	107,4	246,0	220,3	416,4	78,6	244,9
4° trim.	2.131,8	36,6	410,0	121,2	403,2	91,3	107,7	248,0	220,3	414,5	79,0	243,9
2013 1° trim.	2.139,4	35,8	411,4	120,1	402,9	90,3	109,2	248,7	220,9	421,0	79,3	244,7
2° trim.	2.149,7	35,9	414,6	119,6	404,9	89,8	110,2	250,3	223,4	421,5	79,6	249,8
3° trim.	2.157,4	34,8	415,0	120,2	408,4	88,8	109,7	252,2	225,0	422,5	80,8	247,3
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2012	100,0	1,7	19,3	5,8	18,9	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.	-0,2	-1,5	0,0	-1,2	-0,6	0,0	0,0	0,3	0,3	0,0	-0,1	-0,3
4° trim.	-0,5	-0,1	-1,6	-1,7	-0,9	-1,1	1,0	0,4	-0,4	0,4	0,2	-0,9
2013 1° trim.	-0,2	0,2	0,0	-1,3	-0,4	-0,6	-0,8	-0,1	0,6	-0,1	-0,4	-0,3
2° trim.	0,3	-0,4	0,5	-0,4	0,4	-0,1	-0,8	0,4	0,8	0,2	0,0	0,6
3° trim.	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,2	-0,8	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2	-0,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2009	-4,5	1,3	-12,9	-8,1	-5,2	2,7	0,3	0,4	-7,9	1,5	-0,7	-4,3
2010	2,0	-3,0	9,5	-5,8	0,7	1,8	0,2	-0,1	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	0,4	0,1
2012	-0,5	-4,7	-1,1	-4,2	-0,7	0,3	-0,6	0,6	0,7	0,1	0,2	-1,8
2012 3° trim.	-0,6	-6,2	-0,8	-3,8	-1,1	0,2	-0,7	0,5	0,8	-0,2	0,1	-1,7
4° trim.	-0,9	-6,5	-1,4	-5,3	-1,7	-1,4	0,9	0,7	0,0	0,2	-0,2	-1,9
2013 1° trim.	-1,0	-3,1	-1,7	-5,4	-2,3	-1,7	0,8	0,7	0,2	0,4	-0,6	-2,5
2° trim.	-0,5	-1,8	-1,0	-4,6	-1,5	-1,7	-0,7	1,0	1,3	0,4	-0,2	-0,9
3° trim.	-0,2	-0,5	-1,0	-3,4	-0,6	-2,5	-0,2	1,0	1,3	0,7	0,1	-0,7
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2012 3° trim.	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
4° trim.	-0,5	0,0	-0,3	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2013 1° trim.	-0,2	0,0	0,0	-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	-0,8	0,3	0,0	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	-0,2	-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	0,1	0,1	0,0	-
3° trim.	-0,2	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.

1) I dati si riferiscono agli Euro 18.

5.2 Produzione e domanda ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

3. Produzione industriale

in perc. del totale nel 2010	Totale		Industria escluse le costruzioni									Costruzioni	
	1	2	Totale (dest.; indice 2010 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e i beni energetici						Beni energetici	12
				3	4	Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo				
									5	6	7			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	
2010	4,1	100,0	7,3	7,7	7,7	10,0	9,0	2,8	2,7	2,9	3,9	-7,7	
2011	2,2	103,5	3,4	4,7	4,8	4,1	8,4	1,0	0,7	1,0	-4,5	-2,4	
2012	-3,1	100,9	-2,5	-2,7	-2,8	-4,5	-1,2	-2,4	-4,9	-2,0	-0,4	-5,4	
2012 4° trim.	-3,5	99,2	-3,3	-3,6	-3,8	-5,2	-3,3	-2,1	-5,4	-1,6	-0,5	-4,3	
2013 1° trim.	-2,8	99,6	-2,3	-2,6	-2,9	-3,6	-3,4	-0,8	-4,6	-0,3	-0,1	-5,9	
2° trim.	-1,5	100,3	-1,0	-0,9	-1,0	-2,0	-0,1	-0,7	-3,9	-0,1	-1,2	-3,7	
3° trim.	-1,1	100,3	-1,1	-1,1	-0,9	-0,7	-1,3	-0,9	-3,6	-0,5	-2,0	-1,1	
2013 lug.	-1,8	99,7	-2,0	-2,1	-2,0	-1,4	-3,2	-1,3	-4,2	-0,9	-1,8	-1,8	
ago.	-1,2	100,7	-1,4	-1,4	-1,0	-0,7	-0,8	-2,1	-3,9	-1,9	-3,6	-1,1	
set.	-0,1	100,5	0,2	0,3	0,2	0,0	0,3	0,7	-2,7	1,2	-0,6	-0,6	
ott.	0,0	99,7	0,5	0,9	0,8	1,5	1,3	-0,3	-4,7	0,5	-3,1	-2,3	
nov.	2,0	101,5	3,0	3,4	3,4	3,3	4,4	2,6	-0,8	3,1	-0,6	-1,7	
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2013 lug.	-0,6	-	-1,0	-1,1	-1,1	-0,3	-1,8	-0,7	-1,6	-0,4	-0,5	0,4	
ago.	1,0	-	1,0	1,0	1,6	0,7	2,0	0,5	-0,3	0,5	-0,8	0,1	
set.	-0,5	-	-0,2	-0,3	-0,9	-0,4	-0,8	0,2	-1,3	0,2	1,7	-0,3	
ott.	-0,7	-	0,8	-0,5	-0,4	0,4	-1,0	-0,3	-2,3	0,3	-3,6	-1,1	
nov.	1,2	-	1,8	1,9	2,0	1,0	3,0	1,5	2,2	1,3	1,8	-0,6	

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

in perc. del totale nel 2010	Indicatore dei nuovi ordinativi nell'industria ²⁾		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.) ³⁾	Totale
	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Totale (dest.; indice 2010 = 100)	Totale	Totale	Totale (dest.; indice 2010 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari					
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici				
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,2	12,0	9,1	13	14	
2011	108,6	8,6	109,2	9,2	1,7	99,3	-0,8	-1,1	-0,3	-1,4	-0,3	-3,3	839	-1,0
2012	104,4	-3,8	108,8	-0,4	0,4	97,6	-1,7	-1,3	-1,5	-2,5	-2,8	-5,0	745	-11,0
2013	.	.	.	.	-0,4	96,7	-0,9	-1,1	-0,7	.	.	-1,2	713	-4,4
2013 1° trim.	102,5	-2,7	106,9	-2,6	-1,3	96,6	-2,2	-1,6	-2,5	-5,7	-4,4	-3,7	689	-11,2
2° trim.	103,3	-1,7	106,8	-1,9	-0,3	96,7	-1,0	-1,7	-0,4	0,0	-2,8	-0,8	709	-7,2
3° trim.	105,1	1,1	107,4	-1,5	0,0	97,0	-0,5	-0,6	-0,3	-0,4	-2,5	0,0	708	-2,2
4° trim.	.	.	.	.	-0,1	96,4	-0,1	-0,5	0,4	.	.	-0,3	745	5,3
2013 ago.	105,1	0,2	108,3	-1,9	0,0	97,4	-0,3	-0,6	-0,1	1,4	-2,8	-0,3	712	-4,4
set.	106,2	3,4	107,3	-0,7	-0,2	96,8	-0,2	-1,3	0,7	-1,1	-1,1	1,5	709	-2,4
ott.	104,1	0,2	106,6	-1,2	-0,5	96,3	-0,4	-0,2	-0,5	-1,7	-1,7	0,7	725	4,2
nov.	105,3	2,5	108,5	1,6	1,3	97,2	1,3	0,7	2,4	4,7	-0,2	0,7	735	4,8
dic.	.	.	.	.	-0,9	95,7	-1,0	-1,6	-0,4	.	.	-2,1	773	7,0
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>														
2013 ago.	-	1,0	-	1,6	0,4	-	0,5	-0,1	0,4	1,1	0,4	-0,3	-	-1,0
set.	-	1,0	-	-0,9	-0,7	-	-0,7	-0,7	-0,1	-1,3	0,0	-0,3	-	-0,3
ott.	-	-2,0	-	-0,7	-0,4	-	-0,4	0,2	-0,8	-1,7	-1,0	-0,5	-	2,2
nov.	-	1,2	-	1,8	0,9	-	0,9	0,3	1,3	3,7	0,6	0,5	-	1,4
dic.	-	.	-	.	-1,4	-	-1,6	-1,4	-1,8	.	.	-1,2	-	5,1

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) I dati si riferiscono agli Euro 18.

2) Per ulteriori dettagli, cfr. de Bondt, G.J., Dieden, H.C., Muzikarova, S. e Vincze, I., "Introducing the ECB indicator on euro area industrial new orders", *Occasional Paper Series*, n. 149, BCE Francoforte sul Meno, giugno 2013.

3) I dati annuali e trimestrali sono medie di quelli mensili nel periodo considerato.

5.2 Produzione e domanda

 (saldi percentuali¹⁾, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico ²⁾ (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera					Clima di fiducia delle famiglie				
		Clima di fiducia				Capacità utilizzata ³⁾ (in perc.)	Totale ⁴⁾	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale ⁴⁾	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2010	101,4	-4,5	-24,2	1,0	11,6	77,0	-14,1	-5,2	-12,3	31,1	-8,0
2011	102,2	0,2	-6,4	2,3	9,4	80,6	-14,3	-7,3	-18,0	23,0	-9,0
2012	90,8	-11,7	-24,4	6,8	-3,9	78,6	-22,1	-11,1	-27,4	38,1	-11,7
2013	93,8	-9,3	-26,0	4,7	2,8	78,3	-18,6	-8,9	-20,1	34,4	-11,2
2012 4° trim.	87,2	-15,4	-32,1	6,9	-7,3	77,4	-25,9	-12,7	-31,5	46,0	-13,4
2013 1° trim.	90,5	-12,2	-29,6	5,4	-1,6	77,5	-23,5	-11,3	-27,2	42,3	-13,1
2° trim.	90,2	-12,7	-30,9	6,2	-0,9	77,9	-20,8	-10,1	-24,8	35,7	-12,6
3° trim.	95,3	-8,3	-24,9	4,6	4,4	78,4	-15,9	-7,9	-16,7	29,6	-9,2
4° trim.	99,1	-4,1	-18,6	2,8	9,1	79,2	-14,4	-6,3	-11,6	29,8	-9,8
2013 ago.	95,7	-7,8	-23,7	4,4	4,7	-	-15,5	-7,9	-15,7	30,2	-8,1
set.	97,3	-6,6	-23,2	3,7	7,0	-	-14,8	-7,1	-13,5	28,4	-10,1
ott.	98,1	-5,0	-21,2	3,3	9,4	78,4	-14,4	-7,1	-11,7	29,2	-9,5
nov.	98,8	-3,9	-17,9	3,5	9,7	-	-15,3	-6,0	-13,4	31,3	-10,4
dic.	100,4	-3,4	-16,7	1,7	8,3	-	-13,5	-5,7	-9,8	29,0	-9,5
2014 gen.	100,9	-3,9	-16,8	3,0	8,0	80,0	-11,7	-4,9	-7,6	24,6	-9,5

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale ⁴⁾	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale ⁴⁾	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale ⁴⁾	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
2010	-28,5	-39,3	-17,6	-4,0	-6,5	7,2	1,6	3,9	1,4	3,0	7,3
2011	-25,2	-33,1	-17,2	-5,3	-5,4	11,2	0,6	5,3	2,2	5,4	8,3
2012	-27,6	-34,3	-21,0	-15,1	-18,5	14,4	-12,4	-6,8	-11,8	-7,6	-1,0
2013	-30,0	-38,2	-21,7	-12,5	-18,9	9,3	-9,2	-6,1	-9,9	-8,6	0,2
2012 4° trim.	-31,9	-39,6	-24,2	-15,9	-20,9	11,5	-15,3	-11,0	-15,3	-12,8	-4,9
2013 1° trim.	-28,7	-36,8	-20,7	-16,1	-24,0	10,8	-13,5	-7,7	-12,6	-8,9	-1,8
2° trim.	-31,5	-38,5	-24,3	-16,5	-24,5	11,2	-13,9	-9,9	-14,5	-13,3	-1,9
3° trim.	-31,0	-39,7	-22,3	-10,4	-16,4	8,7	-6,1	-5,3	-8,2	-8,6	0,8
4° trim.	-28,6	-37,7	-19,5	-6,8	-10,5	6,6	-3,5	-1,3	-4,2	-3,4	3,6
2013 ago.	-32,6	-41,4	-23,9	-10,5	-17,5	8,4	-5,6	-5,1	-7,5	-8,4	0,5
set.	-28,3	-36,9	-19,8	-6,8	-11,0	7,2	-2,3	-3,2	-5,5	-7,2	3,2
ott.	-29,1	-38,9	-19,2	-7,7	-11,2	5,6	-6,5	-3,6	-6,6	-6,9	2,7
nov.	-30,4	-39,5	-21,3	-7,7	-11,2	7,8	-4,2	-0,8	-4,0	-2,8	4,4
dic.	-26,4	-34,8	-18,0	-5,0	-9,1	6,4	0,3	0,4	-2,1	-0,4	3,6
2014 gen.	-30,1	-41,6	-18,6	-3,4	-8,1	5,9	3,7	2,3	-0,6	-0,3	7,9

Fonte: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari).

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media calcolata a partire dal 1990.
- 3) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dalle medie trimestrali.
- 4) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

5.3 Mercato del lavoro ^{1), 2)}

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

1. Occupazione

	Per status occupazionale			Per settore di attività									
	Totale	Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Ammin. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persone occupate													
<i>livelli (migliaia)</i>													
2012	147.068	125.725	21.343	5.044	23.104	9.546	36.170	4.066	4.078	1.302	18.333	34.575	10.851
<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	-0,5	-1,0	-2,8	-4,0	-0,5	-1,7	-1,1	0,0	2,0	0,9	0,6
2011	0,2	0,3	-0,3	-2,1	0,0	-3,8	0,6	1,2	-0,4	0,3	2,5	0,3	0,1
2012	-0,6	-0,7	-0,1	-2,0	-1,0	-4,6	-0,8	1,2	-0,4	-0,6	0,7	-0,3	0,7
2012 4° trim.	-0,7	-0,8	0,0	-2,1	-1,4	-5,0	-1,0	1,6	-0,8	-1,2	0,5	-0,2	1,3
2013 1° trim.	-1,0	-1,0	-1,0	-3,0	-1,6	-5,6	-1,1	0,5	-1,1	-1,6	0,3	-0,2	0,5
2° trim.	-1,0	-1,0	-0,6	-1,4	-1,5	-6,2	-1,0	0,2	-1,0	-2,1	0,4	-0,3	0,3
3° trim.	-0,8	-0,9	-0,5	-0,8	-1,7	-4,6	-0,8	0,5	-0,4	-0,4	0,0	-0,2	-0,1
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
2012 4° trim.	-0,3	-0,4	0,0	-0,9	-0,5	-1,6	-0,4	0,8	-0,1	-0,6	-0,3	0,1	-0,1
2013 1° trim.	-0,5	-0,5	-0,4	-1,4	-0,5	-1,6	-0,4	-0,2	-0,1	-0,7	-0,6	-0,2	0,0
2° trim.	-0,1	-0,1	0,1	1,9	-0,4	-1,1	0,0	0,1	-0,1	0,5	0,5	-0,2	-0,1
3° trim.	0,0	0,0	-0,2	-0,4	-0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	0,4	0,4	0,1	0,1
Ore lavorate													
<i>livelli (milioni)</i>													
2012	231.353	186.256	45.097	10.073	36.323	16.626	60.198	6.525	6.430	2.009	28.577	49.334	15.257
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2012	100,0	80,5	19,5	4,4	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	-0,1	0,0	-0,5	-1,3	-0,4	-4,1	-0,3	-0,9	-0,6	1,0	2,7	0,9	0,3
2011	0,2	0,4	-0,7	-3,1	0,7	-3,9	0,3	1,4	-0,2	0,9	2,7	0,5	0,0
2012	-1,4	-1,4	-1,3	-2,9	-2,0	-6,1	-1,6	0,6	-0,8	-1,4	0,4	-0,5	-0,1
2012 4° trim.	-1,5	-1,5	-1,7	-2,8	-2,5	-6,1	-1,9	0,9	-1,8	-2,1	-0,1	-0,1	0,2
2013 1° trim.	-2,3	-2,3	-2,0	-3,0	-3,5	-8,0	-2,0	0,0	-2,2	-2,1	-0,8	-1,0	-1,1
2° trim.	-0,8	-0,9	-0,4	-1,1	-0,6	-5,2	-0,8	0,5	-1,0	-1,7	0,3	-0,2	-0,4
3° trim.	-0,9	-0,8	-1,0	-1,0	-0,6	-4,2	-0,8	-0,2	-0,5	-0,7	-0,6	-0,3	-0,9
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
2012 4° trim.	-0,7	-0,6	-1,1	-0,8	-0,7	-1,9	-1,0	-0,1	-0,7	-1,3	-0,7	0,2	-0,8
2013 1° trim.	-1,0	-1,0	-0,8	-0,5	-1,2	-2,4	-0,8	0,0	-0,2	-0,1	-1,0	-0,9	-0,5
2° trim.	0,7	0,6	0,9	0,8	1,4	0,6	0,7	0,3	0,3	1,0	0,8	0,4	-0,1
3° trim.	0,1	0,1	0,0	-0,4	-0,1	-0,5	0,3	-0,4	0,1	-0,3	0,3	0,1	0,4
Ore lavorate per persona occupata													
<i>livelli (migliaia)</i>													
2012	1.573	1.481	2.113	1.997	1.572	1.742	1.664	1.605	1.577	1.543	1.559	1.427	1.406
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2010	0,4	0,5	0,0	-0,3	2,5	-0,1	0,2	0,8	0,4	1,0	0,7	0,0	-0,3
2011	0,0	0,1	-0,5	-1,0	0,7	-0,1	-0,3	0,2	0,2	0,7	0,2	0,2	-0,1
2012	-0,8	-0,7	-1,2	-1,0	-1,1	-1,5	-0,8	-0,7	-0,4	-0,8	-0,3	-0,2	-0,8
2012 4° trim.	-0,8	-0,7	-1,6	-0,7	-1,2	-1,2	-1,0	-0,7	-0,9	-1,0	-0,6	0,1	-1,1
2013 1° trim.	-1,3	-1,3	-1,0	-0,1	-2,0	-2,5	-0,8	-0,5	-1,2	-0,6	-1,1	-0,8	-1,6
2° trim.	0,2	0,1	0,3	0,3	0,9	1,1	0,1	0,2	0,0	0,4	-0,2	0,2	-0,7
3° trim.	0,0	0,1	-0,5	-0,2	1,1	0,5	0,0	-0,7	-0,1	-0,3	-0,6	-0,1	-0,8
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
2012 4° trim.	-0,4	-0,2	-1,1	0,1	-0,2	-0,3	-0,6	-0,8	-0,6	-0,7	-0,4	0,1	-0,7
2013 1° trim.	-0,5	-0,5	-0,3	0,9	-0,8	-0,8	-0,4	0,2	-0,2	0,7	-0,4	-0,8	-0,5
2° trim.	0,7	0,7	0,7	-1,1	1,8	1,7	0,7	0,2	0,5	0,5	0,3	0,6	0,0
3° trim.	0,1	0,1	0,2	-0,1	0,3	-0,2	0,3	-0,3	0,2	-0,7	0,0	0,0	0,3

Fonte: elaborazioni della BCE basate sui dati Eurostat.

1) I dati relativi all'occupazione si basano sul SEC 95.

2) I dati si riferiscono agli Euro 18.

5.3 Mercato del lavoro ¹⁾

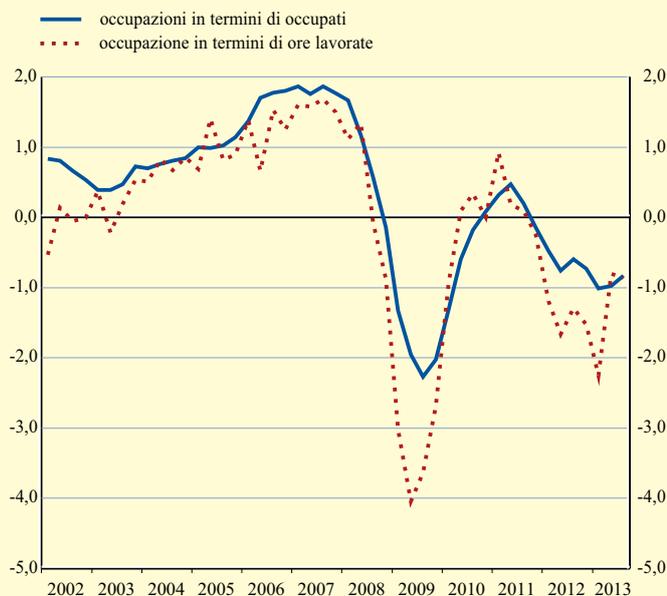
(dati destagionalizzati salvo diversa indicazione)

2. Disoccupazione e posti vacanti ²⁾

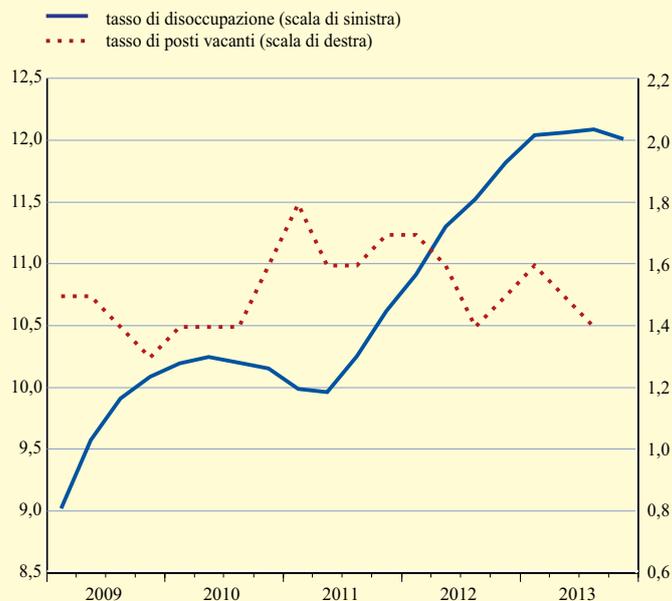
	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti ³⁾
	Totale		Per età ⁴⁾				Per genere ⁵⁾				
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
in perc. del totale nel 2010	100,0	79,5		20,5		54,0		46,0		in perc. del totale dei posti di lavoro	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2010	16,139	10,2	12,819	9,0	3,319	21,1	8,721	10,1	7,418	10,4	1,5
2011	16,199	10,2	12,962	9,0	3,237	21,0	8,635	10,0	7,563	10,5	1,7
2012	18,211	11,4	14,704	10,2	3,508	23,1	9,775	11,2	8,436	11,6	1,6
2013	19,287	12,1	15,726	10,8	3,560	24,0	10,358	11,9	8,929	12,2	.
2012 4° trim.	18,923	11,8	15,328	10,6	3,595	23,9	10,152	11,7	8,771	12,0	1,5
2013 1° trim.	19,261	12,0	15,654	10,8	3,607	24,1	10,350	11,9	8,912	12,2	1,6
2° trim.	19,307	12,1	15,756	10,9	3,551	23,8	10,362	11,9	8,946	12,2	1,5
3° trim.	19,356	12,1	15,816	10,9	3,540	24,0	10,429	12,0	8,927	12,2	1,4
4° trim.	19,221	12,0	15,679	10,8	3,543	23,9	10,292	11,9	8,929	12,2	.
2013 lug.	19,334	12,1	15,796	10,9	3,537	24,0	10,428	12,0	8,906	12,2	-
ago.	19,361	12,1	15,829	10,9	3,532	23,9	10,443	12,0	8,918	12,2	-
set.	19,374	12,1	15,822	10,9	3,552	24,0	10,416	12,0	8,958	12,2	-
ott.	19,275	12,0	15,724	10,8	3,551	24,0	10,335	11,9	8,941	12,2	-
nov.	19,259	12,0	15,709	10,8	3,550	24,0	10,317	11,9	8,941	12,2	-
dic.	19,130	12,0	15,604	10,7	3,527	23,9	10,225	11,8	8,905	12,1	-

F28 Occupazione: occupati e ore lavorate ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



F29 Tasso di disoccupazione e tasso ¹⁾ di posti vacanti ³⁾



Fonte: Eurostat.

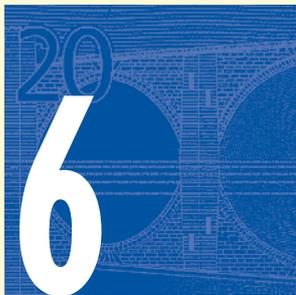
1) I dati si riferiscono agli Euro 18.

2) I dati di disoccupazione si riferiscono a persone e sono calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.

3) Industria, costruzioni e servizi (ad esclusione di famiglie in veste di datori di lavoro, enti e organismi extraterritoriali); dati non destagionalizzati.

4) 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.

5) I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di genere.



FINANZA PUBBLICA

6.1 Entrate, spese e disavanzo/avanzo ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette		Imposte indirette		Riscosse da istituzioni dell'UE		Contributi sociali		Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale			
		Famiglie	Imprese			Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2004	44,5	44,0	11,5	8,5	2,9	13,2	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,4	40,6
2005	44,8	44,3	11,7	8,6	3,0	13,3	0,3	15,4	8,1	4,5	2,3	0,5	0,3	40,8
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 ³⁾	
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE			
											A carico delle istituzioni dell'UE			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2004	47,4	43,5	10,5	5,0	3,1	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,3
2005	47,3	43,4	10,5	5,0	3,0	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3
2006	46,7	42,8	10,3	5,0	2,9	24,6	21,8	1,7	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 ⁴⁾							Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)			
													10		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2004	-2,9	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,2	8,1	12,3	
2005	-2,5	-2,3	-0,3	-0,2	0,2	0,5	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,3	8,0	12,5	
2006	-1,4	-1,5	-0,1	-0,2	0,4	1,5	20,3	10,3	5,0	5,3	1,9	2,3	7,9	12,5	
2007	-0,7	-1,2	0,0	0,0	0,6	2,3	20,1	10,1	5,0	5,2	1,9	2,3	7,7	12,3	
2008	-2,1	-2,3	-0,2	-0,2	0,5	0,9	20,6	10,3	5,2	5,4	1,9	2,3	8,0	12,7	
2009	-6,4	-5,2	-0,5	-0,3	-0,4	-3,5	22,4	11,1	5,7	5,9	2,1	2,5	8,6	13,8	
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 (+) ⁵⁾

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LV	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	18
2009	-5,6	-3,1	-2,0	-13,7	-15,7	-11,1	-7,5	-5,5	-6,1	-9,8	-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	-8,1	-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	-3,6	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	-1,3	-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 ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: per strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				Altri creditori ³⁾
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ²⁾			Altri settori	
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	69,2	2,1	12,5	5,1	49,6	40,2	20,5	11,3	8,4	29,1
2004	69,7	2,2	12,2	4,8	50,5	38,7	19,7	11,2	7,9	30,9
2005	70,5	2,4	12,3	4,5	51,3	37,0	19,0	11,3	6,8	33,5
2006	68,7	2,5	11,9	4,0	50,3	34,9	19,1	9,3	6,5	33,7
2007	66,4	2,2	11,3	3,9	48,9	32,7	17,8	8,6	6,3	33,6
2008	70,2	2,3	11,6	6,5	49,8	33,2	18,4	7,9	6,9	37,0
2009	80,0	2,5	12,7	8,3	56,5	37,4	21,4	9,2	6,8	42,6
2010	85,4	2,4	15,4	7,3	60,3	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 ⁴⁾				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute
2003	69,2	56,7	6,5	5,1	1,0	7,9	61,4	5,0	14,9	26,1	28,3	68,4	0,9
2004	69,7	56,7	6,6	5,1	1,3	7,7	62,0	4,7	14,7	26,3	28,6	68,7	1,0
2005	70,5	57,2	6,7	5,2	1,4	7,8	62,8	4,6	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	LV	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	18
2009	95,7	74,5	7,1	64,4	129,7	54,0	79,2	116,4	58,5	36,9	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	44,4	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	41,9	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	40,6	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 ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: per fonte, strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Fonte della variazione			Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori ⁶⁾
		Fabbisogno ²⁾	Effetti di rivalutazione ³⁾	Altre variazioni in volume ⁴⁾	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ⁵⁾	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	3,2	3,3	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	2,9	0,2	0,0	0,3	3,0
2005	3,3	3,1	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,4	0,0	0,5	3,7
2006	1,6	1,5	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,3	1,5	-0,3	1,1	-1,4	1,9
2007	1,2	1,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	1,2	-0,4	-0,4	-0,3	1,6
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,1	0,5	2,7	2,0	1,3	1,0	-0,5	4,1
2009	7,3	7,5	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,9	3,0	2,3	1,0	4,3
2010	7,6	7,7	-0,1	0,0	0,0	3,0	-0,7	5,2	4,1	3,6	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 ⁷⁾											Altro ⁸⁾	
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume		
			Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli ⁹⁾	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2004	3,2	-2,9	0,3	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,3	-2,5	0,8	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
2006	1,6	-1,4	0,2	0,2	0,3	-0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
2007	1,2	-0,7	0,5	0,6	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,3	-2,1	3,2	3,1	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 ¹⁾
(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate trimestrali

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	Imposte in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2007 3° trim.	43,7	43,2	12,3	12,4	14,8	2,2	0,7	0,5	0,3	39,7
4° trim.	49,1	48,6	14,7	13,8	15,7	2,5	1,0	0,6	0,3	44,5
2008 1° trim.	42,5	42,2	10,9	12,4	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	13,3	16,4	2,6	1,1	0,5	0,3	43,8
2009 1° trim.	42,6	42,5	10,5	12,0	15,6	2,4	1,1	0,1	0,2	38,4
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.	48,5	47,7	12,9	13,6	16,4	2,7	1,0	0,8	0,5	43,4
2010 1° trim.	42,5	42,3	10,2	12,4	15,5	2,4	0,9	0,2	0,3	38,3
2° trim.	45,2	44,7	11,9	12,7	15,4	2,6	1,3	0,5	0,3	40,3
3° trim.	43,1	42,7	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	43,0
2011 1° trim.	43,2	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	39,5
4° trim.	49,0	47,9	13,4	13,1	16,7	2,8	1,0	1,1	0,4	43,6
2012 1° trim.	43,7	43,5	11,0	12,8	15,4	2,5	1,0	0,3	0,2	39,4
2° trim.	46,2	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.	44,3	44,1	11,3	12,8	15,7	2,5	1,0	0,3	0,3	40,0
2° trim.	47,5	47,0	13,3	13,0	15,7	2,6	1,4	0,5	0,4	42,4
3° trim.	45,2	44,7	12,2	12,7	15,5	2,5	0,7	0,5	0,4	40,8

2. Area dell'euro: spese e disavanzo/avanzo trimestrali

	Totale	Spese correnti						Spese in conto capitale			Disavanzo (-)/ avanzo (+)	Disavanzo (-)/ avanzo primario (+)	
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali		Investimenti	Trasferimenti in conto capitale			
							Sussidi						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2007 3° trim.	44,6	41,0	9,6	4,8	2,9	23,8	20,6	1,2	3,6	2,6	0,9	-1,0	1,9
4° trim.	49,3	44,8	10,8	5,9	2,9	25,1	21,2	1,5	4,5	2,8	1,7	-0,1	2,8
2008 1° trim.	45,4	41,8	9,8	4,5	3,0	24,4	20,8	1,2	3,6	2,3	1,2	-2,9	0,1
2° trim.	46,0	42,4	10,3	5,0	3,3	23,9	20,8	1,1	3,6	2,6	1,0	-0,7	2,6
3° trim.	45,8	42,1	9,8	5,0	3,0	24,4	21,2	1,2	3,7	2,7	1,0	-2,4	0,6
4° trim.	51,3	46,8	11,3	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	27,0	23,0	1,3	3,9	2,6	1,2	-6,7	-3,9
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.	50,1	46,0	10,6	5,5	2,8	27,1	23,5	1,3	4,1	2,9	1,1	-7,2	-4,4
4° trim.	54,7	49,8	11,8	6,7	2,8	28,4	24,0	1,5	4,9	3,0	1,8	-6,1	-3,3
2010 1° trim.	50,4	46,5	10,7	5,1	2,7	28,0	23,7	1,4	3,9	2,4	1,5	-7,9	-5,2
2° trim.	49,7	46,1	11,0	5,5	3,0	26,7	23,2	1,3	3,5	2,5	1,1	-4,4	-1,5
3° trim.	50,5	45,2	10,3	5,4	2,7	26,9	23,2	1,3	5,3	2,6	2,7	-7,4	-4,7
4° trim.	53,5	48,8	11,5	6,7	2,9	27,7	23,7	1,5	4,7	2,7	2,0	-5,2	-2,3
2011 1° trim.	48,5	45,3	10,3	5,0	2,9	27,2	23,1	1,3	3,1	2,2	1,0	-5,3	-2,4
2° trim.	48,6	45,3	10,7	5,3	3,2	26,2	22,8	1,2	3,3	2,3	0,9	-3,3	0,0
3° trim.	48,0	44,5	10,1	5,2	2,9	26,4	22,9	1,2	3,5	2,3	1,1	-4,3	-1,5
4° trim.	52,8	48,7	11,3	6,6	3,2	27,7	23,7	1,5	4,0	2,5	1,8	-3,8	-0,6
2012 1° trim.	48,1	45,4	10,2	4,9	3,0	27,3	23,3	1,2	2,7	2,0	0,8	-4,3	-1,4
2° trim.	49,2	45,9	10,6	5,3	3,3	26,7	23,2	1,2	3,3	2,1	1,2	-2,9	0,4
3° trim.	48,4	44,9	10,1	5,3	2,9	26,7	23,3	1,2	3,6	2,2	1,3	-3,7	-0,9
4° trim.	53,9	48,9	11,1	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	10,3	5,0	2,8	28,1	23,8	1,2	2,7	1,8	1,1	-4,6	-1,7
2° trim.	49,6	46,2	10,5	5,3	3,1	27,2	23,6	1,2	3,5	2,0	1,4	-2,1	1,0
3° trim.	48,6	45,3	10,0	5,3	2,8	27,2	23,6	1,2	3,3	2,2	1,1	-3,4	-0,5

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

- 1) I concetti di entrate, spese e disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra il bilancio comunitario e soggetti non facenti parte delle amministrazioni pubbliche non sono incluse. I dati trimestrali, invece, a meno di scadenze diverse per la trasmissione dei dati, sono coerenti con quelli annuali.
- 2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

6.5 Debito e variazione del debito trimestrali ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario ²⁾

	Totale	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine
	1	2	3	4	5
2010 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	62,3
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
3° trim.	92,7	2,5	16,6	6,9	66,6

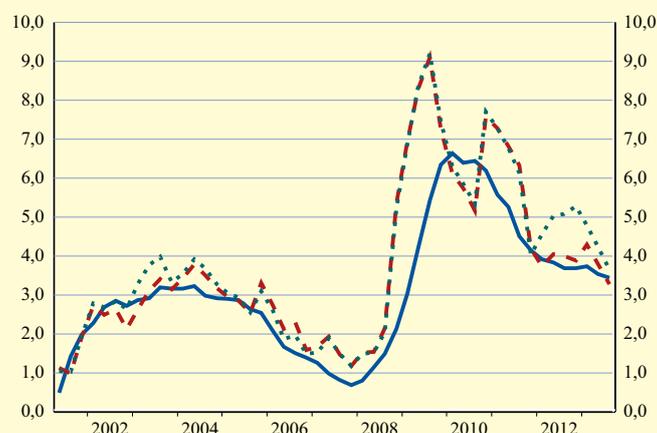
2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	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 4° trim.	11,6	-5,2	6,4	5,7	-0,4	1,7	4,4	0,0	0,0	0,8	11,6
2011 1° trim.	6,9	-5,3	1,6	0,7	2,1	-0,8	-0,6	-0,1	0,2	0,8	6,7
2° trim.	5,9	-3,3	2,6	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	-3,8	-0,6	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	-0,2	0,2	3,4
2012 1° trim.	5,0	-4,3	0,6	3,5	4,2	-0,2	-0,6	0,0	-3,8	0,9	8,7
2° trim.	7,1	-2,9	4,2	3,9	1,6	0,9	0,6	0,7	-0,5	0,9	7,7
3° trim.	0,7	-3,7	-3,0	-2,1	-2,1	0,5	-0,6	0,1	0,1	-1,0	0,6
4° trim.	2,8	-3,8	-1,0	-0,4	-2,7	0,4	0,4	1,5	-1,4	0,7	4,1
2013 1° trim.	6,6	-4,6	2,1	1,8	1,6	0,0	-0,2	0,5	-0,1	0,3	6,7
2° trim.	5,2	-2,1	3,1	3,4	3,3	0,3	0,0	-0,2	-0,3	0,1	5,5
3° trim.	-1,4	-3,4	-4,8	-4,5	-3,4	-0,8	0,0	-0,3	0,3	-0,6	-1,7

F30 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito

(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)

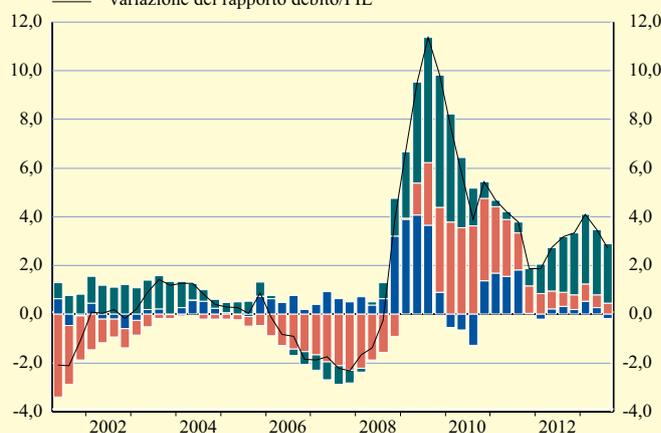
- disavanzo
- - - variazione del debito
- ... fabbisogno



F31 Debito (definizione di Maastricht)

(variazione annua nel rapporto debito/PIL e fattori sottostanti)

- raccordo disavanzo-debito
- disavanzo/avanzo primario
- differenziale crescita del PIL/onere medio del debito
- variazione del rapporto debito/PIL



Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

1) I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati.



TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

7.1 Bilancia dei pagamenti ¹⁾

(miliardi di euro; transazioni nette)

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario						Errori e omissioni
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2010	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.	56,1	51,3	28,8	6,8	-30,8	5,5	61,6	-58,8	-55,6	67,1	-0,6	-68,5	-1,2	-2,8
3° trim.	48,9	39,5	31,4	12,8	-34,8	4,5	53,4	-58,3	-27,8	3,9	5,6	-37,1	-2,9	4,9
2012 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.	14,8	16,3	8,0	1,2	-10,7	1,8	16,6	-20,7	-18,6	-0,1	-5,8	3,8	0,0	4,1
mag.	11,3	16,9	8,9	-4,7	-9,7	2,6	13,9	-12,7	-16,6	37,9	-8,3	-25,2	-0,6	-1,2
giu.	30,0	18,0	11,9	10,4	-10,3	1,1	31,1	-25,5	-20,5	29,3	13,5	-47,1	-0,6	-5,6
lug.	24,0	18,8	12,4	4,5	-11,7	2,5	26,5	-25,8	7,9	-31,8	-2,6	0,6	0,2	-0,8
ago.	10,2	7,1	7,9	6,9	-11,8	1,5	11,7	-10,2	-1,0	17,2	6,5	-31,1	-2,0	-1,5
set.	14,7	13,5	11,2	1,3	-11,3	0,5	15,2	-22,3	-34,7	18,5	1,7	-6,6	-1,1	7,1
ott.	26,6	19,2	9,9	6,2	-8,7	2,3	28,9	-27,5	-1,7	2,1	2,8	-31,6	0,9	-1,3
nov.	27,4	18,8	7,7	6,4	-5,5	1,7	29,1	-29,3	-12,6	53,5	-4,7	-65,7	0,2	0,2
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2013 nov.	211,0	170,5	105,0	57,7	-122,2	17,5	228,4	-237,6	-117,8	138,8	20,9	-277,2	-2,2	9,2
<i>flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>														
2013 nov.	2,2	1,8	1,1	0,6	-1,3	0,2	2,4	-2,5	-1,2	1,5	0,2	-2,9	0,0	0,1

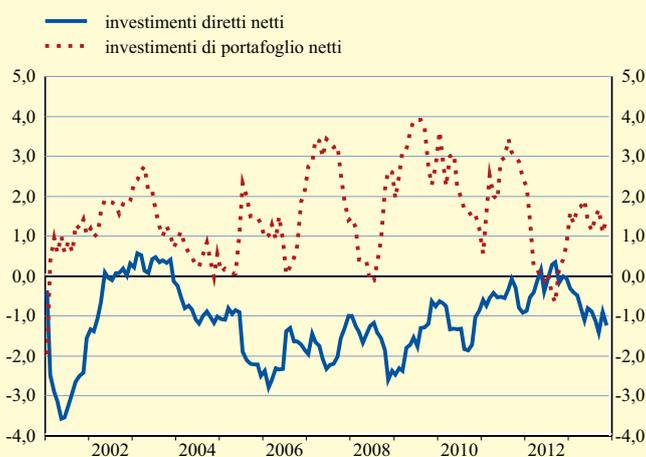
F32 B.d.p. dell'area dell'euro: conto corrente

(dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



F33 B.d.p. dell'area dell'euro: investimenti diretti e di portafoglio

(flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



Fonte:

1) L'utilizzo convenzionale dei segni è descritto nelle Note generali.

7.2 Conto corrente e conto capitale

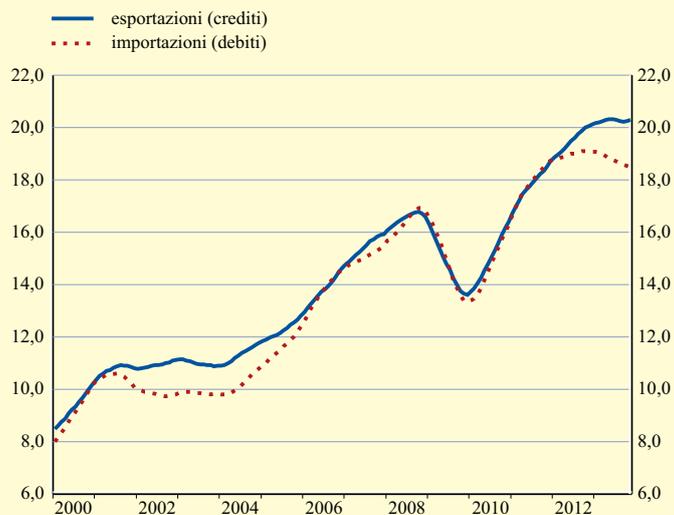
(miliardi di euro; transazioni)

1. Conto corrente e conto capitale: principali voci

	Conto corrente														Conto capitale	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti				Crediti	Debiti	
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti		Debiti				
											Rimesse dei lavoratori		Rimesse dei lavoratori			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
2010	2.706,4	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.	813,4	757,2	56,1	489,7	438,4	164,4	135,7	139,2	132,4	20,0	1,9	50,8	6,2	7,7	2,3	
3° trim.	798,5	749,6	48,9	479,2	439,7	175,0	143,5	126,9	114,1	17,5	1,8	52,3	6,4	6,5	2,0	
2013 set.	269,2	254,5	14,7	162,5	149,0	59,1	47,9	41,6	40,4	6,0	-	17,3	-	1,0	0,6	
ott.	277,1	250,5	26,6	176,1	156,9	56,7	46,7	38,2	32,0	6,2	-	14,9	-	2,8	0,6	
nov.	265,7	238,4	27,4	166,7	147,9	51,8	44,1	38,8	32,4	8,4	-	13,9	-	2,3	0,5	
	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.	805,7	744,2	61,5	485,9	438,3	163,5	138,1	131,6	114,3	24,7	-	53,5	-	-	-	
3° trim.	797,4	754,7	42,7	478,2	441,0	165,3	137,8	129,8	119,5	24,2	-	56,4	-	-	-	
2013 set.	268,9	254,6	14,3	161,8	148,3	56,5	47,3	42,2	40,1	8,4	-	18,9	-	-	-	
ott.	265,6	243,4	22,2	162,9	146,3	54,8	44,7	40,3	35,5	7,5	-	17,0	-	-	-	
nov.	269,6	246,1	23,5	166,2	147,6	54,9	45,4	41,3	36,3	7,3	-	16,8	-	-	-	
	flussi cumulati sui 12 mesi															
2013 nov.	3.199,5	2.983,7	215,8	1.937,8	1.765,2	650,5	546,0	513,9	457,0	97,2	-	215,5	-	-	-	
	flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL															
2013 nov.	33,5	31,3	2,3	20,3	18,5	6,8	5,7	5,4	4,8	1,0	-	2,3	-	-	-	

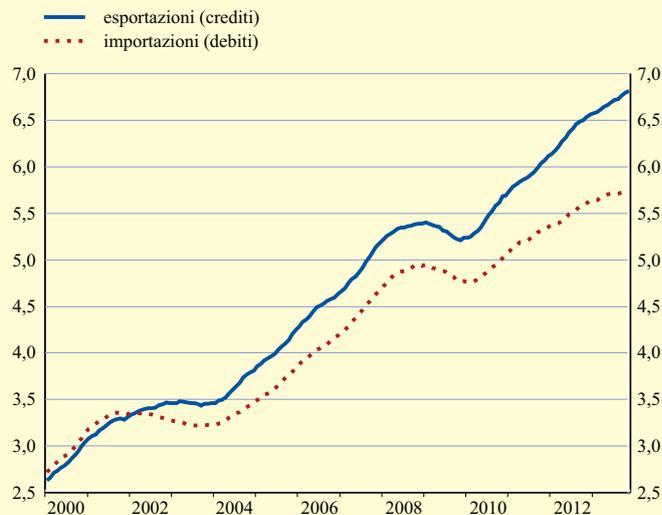
F34 B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei beni

(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	Altri paesi dell'UE ¹⁾	Istituzioni dell'UE	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 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.	7,4	3,5	131,9	128,9	64,6	2,9	33,6	0,7	10,1	7,6	14,5	45,2	25,1	28,3	17,5	14,2
3° trim.	7,3	4,0	119,6	110,1	58,2	17,4	37,0	14,5	10,1	9,4	12,2	24,2	24,8	27,7	14,3	11,7

3. Scomposizione per area geografica

(transazioni cumulate)

dal 4° trim. 2012 al 3° trim. 2013	Totale	Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro						Brasile	Canada	Cina	India	Giappone	Russia	Svizzera	Stati Uniti	Altri
	1	Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE ¹⁾	Istituzioni dell'UE	8	9	10	11	12	13	14	15	16
		2	3	4	5	6	7									
	Crediti															
Conto corrente	3.193,6	1.013,0	55,0	96,9	482,6	316,2	62,3	64,9	46,7	155,1	39,3	68,5	124,3	251,0	426,5	1.004,2
Beni	1.928,9	602,9	35,8	57,8	260,4	248,8	0,2	34,1	24,2	118,4	28,6	43,8	87,9	131,0	223,2	635,0
Servizi	646,1	199,2	12,6	19,8	123,2	36,9	6,8	10,8	11,0	23,3	8,0	14,6	21,6	62,0	97,6	198,1
Redditi	519,9	147,7	5,6	17,2	87,4	27,4	10,0	19,5	10,7	12,7	2,5	9,4	14,2	48,4	99,8	155,1
da capitale	490,7	139,9	4,8	17,1	85,8	26,6	5,7	19,5	10,7	12,6	2,4	9,4	14,1	33,1	98,4	150,6
Trasferimenti correnti	98,6	63,3	1,0	2,2	11,6	3,2	45,3	0,5	0,8	0,7	0,2	0,7	0,6	9,7	6,0	16,0
Conto capitale	31,0	26,9	0,0	0,0	1,3	0,4	25,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	1,0	0,4	2,4
	Debiti															
Conto corrente	3.002,0	957,2	53,6	92,8	406,6	286,9	117,3	39,3	29,1	-	35,8	90,9	156,3	211,3	394,2	
Beni	1.772,5	507,0	30,4	51,3	197,1	228,2	0,0	26,6	14,0	195,5	26,6	43,6	140,1	104,9	147,9	566,1
Servizi	546,2	160,4	8,9	15,4	92,3	43,5	0,3	5,4	7,2	16,1	7,3	9,2	11,0	50,2	109,4	169,9
Redditi	463,1	156,7	13,0	24,4	105,2	9,6	4,5	5,9	5,9	-	0,9	37,3	4,2	46,6	130,8	
da capitale	449,7	149,7	12,9	24,3	103,7	4,3	4,5	5,8	5,7	-	0,7	37,1	4,0	46,1	129,7	
Trasferimenti correnti	220,2	133,1	1,2	1,8	12,0	5,7	112,4	1,3	2,0	3,2	0,9	0,7	1,0	9,7	6,1	62,1
Conto capitale	13,0	3,9	0,1	0,1	3,1	0,5	0,2	0,2	0,1	0,4	0,1	0,1	0,1	0,7	1,1	6,3
	Saldo															
Conto corrente	191,5	55,9	1,5	4,1	76,0	29,3	-55,0	25,6	17,6	-	3,5	-22,3	-32,0	39,7	32,2	
Beni	156,4	95,9	5,4	6,5	63,2	20,6	0,2	7,4	10,2	-77,1	2,0	0,1	-52,3	26,1	75,3	68,8
Servizi	99,9	38,8	3,7	4,4	30,9	-6,6	6,4	5,4	3,7	7,3	0,7	5,4	10,6	11,7	-11,9	28,1
Redditi	56,8	-9,1	-7,4	-7,2	-17,8	17,8	5,6	13,7	4,9	-	1,6	-27,9	10,0	1,8	-31,0	
da capitale	40,9	-9,8	-8,1	-7,2	-17,9	22,3	1,2	13,7	5,0	-	1,7	-27,7	10,1	-13,1	-31,3	
Trasferimenti correnti	-121,6	-69,8	-0,2	0,4	-0,3	-2,5	-67,1	-0,8	-1,2	-2,5	-0,7	0,0	-0,3	0,0	-0,2	-46,1
Conto capitale	18,0	22,9	0,0	0,0	-1,8	0,0	24,8	-0,2	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,2	-0,6	-3,9

Fonte: BCE.

1) Esclusa la Croazia.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni e altre variazioni nel periodo)

1. Conto finanziario: principali voci

	Totale ¹⁾			Totale in perc. del PIL			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze (posizioni patrimoniali sull'estero)														
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	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.	16.886,5	18.194,8	-1.308,3	177,7	191,5	-13,8	6.145,7	4.633,2	5.368,7	8.551,9	-47,5	4.855,2	5.009,7	564,3
3° trim.	16.818,0	18.092,8	-1.274,8	176,4	189,7	-13,4	6.069,2	4.596,8	5.463,5	8.676,2	-40,5	4.739,0	4.819,8	586,8
Variazioni nelle consistenze														
2009	504,2	387,6	116,6	5,7	4,3	1,3	497,0	272,5	513,7	896,9	-0,9	-591,0	-781,8	85,4
2010	1.444,8	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 2° trim.	-198,6	-63,2	-135,3	-8,3	-2,6	-5,7	188,2	131,8	-166,4	-69,8	-19,5	-77,4	-125,2	-123,5
3° trim.	-68,5	-102,0	33,5	-2,9	-4,3	1,4	-76,5	-36,4	94,8	124,3	7,0	-116,2	-189,9	22,4
Transazioni														
2009	-89,4	-74,4	-15,0	-1,0	-0,8	-0,2	352,9	285,9	96,0	342,8	-19,0	-514,7	-703,1	-4,6
2010	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.	27,4	-31,5	58,8	1,1	-1,3	2,5	62,0	6,4	21,8	88,9	0,6	-58,2	-126,8	1,2
3° trim.	-16,4	-74,7	58,3	-0,7	-3,1	2,4	31,8	4,0	63,4	67,3	-5,6	-108,9	-146,0	2,9
2013 lug.	-10,7	-36,4	25,8	-	-	-	0,0	7,9	28,1	-3,7	2,6	-41,2	-40,6	-0,2
ago.	14,9	4,6	10,2	-	-	-	27,0	26,1	-4,1	13,1	-6,5	-3,5	-34,5	2,0
set.	-20,6	-42,9	22,3	-	-	-	4,8	-29,9	39,4	57,9	-1,7	-64,2	-70,8	1,1
ott.	88,6	61,1	27,5	-	-	-	21,8	20,1	6,7	8,8	-2,8	63,8	32,2	-0,9
nov.	65,9	36,5	29,3	-	-	-	19,5	6,9	12,5	66,0	4,7	29,3	-36,4	-0,2
Altre variazioni														
2009	593,6	462,0	131,6	6,7	5,2	1,5	144,1	-13,4	417,6	554,1	18,2	-76,3	-78,7	90,0
2010	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
Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio														
2009	-49,3	-56,1	6,8	-0,6	-0,6	0,1	-5,3	5,6	-29,8	-34,5	.	-11,6	-27,2	-2,7
2010	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
Altre variazioni dovute ad altre rettifiche														
2009	634,8	492,7	142,1	7,1	5,5	1,6	147,4	29,4	423,5	463,4	18,2	.	.	45,8
2010	300,8	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
Altre variazioni dovute ad altre rettifiche														
2009	8,4	25,5	-17,1	0,1	0,3	-0,2	2,0	-48,3	24,0	124,6	.	-64,4	-50,8	46,9
2010	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
Tassi di crescita delle consistenze														
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	4,7	4,8	4,7	.	-3,2	-8,6	0,6
3° trim.	1,6	0,1	-	.	.	.	4,5	2,9	5,2	5,2	.	-4,8	-10,0	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 2° trim.	6.145,7	4.532,6	277,3	4.255,2	1.613,2	12,3	1.600,9	4.633,2	3.215,0	108,2	3.106,8	1.418,2	12,3	1.406,0
3° trim.	6.069,2	4.486,3	276,5	4.209,8	1.582,9	12,2	1.570,7	4.596,8	3.198,3	108,6	3.089,7	1.398,6	12,0	1.386,6
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.	62,0	4,1	2,6	1,5	57,9	-0,8	58,6	6,4	-38,6	1,0	-39,6	44,9	0,2	44,7
3° trim.	31,8	44,3	2,5	41,7	-12,4	0,0	-12,5	4,0	10,4	1,8	8,5	-6,3	-0,1	-6,2
2013 lug.	0,0	-0,5	0,6	-1,1	0,4	-0,3	0,7	7,9	14,5	0,7	13,8	-6,6	-0,1	-6,5
ago.	27,0	17,7	0,6	17,1	9,3	0,2	9,1	26,1	16,3	0,7	15,6	9,8	0,0	9,7
set.	4,8	27,0	1,3	25,7	-22,2	0,1	-22,3	-29,9	-20,4	0,5	-20,9	-9,5	-0,1	-9,4
ott.	21,8	21,5	-0,2	21,7	0,3	0,0	0,3	20,1	19,0	0,4	18,6	1,1	-0,1	1,1
nov.	19,5	8,7	1,0	7,8	10,8	-0,1	10,9	6,9	6,3	1,6	4,7	0,6	-0,2	0,8
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	3,1	10,7	5,2	10,7	4,7	5,8	7,7	5,7	2,1	19,7	2,0
3° trim.	4,5	3,2	1,4	3,3	8,5	3,9	8,6	2,9	4,4	7,0	4,3	-0,7	1,9	-0,8

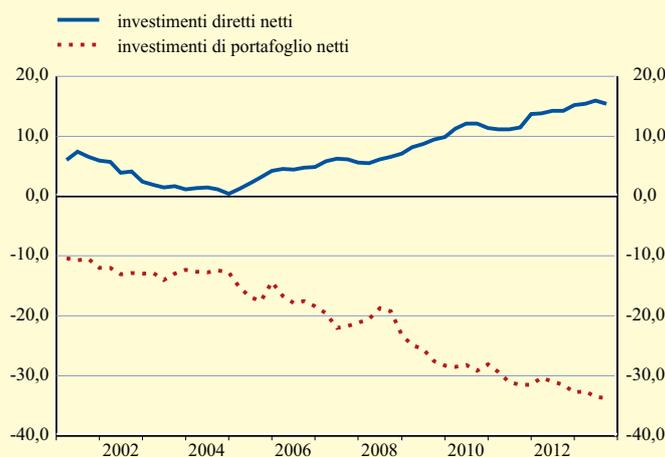
F36 Posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro

(importi in essere a fine periodo; in percentuale del PIL)



F37 Posizione patrimoniale dell'area dell'euro per investimenti diretti e di portafoglio

(importi in essere a fine periodo; in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni nel periodo)

3. Investimenti di portafoglio: attività

	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
	Totale	Azioni e altre partecipazioni					Strumenti di debito					Strumenti di mercato monetario				
		Totale	IFM	Euro-sistema		non IFM	Totale	IFM	Euro-sistema		non IFM	Totale	IFM	Euro-sistema		non IFM
	Ammini-strazioni pubbliche			Ammini-strazioni pubbliche	Ammini-strazioni pubbliche				Ammini-strazioni pubbliche							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
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 2° trim.	5.368,7	2.073,9	93,7	3,1	1.980,2	47,6	2.824,5	632,0	15,8	2.192,5	92,7	470,3	281,9	61,9	188,4	0,2
3° trim.	5.463,5	2.171,6	114,2	3,1	2.057,4	48,5	2.826,0	617,8	16,4	2.208,2	91,4	465,9	289,4	58,4	176,5	0,1
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.	21,8	13,9	3,8	0,0	10,1	0,8	8,8	-6,9	-0,6	15,7	-1,9	-0,9	-5,8	14,7	4,9	-0,3
3° trim.	63,4	42,9	16,4	0,0	26,5	0,1	18,3	-13,0	0,7	31,3	-1,6	2,2	8,2	-2,4	-6,0	0,0
2013 lug.	28,1	17,0	4,2	0,0	12,8	-	12,6	-3,0	0,4	15,5	-	-1,4	1,3	0,0	-2,8	-
ago.	-4,1	-2,2	1,9	0,0	-4,1	-	-1,8	-6,6	0,4	4,8	-	-0,2	3,4	-2,7	-3,6	-
set.	39,4	28,1	10,3	0,0	17,7	-	7,5	-3,4	-0,1	10,9	-	3,8	3,5	0,2	0,3	-
ott.	6,7	9,5	2,2	0,0	7,3	-	0,6	-2,7	-0,1	3,3	-	-3,4	-5,7	-5,4	2,3	-
nov.	12,5	0,2	5,4	0,3	-5,2	-	8,3	-3,6	0,7	11,9	-	4,0	4,3	4,9	-0,3	-
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	7,6	47,4	5,2	6,3	15,5	4,2	-4,0	3,3	6,9	-4,7	-2,3	-7,8	50,9	7,8	-67,0
3° trim.	5,2	9,5	73,3	5,8	7,4	13,0	3,6	-4,5	11,1	6,1	-6,3	-2,0	-4,2	37,6	2,0	-56,3

4. Investimenti di portafoglio: passività

	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
	Totale	Azioni e altre partecipazioni					Strumenti di debito					Strumenti di mercato monetario				
		Totale	IFM	Euro-sistema		non IFM	Totale	IFM	Euro-sistema		non IFM	Totale	IFM	Euro-sistema		non IFM
	Ammini-strazioni pubbliche			Ammini-strazioni pubbliche	Ammini-strazioni pubbliche				Ammini-strazioni pubbliche							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
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 2° trim.	8.551,9	3.603,9	500,3	3.103,6	4.456,1	1.151,5	3.304,6	2.003,3	492,0	111,8	380,2	306,6				
3° trim.	8.676,2	3.756,4	534,6	3.221,8	4.398,8	1.108,8	3.290,0	1.991,1	521,0	127,7	393,3	321,8				
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.	88,9	83,9	-18,2	102,0	5,3	-23,7	29,0	18,6	-0,2	0,4	-0,6	-1,9				
3° trim.	67,3	45,4	11,5	33,9	-17,1	-22,2	5,1	2,7	39,0	23,7	15,2	16,6				
2013 lug.	-3,7	7,1	4,1	3,0	-28,4	-18,5	-10,0	-	17,7	2,3	15,4	-				
ago.	13,1	22,4	9,2	13,3	-10,9	-7,6	-3,4	-	1,6	7,7	-6,0	-				
set.	57,9	15,9	-1,8	17,7	22,3	3,9	18,4	-	19,7	13,8	5,9	-				
ott.	8,8	14,4	-7,9	22,3	13,4	11,2	2,2	-	-19,1	-6,5	-12,5	-				
nov.	66,0	19,7	3,0	16,7	47,9	6,0	41,9	-	-1,6	-3,6	2,0	-				
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	7,6	-7,5	10,6	2,6	-2,9	4,7	7,3	3,3	12,6	1,0	-0,4				
3° trim.	5,2	7,8	-4,7	10,2	1,5	-4,3	3,7	5,1	22,4	61,7	13,4	10,6				

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni e altre variazioni nel periodo)

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 2° trim.	4.855,2	17,9	17,6	0,3	2.940,0	2.872,9	67,1	151,2	5,1	103,9	24,0	1.746,2	247,1	1.249,2	567,5
3° trim.	4.739,0	24,6	24,3	0,3	2.847,2	2.763,2	84,0	148,7	5,0	101,9	22,7	1.718,5	245,1	1.221,4	556,2
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.	-58,2	-10,9	-10,9	0,0	11,9	14,1	-2,2	-4,6	0,0	-4,4	-0,2	-54,6	-0,1	-58,2	-19,6
3° trim.	-108,9	6,3	6,3	0,0	-72,0	-89,0	17,0	-1,8	-0,1	-1,8	-1,2	-41,4	-1,5	-40,5	-28,5
2013 lug.	-41,2	3,5	-	-	-32,8	-	-	-5,0	-	-	-2,6	-6,9	-	-	-14,7
ago.	-3,5	-2,3	-	-	8,7	-	-	2,8	-	-	1,0	-12,6	-	-	2,4
set.	-64,2	5,1	-	-	-47,8	-	-	0,5	-	-	0,4	-22,0	-	-	-16,2
ott.	63,8	-4,6	-	-	76,7	-	-	1,8	-	-	2,1	-10,1	-	-	-10,0
nov.	29,3	-5,2	-	-	5,6	-	-	5,5	-	-	4,0	23,3	-	-	22,4
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.	-3,2	-22,3	-22,5	0,1	-4,2	-4,2	-5,9	-3,6	-24,8	-4,7	-20,3	-0,9	-2,4	-3,1	3,8
3° trim.	-4,8	-13,2	-13,2	-0,3	-5,3	-5,7	8,9	1,1	-5,5	0,6	-9,5	-4,1	-0,7	-6,1	-2,3

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 2° trim.	5.009,7	375,2	373,8	1,4	2.854,3	2.791,0	63,3	223,1	0,1	216,4	6,6	1.557,0	228,1	1.055,8	273,0
3° trim.	4.819,8	361,7	360,1	1,6	2.730,8	2.650,0	80,7	226,0	0,2	219,1	6,7	1.501,4	228,4	1.006,7	266,3
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.	-126,8	-21,5	-22,0	0,5	-93,7	-75,9	-17,8	-0,3	0,0	-1,1	0,8	-11,3	-1,4	5,1	-15,0
3° trim.	-146,0	-10,3	-10,4	0,2	-107,5	-124,9	17,4	4,5	0,0	4,2	0,2	-32,7	0,9	-36,4	2,8
2013 lug.	-40,6	-5,3	-	-	-23,5	-	-	1,4	-	-	-	-13,2	-	-	-
ago.	-34,5	-1,1	-	-	-26,1	-	-	0,2	-	-	-	-7,5	-	-	-
set.	-70,8	-3,8	-	-	-57,9	-	-	2,9	-	-	-	-12,0	-	-	-
ott.	32,2	-9,6	-	-	52,8	-	-	-3,7	-	-	-	-7,3	-	-	-
nov.	-36,4	-9,3	-	-	-27,8	-	-	-0,6	-	-	-	1,3	-	-	-
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.	-8,6	-8,1	-8,1	.	-12,1	-12,0	-15,8	-5,0	.	-5,2	2,4	-1,7	0,2	-2,0	-1,7
3° trim.	-10,0	-14,9	-15,0	.	-13,1	-13,5	2,8	-1,0	.	-1,1	3,3	-3,8	1,5	-4,3	-6,8

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni nel periodo)

7. Riserve ufficiali¹⁾

	Riserve ufficiali													Per memoria			
	Totale	Oro monetario		DSP	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera							Altre attività	Altre attività in valuta estera	Deflussi previsti netti a breve termine di valuta estera	Assegnazione di DSP	
		in miliardi di euro	in milioni di once			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli			Strumenti finanziari derivati					
	1	2	3	4	5	6	Presso autorità monetarie e la BRI	Presso banche	Totale	Azioni	Obbligazioni e notes		Strumenti di mercato monetario	13	14	15	16	17
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)																	
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	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
3° trim.	586,8	340,5	346,674	50,5	30,5	164,3	5,1	9,3	149,7	0,2	134,0	15,5	0,2	0,9	21,5	-29,4	53,6
2013 nov.	561,5	319,0	346,566	50,7	28,9	162,0	4,5	8,8	148,5	0,2	137,2	11,1	0,3	0,9	23,0	-29,5	53,2
dic.	542,4	301,9	346,566	50,1	28,9	160,4	6,6	5,7	147,7	0,2	133,3	14,1	0,4	1,0	22,5	-30,1	52,7
Transazioni																	
2010	10,5	0,0	-	-0,1	4,9	5,6	-5,4	6,6	4,3	0,0	10,6	-6,3	0,0	0,0	-	-	-
2011	10,3	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.	1,2	0,0	-	-0,3	-0,3	1,5	0,1	-1,8	3,5	0,0	6,4	-2,8	-0,2	0,2	-	-	-
3° trim.	2,9	0,0	-	-0,2	-0,6	3,6	-0,2	1,7	2,2	0,0	4,0	-1,7	-0,1	0,0	-	-	-
Tassi di crescita																	
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	2,0	-19,1	-1,6	3,4	-41,8	4,7	-4,5	-	-	-	-	-
3° trim.	1,1	0,0	-	-1,3	-6,2	5,7	-13,6	22,4	6,0	0,0	6,9	-0,6	-	-	-	-	-

8. Debito estero lordo

	Totale	Per strumento					Per settore (esclusi gli investimenti diretti)				
		Prestiti, banconote, monete e depositi	Strumenti di mercato monetario	Obbligazioni e notes	Crediti commerciali	Altre passività	Investimenti diretti: prestiti intersocietari	Amministrazioni pubbliche	Eurosistema	IFM (escluso l'Eurosistema)	Altri settori
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)											
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	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.	12.208,7	4.437,1	492,0	4.456,1	228,3	344,2	2.251,0	2.533,0	375,2	4.117,6	2.931,9
3° trim.	11.964,4	4.236,0	521,0	4.398,8	228,5	355,2	2.224,8	2.538,8	361,7	3.967,3	2.871,8
Consistenze (in percentuale del PIL)											
2010	119,1	51,4	4,9	41,7	2,2	2,2	16,6	23,4	3,0	51,8	24,4
2011	126,6	51,0	4,7	44,9	2,4	2,8	20,9	24,3	4,4	48,3	28,7
2012	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.	128,3	46,6	5,2	46,8	2,4	3,6	23,7	26,6	3,9	43,3	30,8
3° trim.	125,4	44,4	5,5	46,1	2,4	3,7	23,3	26,6	3,8	41,6	30,1

Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro, in linea con l'impostazione adottata dall'Eurosistema per le riserve ufficiali. Per ulteriori informazioni, cfr. le Note generali.

7.3 Conto finanziario

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

9. Scomposizione geografica

	Totale	Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro						Canada	Cina	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE ¹⁾	Istituzioni dell'UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2012	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
Investimenti diretti	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
Investimenti di portafoglio: attività	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 notes	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
Altri investimenti	-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
dal 4° trim. 2012 al 3° trim. 2013	Transazioni cumulate														
Investimenti diretti	134,9	44,7	-8,3	-36,2	84,5	4,7	0,0	-1,9	3,6	0,1	37,3	38,6	-44,1	0,0	56,6
All'estero	263,3	52,5	0,9	-1,3	44,4	8,5	0,0	-0,1	8,3	1,4	36,0	55,5	-3,2	0,0	112,8
Azioni/utili reinvestiti	139,1	56,6	0,9	8,3	42,0	5,4	0,0	4,0	7,5	1,0	6,4	31,5	-11,9	0,0	43,9
Debito	124,2	-4,1	0,0	-9,6	2,3	3,1	0,0	-4,1	0,8	0,5	29,6	24,0	8,7	0,0	68,9
Nell'area dell'euro	128,3	7,8	9,2	35,0	-40,2	3,9	0,0	1,8	4,7	1,3	-1,3	17,0	40,9	0,0	56,2
Azioni/utili reinvestiti	137,8	12,2	7,9	23,6	-20,1	0,9	0,0	1,9	4,5	5,3	2,7	4,8	75,9	0,0	30,4
Debito	-9,4	-4,4	1,3	11,4	-20,1	3,0	0,0	-0,1	0,2	-3,9	-4,0	12,2	-35,0	0,0	25,7
Investimenti di portafoglio: attività	271,2	11,1	4,5	-0,9	-11,4	8,5	10,3	8,1	6,6	35,2	7,9	74,2	5,0	-0,6	123,7
Azioni	180,0	39,1	2,3	3,3	33,4	0,1	0,0	2,0	5,5	28,7	6,0	68,7	4,3	0,0	25,6
Strumenti di debito	91,2	-28,0	2,3	-4,2	-44,9	8,4	10,3	6,1	1,1	6,5	1,9	5,4	0,6	-0,6	98,1
Obbligazioni e notes	101,3	-1,1	1,7	-0,5	-21,9	7,3	12,2	4,1	0,4	-7,4	-0,1	9,8	-6,1	-1,1	102,8
Strumenti di mercato monetario	-10,1	-26,9	0,6	-3,7	-23,0	1,1	-1,9	2,0	0,7	13,9	2,0	-4,4	6,8	0,5	-4,7
Altri investimenti	299,8	151,9	2,4	23,9	127,9	-9,5	7,1	-5,0	23,2	44,0	28,4	-1,1	22,0	-23,8	60,3
Attività	-242,4	-229,3	-6,0	3,8	-213,3	-12,9	-1,0	-1,4	4,0	28,1	-10,1	-26,4	-3,7	1,1	-4,7
Amministrazioni pubbliche	1,5	-2,3	0,2	-0,8	-2,5	0,0	0,9	0,1	-0,1	-0,4	0,4	0,7	0,7	0,2	2,2
IFM	-168,9	-217,5	-9,6	-1,4	-190,8	-13,8	-2,0	0,6	4,9	27,2	-5,5	1,9	24,4	0,3	-5,2
Altri settori	-74,9	-9,4	3,4	6,0	-20,0	1,0	0,2	-2,2	-0,8	1,3	-4,9	-29,0	-28,8	0,6	-1,7
Passività	-542,2	-381,2	-8,4	-20,1	-341,2	-3,4	-8,1	3,6	-19,1	-15,8	-38,5	-25,2	-25,8	24,9	-65,0
Amministrazioni pubbliche	-2,4	-5,5	0,1	0,3	-10,7	0,0	4,8	0,2	0,0	0,0	0,5	-8,7	-0,1	10,2	1,2
IFM	-481,2	-336,2	-9,5	-17,3	-288,7	-5,5	-15,1	0,8	-19,2	-15,0	-37,8	-2,9	-30,9	14,2	-54,1
Altri settori	-58,5	-39,5	1,0	-3,1	-41,9	2,2	2,2	2,6	0,1	-0,8	-1,1	-13,6	5,2	0,5	-12,0

Fonte: BCE.

1) Include la Croazia dal 3° trimestre del 2013.

7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti ¹⁾

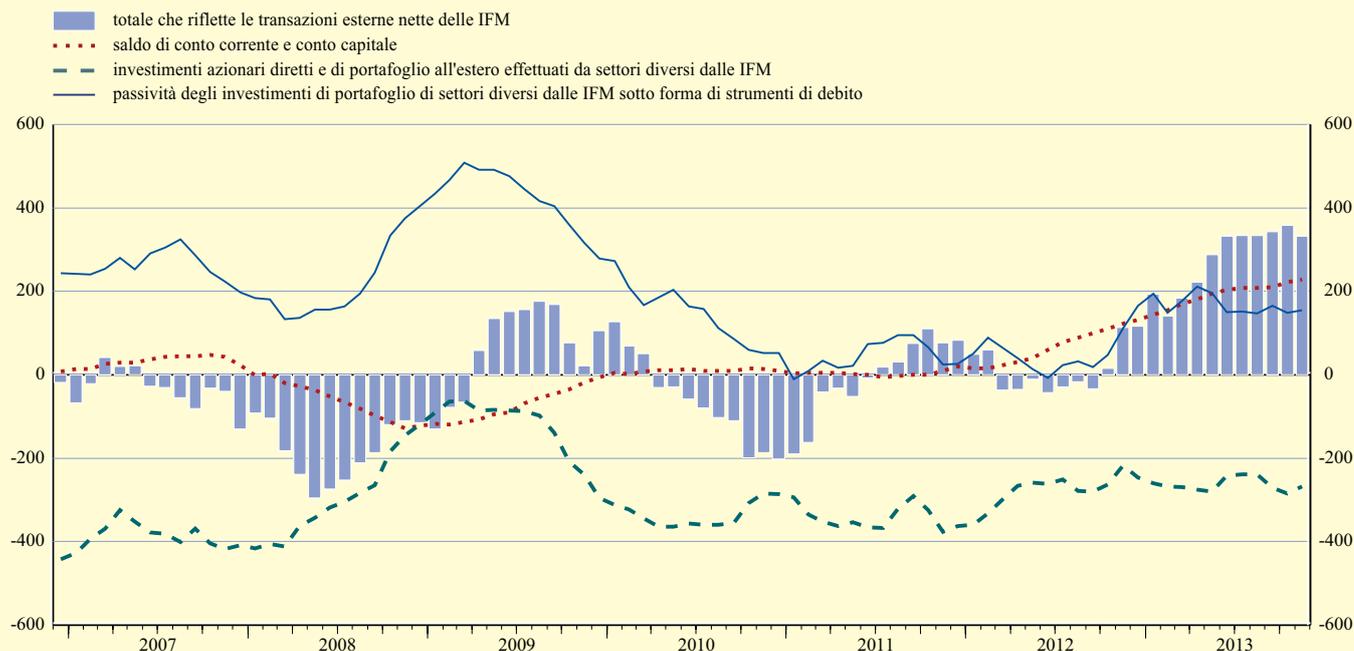
(miliardi di euro; transazioni)

Voci di bilancia dei pagamenti che riflettono le transazioni nette delle IFM

	Totale	Saldo di conto corrente e conto capitale	Transazioni di istituzioni diverse dalle IFM								Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni
			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio				Altri investimenti			
			All'estero da residenti	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività		Passività		Attività	Passività		
					Azioni	Strumenti di debito	Azioni	Strumenti di debito				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2010	-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.	150,7	61,6	-60,1	5,1	-10,1	-20,6	102,0	28,4	59,2	-11,5	-0,6	-2,8
3° trim.	54,4	53,4	-29,2	2,3	-26,5	-25,3	33,9	20,3	43,2	-28,2	5,6	4,9
2012 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.	10,9	16,6	-22,8	3,9	-19,5	-25,2	21,1	30,3	-13,1	21,3	-5,8	4,1
mag.	84,0	13,9	-9,9	-7,5	-5,6	-9,2	49,5	23,1	41,5	-2,1	-8,3	-1,2
giu.	55,8	31,1	-27,3	8,7	15,1	13,9	31,4	-25,0	30,8	-30,7	13,5	-5,6
lug.	13,6	26,5	0,4	7,3	-12,8	-12,8	3,0	5,4	11,9	-11,8	-2,6	-0,8
ago.	25,1	11,7	-26,2	25,3	4,1	-1,2	13,3	-9,4	9,8	-7,3	6,5	-1,5
set.	15,6	15,2	-3,4	-30,3	-17,7	-11,3	17,7	24,3	21,5	-9,1	1,7	7,1
ott.	24,5	28,9	-22,0	19,8	-7,3	-5,5	22,3	-10,3	8,3	-11,0	2,8	-1,3
nov.	37,5	29,1	-18,6	5,5	5,2	-11,6	16,7	43,9	-28,8	0,7	-4,7	0,2
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2013 nov.	331,2	228,4	-210,3	89,5	-121,8	-118,4	270,8	153,8	63,3	-54,1	20,9	9,2

F38 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM ¹⁾

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

7.5 Commercio di beni

1. Esportazioni e importazioni in valore e in volume, per categoria merceologica¹⁾ (dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)						
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Settore manifatturiero	Totale			Per memoria: Settore mani- fatturiero	Petrolio			
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)														
2011	13,0	13,3	1.748,1	879,6	353,7	474,5	1.426,8	1.761,4	1.128,0	240,3	367,3	1.104,9	324,4	
2012	7,5	1,9	1.877,9	931,5	386,0	516,3	1.523,9	1.791,2	1.149,0	246,6	369,4	1.093,3	361,3	
2012 4° trim.	5,7	1,1	468,9	232,0	96,5	128,7	378,6	439,9	280,8	59,6	91,8	268,6	90,1	
2013 1° trim.	0,7	-5,2	473,5	235,5	96,0	132,8	382,7	437,2	278,9	59,9	91,2	269,3	86,9	
2° trim.	1,6	-3,0	473,5	230,9	96,8	132,2	384,8	433,6	274,8	59,3	91,2	267,9	85,1	
3° trim.	0,1	-2,0	471,5	229,7	94,7	133,4	383,9	435,1	273,9	59,4	93,4	269,3	86,7	
2013 giu.	-3,1	-4,8	158,1	76,9	32,1	44,4	127,7	145,9	92,1	19,9	30,9	89,0	28,0	
lug.	3,1	0,3	156,1	76,1	31,7	44,0	127,7	145,1	92,2	19,5	30,9	89,7	29,5	
ago.	-5,8	-7,5	157,1	76,7	31,6	44,7	128,0	144,6	91,5	20,2	30,6	89,0	28,8	
set.	2,8	1,3	158,3	76,9	31,4	44,8	128,1	145,5	90,2	19,6	31,9	90,6	28,4	
ott.	1,0	-3,5	158,3	76,9	32,1	44,8	129,5	144,0	90,7	19,4	31,3	89,8	28,9	
nov.	-2,2	-5,4	158,1	77,6	32,2	44,5	128,7	142,1	87,6	20,0	31,8	89,2	.	
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	111,0	107,8	108,8	103,0	103,7	103,1	100,8	104,8	98,0	
2012	3,7	-2,9	111,9	110,3	117,0	111,7	112,6	99,5	100,8	99,4	96,1	99,8	99,2	
2012 4° trim.	2,6	-2,3	111,4	109,7	116,8	110,8	111,5	98,0	99,1	96,3	95,0	97,7	100,1	
2013 1° trim.	0,0	-4,3	113,2	111,9	116,2	115,6	113,6	98,4	99,6	96,1	95,5	98,9	97,5	
2° trim.	1,5	-1,1	113,2	110,3	116,0	114,4	113,7	99,0	100,9	94,2	94,9	98,1	101,3	
3° trim.	1,7	1,7	113,3	110,7	114,1	115,6	114,0	99,4	100,0	96,4	97,3	99,4	100,3	
2013 mag.	-0,2	-3,4	112,0	109,7	113,8	112,9	115,6	98,5	100,1	93,7	94,9	100,3	102,3	
giu.	-3,1	-2,9	113,3	110,5	114,9	114,8	112,9	100,4	102,0	95,1	96,3	97,9	100,3	
lug.	4,3	2,8	112,7	110,4	114,0	114,6	113,9	100,0	102,2	93,9	96,7	99,0	105,5	
ago.	-4,0	-3,1	113,1	110,7	114,3	116,1	114,0	99,0	99,9	99,2	95,6	98,7	98,9	
set.	4,4	5,5	114,0	111,1	113,9	116,0	114,1	99,1	98,0	95,9	99,6	100,5	96,4	
ott.	2,0	0,0	114,0	111,4	116,4	115,3	114,9	99,3	100,2	94,8	98,2	99,6	100,6	

2. Prezzi²⁾ (variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (f.o.b.) ³⁾							Prezzi all'importazione dei prodotti industriali (c.i.f.)						
	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Settore mani- fatturiero	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Settore mani- fatturiero		
		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			
in perc. del totale	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	103,8	3,8	5,4	1,1	1,6	22,4	3,6	107,6	7,5	4,1	-1,5	3,6	25,5	2,9
2012	106,1	2,3	0,9	1,8	2,2	9,5	2,2	111,2	3,4	0,2	1,6	3,2	7,2	2,1
2013 1° trim.	105,8	-0,1	-0,5	0,3	1,3	-5,3	-0,1	109,9	-1,6	-0,9	-1,2	1,2	-4,1	-0,6
2° trim.	105,1	-0,9	-1,6	0,1	1,1	-8,8	-0,8	107,9	-2,8	-2,1	-1,6	0,6	-6,0	-1,4
3° trim.	105,0	-1,5	-1,8	-0,6	0,7	-9,4	-1,3	108,1	-3,3	-3,2	-2,7	-0,9	-5,6	-2,6
2013 giu.	104,8	-0,9	-1,7	-0,5	0,7	-3,6	-0,8	107,4	-1,9	-2,7	-2,3	-0,3	-1,9	-1,7
lug.	105,1	-1,1	-1,5	-0,6	0,7	-5,6	-0,9	108,0	-2,8	-3,2	-3,0	-0,8	-3,8	-2,4
ago.	105,0	-1,7	-1,8	-0,7	0,6	-11,2	-1,6	108,1	-4,0	-3,4	-2,8	-1,2	-7,4	-2,8
set.	104,9	-1,6	-2,1	-0,3	0,8	-11,4	-1,5	108,2	-3,1	-3,1	-2,1	-0,7	-5,4	-2,5
ott.	104,5	-1,6	-2,1	-0,5	0,7	-11,4	-1,5	106,9	-3,6	-3,0	-2,7	-0,8	-6,3	-2,7
nov.	104,4	-1,5	-2,1	-0,4	0,4	-8,4	-1,3	107,0	-3,2	-3,0	-2,6	-0,7	-5,4	-2,5

Fonte: Eurostat.

- I raggruppamenti dei prodotti seguono la classificazione per destinazione economica (Broad Economic Categories - BEC). A differenza dei raggruppamenti della tavola 2, i beni intermedi e i beni di consumo comprendono i prodotti agricoli ed energetici.
- I raggruppamenti di prodotti seguono la classificazione dei "Raggruppamenti principali di industrie". A differenza dei raggruppamenti della tavola 1, i beni intermedi e di consumo non includono i prodotti agricoli ed energetici. Il settore manifatturiero ha una composizione diversa rispetto ai dati indicati nelle colonne 7 e 12 della tavola 1. I dati riportati sono indici dei prezzi che indicano variazioni pure dei prezzi per un paniere di prodotti e non sono semplici rapporti dei valori e dei volumi indicati nella tavola 1, i quali risentono delle variazioni della composizione e della qualità dei beni scambiati. Questi indici differiscono dai deflatori del PIL per le importazioni e le esportazioni (cfr. tavola 3 della sezione 5.1), poiché questi ultimi comprendono tutti i beni e i servizi nonché anche il commercio transfrontaliero all'interno dell'area dell'euro.
- I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono agli scambi diretti tra produttori interni e clienti non nazionali. A differenza dei dati riportati nella tavola 1 per i valori e i volumi, non sono incluse le esportazioni da parte di grossisti e le reimportazioni.

7.5 Commercio di beni

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

3. Scomposizione per area geografica

	Totale	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia		Africa	America Latina	Altri paesi	
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<i>Esportazioni (f.o.b.)</i>															
2011	1.748,1	32,9	60,5	213,5	250,6	79,9	109,2	56,8	200,6	405,6	115,6	39,4	112,3	84,6	141,8
2012	1.877,9	33,8	58,9	230,5	252,4	90,1	116,6	59,5	224,4	439,9	120,8	44,8	126,3	97,4	148,2
2012 2° trim.	468,1	8,5	14,9	57,3	63,1	22,7	29,3	14,5	56,2	109,3	30,5	11,4	31,4	24,4	36,5
3° trim.	474,8	8,4	14,8	58,3	63,4	22,8	29,2	15,1	58,5	110,6	29,8	11,6	31,2	24,5	38,0
4° trim.	468,9	8,5	14,2	58,2	62,6	22,5	28,7	15,3	53,9	111,3	29,1	11,2	32,5	24,9	36,3
2013 1° trim.	473,5	8,6	14,5	58,4	64,0	23,1	28,2	15,6	55,5	110,4	29,6	11,0	34,2	25,0	36,1
2° trim.	473,5	8,6	14,6	59,1	63,3	22,4	27,4	15,5	54,9	110,0	30,0	10,7	33,0	24,6	40,0
3° trim.	471,5	8,7	15,0	60,1	64,8	21,3	27,8	14,7	55,4	110,1	31,3	11,2	31,8	24,7	37,0
2013 giu.	158,1	2,9	4,8	20,1	21,3	7,2	8,9	5,1	17,7	36,0	9,9	3,6	11,0	8,0	15,2
lug.	156,1	2,9	5,2	19,9	21,5	7,4	9,6	4,9	17,8	36,5	10,2	3,6	10,9	8,3	11,2
ago.	157,1	2,9	5,0	19,8	21,7	6,9	9,2	4,9	18,7	37,0	10,8	3,7	10,6	8,2	12,1
set.	158,3	2,9	4,8	20,4	21,6	7,0	9,0	5,0	18,9	36,6	10,3	3,8	10,3	8,2	13,7
ott.	158,3	2,9	5,3	20,4	22,1	7,2	9,3	4,8	18,8	37,3	10,5	3,6	10,3	8,3	11,7
nov.	158,1	.	.	.	.	6,6	9,4	5,2	18,6	37,5	10,7	3,7	10,1	7,7	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2012	100,0	1,8	3,1	12,3	13,4	4,8	6,2	3,2	11,9	23,4	6,4	2,4	6,7	5,2	7,9
<i>Importazioni (c.i.f.)</i>															
2011	1.761,4	29,9	53,2	166,9	231,7	138,8	81,6	35,0	140,8	553,5	218,5	52,6	129,2	91,2	109,8
2012	1.791,2	28,8	52,8	167,2	232,5	144,0	81,9	34,1	151,2	540,8	214,1	49,2	157,5	92,8	107,6
2012 2° trim.	449,7	7,3	13,2	41,1	57,9	35,2	20,1	8,4	38,0	137,8	56,1	12,7	38,5	22,9	29,3
3° trim.	448,1	7,2	13,5	42,2	58,2	34,2	21,4	8,4	39,2	133,3	53,5	12,2	39,3	23,2	28,0
4° trim.	439,9	7,1	12,8	41,7	58,2	36,8	20,1	8,7	35,9	131,1	51,2	11,5	39,8	22,6	25,1
2013 1° trim.	437,2	7,7	13,3	41,9	59,0	38,7	20,2	8,8	35,4	128,1	51,8	11,0	38,7	21,2	24,0
2° trim.	433,6	7,6	13,4	40,9	58,5	34,3	20,5	8,7	37,4	127,6	50,8	10,9	36,3	20,2	28,2
3° trim.	435,1	7,9	13,7	40,9	60,2	36,2	20,7	8,9	37,9	128,0	50,7	10,6	34,2	20,2	26,3
2013 giu.	145,9	2,6	4,5	13,7	19,8	10,6	7,1	2,9	12,4	41,6	16,6	3,6	12,0	6,8	11,9
lug.	145,1	2,5	4,7	13,6	19,9	11,7	6,9	3,0	12,5	42,7	16,9	3,4	11,9	6,7	8,9
ago.	144,6	2,7	4,5	13,9	20,0	12,4	7,1	2,9	12,4	42,7	16,9	3,6	11,3	6,5	8,2
set.	145,5	2,7	4,5	13,5	20,4	12,1	6,7	3,0	12,9	42,6	16,9	3,6	11,0	6,9	9,2
ott.	144,0	2,5	4,5	13,4	20,2	11,6	6,9	3,0	13,2	42,4	16,5	3,6	11,4	6,7	8,3
nov.	142,1	.	.	.	.	11,0	6,8	3,0	13,2	41,4	16,7	3,6	10,0	6,4	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2012	100,0	1,6	2,9	9,3	13,0	8,0	4,6	1,9	8,4	30,2	12,0	2,7	8,8	5,2	6,0
<i>Saldo</i>															
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	32,1
2012	86,7	5,0	6,1	63,3	19,9	-53,9	34,7	25,5	73,2	-100,9	-93,3	-4,5	-31,2	4,6	40,6
2012 2° trim.	18,4	1,3	1,8	16,2	5,2	-12,5	9,2	6,1	18,2	-28,5	-25,6	-1,3	-7,1	1,4	7,2
3° trim.	26,7	1,2	1,3	16,1	5,1	-11,3	7,8	6,6	19,3	-22,7	-23,7	-0,7	-8,1	1,2	10,1
4° trim.	28,9	1,4	1,4	16,5	4,4	-14,2	8,6	6,6	18,0	-19,8	-22,1	-0,2	-7,3	2,3	11,2
2013 1° trim.	36,4	0,9	1,2	16,5	4,9	-15,6	8,0	6,8	20,1	-17,7	-22,2	0,0	-4,6	3,8	12,1
2° trim.	39,9	1,0	1,2	18,2	4,8	-11,9	7,0	6,8	17,6	-17,6	-20,9	-0,2	-3,2	4,4	11,8
3° trim.	36,3	0,8	1,3	19,1	4,5	-14,9	7,0	5,8	17,6	-17,9	-19,4	0,5	-2,4	4,5	10,7
2013 giu.	12,3	0,2	0,3	6,4	1,5	-3,4	1,8	2,2	5,2	-5,6	-6,7	-0,1	-1,0	1,2	3,3
lug.	11,0	0,4	0,5	6,3	1,5	-4,3	2,6	1,9	5,3	-6,2	-6,7	0,2	-1,0	1,6	2,3
ago.	12,5	0,2	0,5	6,0	1,7	-5,5	2,1	1,9	6,3	-5,7	-6,2	0,2	-0,7	1,7	4,0
set.	12,8	0,2	0,3	6,8	1,2	-5,1	2,3	2,0	6,0	-6,1	-6,5	0,2	-0,7	1,3	4,5
ott.	14,3	0,4	0,8	7,0	1,9	-4,4	2,4	1,8	5,6	-5,1	-6,0	0,0	-1,2	1,6	3,5
nov.	16,0	.	.	.	.	-4,3	2,6	2,1	5,4	-3,9	-6,0	0,1	0,1	1,3	.

Fonte: Eurostat.



TASSI DI CAMBIO

8.1 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

	TCE-20						TCE-39		
	Nominale	IPC ²⁾ reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM ³⁾ reale	CLUPT reale	Nominale	IPC ²⁾ reale	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2011	103,4	100,6	97,7	95,1	105,4	96,5	112,2	97,6	
2012	97,9	95,5	93,4	89,8	100,0	91,2	107,1	92,8	
2013	101,7	98,9	96,8	-	-	-	112,0	96,1	
2012 4° trim.	97,9	95,5	93,8	89,6	99,2	90,0	107,4	92,9	
2013 1° trim.	100,7	98,2	96,2	92,5	102,2	94,0	110,2	94,9	
2° trim.	100,8	98,2	96,1	92,9	101,6	93,8	110,6	95,0	
3° trim.	101,9	99,1	97,0	93,3	102,4	94,2	112,9	96,8	
4° trim.	103,1	100,0	97,9	-	-	-	114,7	97,8	
2013 gen.	100,4	97,9	96,0	-	-	-	109,9	94,8	
feb.	101,6	99,0	97,1	-	-	-	111,1	95,7	
mar.	100,2	97,8	95,6	-	-	-	109,5	94,4	
apr.	100,5	97,8	95,8	-	-	-	109,8	94,3	
mag.	100,5	98,0	95,9	-	-	-	110,0	94,5	
giu.	101,6	98,8	96,7	-	-	-	112,0	96,1	
lug.	101,5	98,8	96,7	-	-	-	112,0	96,1	
ago.	102,2	99,5	97,3	-	-	-	113,4	97,3	
set.	102,0	99,0	97,1	-	-	-	113,3	96,9	
ott.	102,8	99,6	97,7	-	-	-	114,2	97,3	
nov.	102,6	99,4	97,5	-	-	-	114,2	97,2	
dic.	103,9	100,9	98,5	-	-	-	115,8	98,8	
2014 gen.	103,4	100,5	98,0	-	-	-	115,9	98,7	
				<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2014 gen.	-0,4	-0,5	-0,5	-	-	-	0,1	0,0	
				<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2014 gen.	3,0	2,6	2,0	-	-	-	5,5	4,1	

F39 Tassi di cambio effettivi

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)

- TCE-20 nominale
- TCE-20 deflazionato sulla base dell'IPC reale²⁾



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) Il TCE deflazionato sulla base dell'IPC per la nuova composizione dell'area dell'euro sarà pubblicato nel prossimo numero di questo Bollettino, quando sarà disponibile l'indice IAPC dell'inflazione di fondo dell'area dell'euro che include la Lettonia.
- 3) Le serie deflazionate sulla base del CLUPM sono disponibili solo per il gruppo di partner commerciali del TCE-19.

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	Litas lituano 5	Fiorino ungherese 6	Zloty polacco 7	Nuovo leu romeno 8	Corona svedese 9	Sterlina britannica 10	Nuova lira turca 11
2011	1,9558	24,590	7,4506	7,4390	3,4528	279,37	4,1206	4,2391	9,0298	0,86788	2,3378
2012	1,9558	25,149	7,4437	7,5217	3,4528	289,25	4,1847	4,4593	8,7041	0,81087	2,3135
2013	1,9558	25,980	7,4579	7,5786	3,4528	296,87	4,1975	4,4190	8,6515	0,84926	2,5335
2013 2° trim.	1,9558	25,831	7,4555	7,5566	3,4528	295,53	4,1982	4,3958	8,5652	0,85056	2,4037
3° trim.	1,9558	25,853	7,4580	7,5459	3,4528	297,96	4,2477	4,4410	8,6798	0,85453	2,6092
4° trim.	1,9558	26,658	7,4593	7,6290	3,4528	297,43	4,1853	4,4506	8,8575	0,84074	2,7537
2013 lug.	1,9558	25,944	7,4579	7,5061	3,4528	294,90	4,2745	4,4244	8,6609	0,86192	2,5274
ago.	1,9558	25,818	7,4580	7,5372	3,4528	299,46	4,2299	4,4371	8,7034	0,85904	2,6125
set.	1,9558	25,789	7,4579	7,5985	3,4528	299,75	4,2371	4,4633	8,6758	0,84171	2,6952
ott.	1,9558	25,662	7,4592	7,6193	3,4528	294,76	4,1902	4,4444	8,7479	0,84720	2,7095
nov.	1,9558	26,927	7,4587	7,6326	3,4528	297,68	4,1887	4,4452	8,8802	0,83780	2,7316
dic.	1,9558	27,521	7,4602	7,6365	3,4528	300,24	4,1760	4,4635	8,9597	0,83639	2,8276
2014 gen.	1,9558	27,485	7,4614	7,6353	3,4528	302,48	4,1799	4,5205	8,8339	0,82674	3,0297
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>										
2014 gen.	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,7	0,1	1,3	-1,4	-1,2	7,1
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>										
2014 gen.	0,0	7,5	0,0	0,8	0,0	2,9	0,9	3,1	2,5	-0,7	28,7

	Dollaro australiano 12	Real brasiliano 13	Dollaro canadese 14	Yuan renminbi cinese 15	Dollaro di Hong Kong 16	Rupia indiana ¹⁾ 17	Rupia indonesiana 18	Shekel israeliano 19	Yen giapponese 20	Ringgit malese 21
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	1,3777	2,8687	1,3684	8,1646	10,3016	77,9300	13,857,50	4,7948	129,66	4,1855
2013 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
4° trim.	1,4662	3,0931	1,4275	8,2903	10,5522	84,4048	15,682,97	4,7994	136,48	4,3633
2013 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
dic.	1,5243	3,2133	1,4580	8,3248	10,6254	84,7631	16,455,73	4,8019	141,68	4,4517
2014 gen.	1,5377	3,2437	1,4884	8,2368	10,5586	84,5099	16,471,94	4,7569	141,47	4,5005
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>									
2014 gen.	0,9	0,9	2,1	-1,1	-0,6	-0,3	0,1	-0,9	-0,1	1,1
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>									
2014 gen.	21,5	20,2	12,9	-0,4	2,5	17,3	28,3	-4,3	19,5	11,4

	Peso messicano 22	Dollaro neozelandese 23	Corona norvegese 24	Peso filippino 25	Rublo russo 26	Dollaro di Singapore 27	Rand sudafricano 28	Won sudcoreano 29	Franco svizzero 30	Baht thailandese 31	Dollaro statunitense 32
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	16,9641	1,6206	7,8067	56,428	42,3370	1,6619	12,8330	1,453,91	1,2311	40,830	1,3281
2013 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
4° trim.	17,7331	1,6439	8,2375	59,354	44,2920	1,7006	13,8224	1,445,53	1,2294	43,151	1,3610
2013 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
dic.	17,8278	1,6659	8,4053	60,552	45,0628	1,7244	14,2234	1,446,99	1,2245	44,323	1,3704
2014 gen.	17,9964	1,6450	8,3927	61,263	46,0304	1,7327	14,8242	1,453,94	1,2317	44,822	1,3610
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>										
2014 gen.	0,9	-1,3	-0,2	1,2	2,1	0,5	4,2	0,5	0,6	1,1	-0,7
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>										
2014 gen.	6,6	3,6	13,7	13,2	14,5	6,1	26,7	2,6	0,2	12,3	2,4

Fonte: BCE.



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	Lituania	Ungheria	Polonia	Romania	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
IACP										
2012	2,4	3,5	2,4	3,4	3,2	5,7	3,7	3,4	0,9	2,8
2013	0,4	1,4	0,5	2,3	1,2	1,7	0,8	3,2	0,4	2,6
2013 3° trim.	-0,7	1,2	0,2	2,2	0,5	1,6	0,9	2,4	0,7	2,7
4° trim.	-1,0	1,1	0,4	0,6	0,5	0,7	0,6	1,3	0,3	2,1
2013 ott.	-1,1	0,8	0,3	0,8	0,5	1,1	0,7	1,2	0,2	2,2
nov.	-1,0	1,0	0,3	0,7	0,5	0,4	0,5	1,3	0,3	2,1
dic.	-0,9	1,5	0,4	0,5	0,4	0,6	0,6	1,3	0,4	2,0
General government deficit (-)/surplus (+) as a percentage of GDP										
2010	-3,1	-4,7	-2,5	-6,4	-7,2	-4,3	-7,9	-6,8	0,3	-10,1
2011	-2,0	-3,2	-1,8	-7,8	-5,5	4,3	-5,0	-5,6	0,2	-7,7
2012	-0,8	-4,4	-4,1	-5,0	-3,2	-2,0	-3,9	-3,0	-0,2	-6,1
General government gross debt as a percentage of GDP										
2010	16,2	38,4	42,7	44,9	37,8	82,2	54,9	30,5	39,4	78,4
2011	16,3	41,4	46,4	51,6	38,3	82,1	56,2	34,7	38,6	84,3
2012	18,5	46,2	45,4	55,5	40,5	79,8	55,6	37,9	38,2	88,7
Long-term government bond yield as a percentage per annum; period average										
2013 lug.	3,46	2,23	1,77	4,91	3,54	5,78	3,97	5,26	2,16	2,09
ago.	3,51	2,40	1,94	5,04	3,65	6,31	4,30	5,04	2,34	2,29
set.	3,64	2,42	2,10	4,92	3,89	6,16	4,49	5,27	2,60	2,44
ott.	3,71	2,33	1,93	4,99	4,01	5,58	4,28	5,22	2,44	2,26
nov.	3,64	2,18	1,80	4,97	3,99	5,82	4,38	5,29	2,30	2,31
dic.	3,43	2,20	1,89	5,10	3,69	5,78	4,42	5,29	2,39	2,50
3-month interest rate as a percentage per annum; period average										
2013 lug.	1,18	0,46	0,27	2,22	0,55	4,36	2,70	4,27	1,20	0,51
ago.	1,09	0,46	0,27	1,91	0,41	3,85	2,70	3,66	1,20	0,51
set.	1,05	0,45	0,27	1,90	0,40	-	2,69	3,40	1,21	0,52
ott.	1,03	0,45	0,27	1,72	0,40	3,60	2,67	2,86	1,21	0,52
nov.	0,97	0,40	0,25	1,35	0,40	3,33	2,65	2,44	1,16	0,52
dic.	0,97	0,38	0,26	1,01	0,40	3,00	2,67	2,33	1,01	0,52
Real GDP										
2011	1,8	1,8	1,1	-0,2	6,0	1,6	4,5	2,3	2,9	1,1
2012	0,8	-1,0	-0,4	-1,9	3,7	-1,7	1,9	0,4	0,9	0,3
2013 1° trim.	0,4	-2,3	-0,7	-1,0	3,8	-0,3	0,8	2,3	1,6	0,7
2° trim.	0,2	-1,7	0,5	-0,7	3,8	0,5	1,2	1,6	0,6	2,0
3° trim.	0,7	-1,2	0,5	-0,6	2,3	1,6	1,7	4,0	0,3	1,9
Current and capital account balance as a percentage of GDP										
2011	1,4	-2,3	6,3	-0,8	-1,2	2,8	-3,0	-3,9	5,9	-1,1
2012	0,1	-1,1	6,0	0,2	2,0	3,6	-1,5	-3,0	5,9	-3,5
2013 1° trim.	-4,7	1,6	2,7	-14,2	-2,5	5,9	-1,6	1,3	6,7	-4,9
2° trim.	6,1	-1,5	8,2	-2,2	9,2	6,2	4,0	2,4	6,1	-1,1
3° trim.	11,4	2,6	8,9	24,0	2,8	6,6	0,2	0,8	5,9	-6,3
Gross external debt as a percentage of GDP										
2011	94,3	59,6	183,3	103,7	77,4	149,3	72,3	77,2	200,0	419,6
2012	94,9	60,2	181,8	102,5	75,4	128,9	71,1	75,2	191,2	385,3
2013 1° trim.	93,8	61,8	182,2	102,9	74,0	133,6	72,7	74,8	195,1	393,1
2° trim.	93,2	62,7	174,8	105,0	70,0	128,1	73,7	73,3	197,8	388,7
3° trim.	92,4	61,4	174,4	103,0	69,7	120,9	72,6	71,5	197,6	358,5
Unit labour costs										
2011	2,5	0,5	0,0	-0,3	0,7	2,3	1,1	0,6	0,1	1,4
2012	-0,5	3,3	1,5	1,1	1,9	2,7	2,0	6,8	2,9	2,9
2013 1° trim.	12,9	0,6	1,6	3,5	0,4	9,7	2,0	1,6	2,1	-0,1
2° trim.	13,0	1,1	1,3	1,1	3,3	9,8	1,0	1,9	0,5	1,4
3° trim.	8,3	1,7	0,8	0,5	5,3	8,7	1,3	-2,4	1,7	1,9
Standardised unemployment rate as a percentage of labour force (s.a.)										
2012	12,3	7,0	7,5	15,9	13,4	10,9	10,1	7,0	8,0	7,9
2013	12,9	7,0	7,0	17,6	11,9	.	10,4	7,3	8,0	.
2013 3° trim.	12,8	6,9	7,1	17,8	11,7	10,1	10,3	7,3	7,9	7,5
4° trim.	13,0	6,8	6,8	18,5	11,3	.	10,2	7,2	7,9	.
2013 ott.	12,9	6,8	6,9	18,4	11,2	9,5	10,2	7,3	7,9	7,2
nov.	13,0	6,8	6,8	18,6	11,1	9,3	10,2	7,3	8,0	.
dic.	13,1	6,7	6,9	18,6	11,4	.	10,1	7,1	8,0	.

Fonti: BCE, Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali, Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

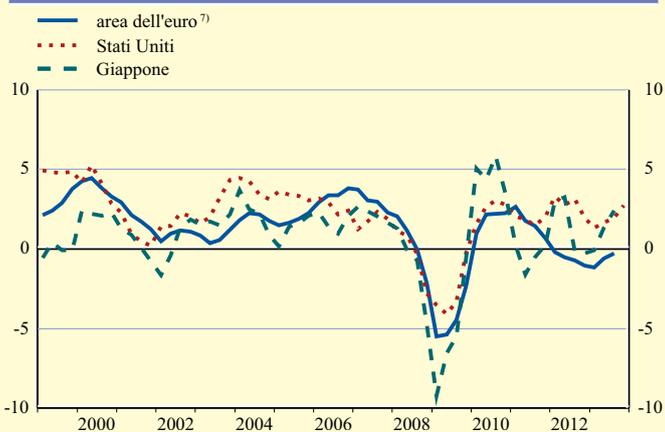
9.2 Indicatori economici e finanziari negli Stati Uniti e in Giappone

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione, in percentuale della forza lavoro ²⁾ (dest.)	Aggregato monetario ampio ³⁾	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi ⁴⁾	Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero; ⁵⁾ dati di fine periodo	Tasso di cambio ⁵⁾ (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) pubblico in percentuale del PIL	Debito pubblico ⁶⁾ in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
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
2013	1,5	.	1,9	2,6	7,4	6,7	0,27	3,27	1,3275	.	.
2012 4° trim.	1,9	4,3	2,0	3,3	7,8	7,5	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	2,0	1,6	2,1	7,5	7,0	0,28	2,82	1,3062	-5,7	87,2
3° trim.	1,6	2,0	2,0	2,4	7,2	6,6	0,26	2,91	1,3242	.	.
4° trim.	1,2	.	2,7	3,3	7,0	6,0	0,24	3,27	1,3638	.	.
2013 set.	1,2	.	.	3,0	7,2	6,3	0,25	2,91	1,3348	.	.
ott.	1,0	.	.	4,0	7,2	6,7	0,24	2,84	1,3635	.	.
nov.	1,2	.	.	3,2	7,0	6,1	0,24	2,99	1,3534	.	.
dic.	1,5	.	.	2,8	6,7	5,3	0,24	3,27	1,3704	.	.
2014 gen.	.	.	.	.	.	.	0,24	2,93	1,3610	.	.
Giappone											
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	-0,4	-2,8	4,6	2,7	0,19	1,00	110,96	-8,9	204,4
2012	0,0	-1,4	1,4	0,6	4,4	2,5	0,19	0,84	102,49	.	.
2013	0,4	.	.	-0,8	.	3,6	0,15	0,95	129,53	.	.
2012 4° trim.	0,2	0,3	-0,3	-6,0	4,2	2,3	0,19	0,84	105,12	.	.
2013 1° trim.	0,6	0,0	-0,1	-7,8	4,2	2,9	0,16	0,70	121,80	.	.
2° trim.	0,3	-0,6	1,3	-3,1	4,0	3,5	0,16	1,02	129,07	.	.
3° trim.	0,9	-2,1	2,4	2,2	4,0	3,8	0,15	0,88	131,02	.	.
4° trim.	1,4	.	.	5,9	.	4,3	0,14	0,95	137,01	.	.
2013 set.	1,1	.	.	5,1	4,0	3,9	0,15	0,88	132,41	.	.
ott.	1,1	.	.	5,4	4,0	4,2	0,15	0,76	133,32	.	.
nov.	1,5	.	.	4,8	4,0	4,4	0,14	0,79	136,31	.	.
dic.	1,6	.	.	7,4	.	4,2	0,15	0,95	141,68	.	.
2014 gen.	.	.	.	.	.	.	0,14	0,82	141,47	.	.

F41 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



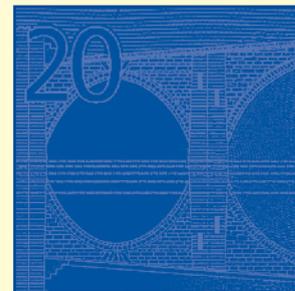
F42 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



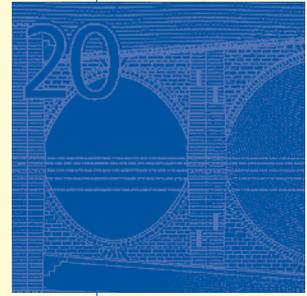
Fonti: dati nazionali (colonne 1, 2 (Stati Uniti), 3, 4, 5 (Stati Uniti), 6, 9 e 10); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (colonna 5 (Giappone), grafico area dell'euro); Thomson Reuters (colonne 7 e 8); elaborazioni della BCE (colonna 11).

- 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) Il PIL reale si riferisce agli Euro 18. L'IPC si riferisce alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.



LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S14
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche	S16
F8	Prestiti a non residenti nell'area dell'euro	S16
F9	Depositi totali per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F10	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F11	Depositi totali per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F12	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F13	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F14	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F15	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S35
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati stagionalizzati e non stagionalizzati	S37
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S38
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S39
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S41
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	S43
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S43
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S44
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S44
F25	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	S45
F26	Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro	S45
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S46
F28	Occupazione: occupati e ore lavorate	S55
F29	Tasso di disoccupazione e tasso di posti vacanti	S55
F30	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	S60
F31	Debito (definizione di Maastricht)	S60
F32	B.d.p. dell'area dell'euro: conto corrente	S61
F33	B.d.p. dell'area dell'euro: investimenti diretti e di portafoglio	S61
F34	B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei beni	S62
F35	B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei servizi	S62
F36	Posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro	S65
F37	Posizione patrimoniale dell'area dell'euro per investimenti diretti e di portafoglio	S65
F38	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM	S70
F39	Tassi di cambio effettivi	S73
F40	Tassi di cambio bilaterali	S73
F41	PIL a prezzi costanti	S76
F42	Indici dei prezzi al consumo	S76



NOTE TECNICHE

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

$$(a) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze corrette al mese t (vedi parte seguente). Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(b) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

SEZIONE 1.3

CALCOLO DEI TASSI DI INTERESSE DELLE OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO A PIÙ LUNGO TERMINE INDICIZZATE

Il tasso di interesse relativo ad una operazione di rifinanziamento a più lungo termine (*ORLT*) indicizzata è pari alla media dei tassi minimi di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali (*ORP*) condotte durante il periodo coperto dall'operazione. Sulla base di tale definizione, se la durata di una *ORLT* è pari a un numero di giorni D e i tassi minimi di offerta delle *ORP* sono $R_{1,ORP}$ (nei giorni D_1), $R_{2,ORP}$ (nei giorni D_2), ecc., fino a $R_{i,ORP}$ (nei giorni D_i), con $D = D_1 + D_2 + \dots + D_i$, il tasso annualizzato applicabile è calcolato come:

$$(c) \quad R_{ORLT} = \frac{D_1 R_{1,ORP} + D_2 R_{2,ORP} + \dots + D_i R_{i,ORP}}{D}$$

SEZIONI DA 2.1 A 2.6

CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

Le transazioni mensili sono calcolate come differenze mensili nelle consistenze corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Indicando con L_t le consistenze alla fine del mese t , con C_t^M la correzione dovuta a riclassificazione alla fine del mese t , con E_t^M la correzione per la variazione del tasso di cambio e con V_t^M gli aggiustamenti per le ulteriori rivalutazioni, le transazioni F_t^M nel mese t sono definite come:

$$(d) \quad F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Analogamente, le transazioni trimestrali F_t^Q per il trimestre che termina nel mese t sono definite come:

$$(e) \quad F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

dove L_{t-3} rappresenta le consistenze alla fine del mese $t-3$ (la fine del trimestre precedente) e, ad esempio, C_t^Q è la correzione dovuta a riclassificazione nel trimestre che termina nel mese t .

Per quelle serie trimestrali per le quali sono ora disponibili dati mensili (vedi la nota successiva) le transazioni trimestrali possono essere derivate come somma delle tre transazioni mensili nel trimestre.

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

I tassi di crescita possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Utilizzando per F_t^M e L_t le definizioni fornite in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

$$(f) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Attualmente, l'indice (per le serie non destagionalizzate) è calcolato con base dicembre 2010 = 100. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione "Monetary and financial statistics" della sezione "Statistics".

Il tasso di crescita sui dodici mesi a_t – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese t – può essere calcolato utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(g) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(h) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (h) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2001.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della formula (h). Ad esempio, il tasso di crescita sul mese precedente a_t^M può essere calcolato come:

$$(i) \quad a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ dove a_t è definito come nelle precedenti formule (g) oppure (h).

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

Definendo F_t^Q e L_{t-3} come in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese t è definito come:

$$(j) \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese t (cioè a_t), può essere calcolato utilizzando la formula (h).

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO¹⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA²⁾. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette³⁾. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

SEZIONI DA 3.1 A 3.5

UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella sezione 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per le transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle passività. Nel conto delle altre variazioni e nel bilancio finanziario, il totale delle attività finanziarie risulta pari al totale delle passività per ciascuna categoria di strumento finanziario, con la sola eccezione dell'oro monetario e dei diritti speciali di prelievo che, per definizione, non sono una passività per alcun settore.

CALCOLO DEI SALDI

I saldi alla fine di ciascun conto nelle sezioni 3.1, 3.2 e 3.3 sono calcolati nei modi seguenti.

Il saldo commerciale è pari alle importazioni meno le esportazioni di beni e servizi nei confronti del resto del mondo relativamente all'area dell'euro.

Il margine operativo netto e reddito misto è definito solo per i settori residenti e viene calcolato come valore aggiunto lordo (prodotto interno lordo a prezzi di mercato per l'area dell'euro) meno redditi da lavoro dipendente (impieghi) meno altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (impieghi) meno consumo di capitale fisso (impieghi).

Il reddito nazionale netto è definito solo per i settori residenti. È calcolato come somma di margine operativo netto e reddito misto più i redditi da lavoro dipendente (risorse) più imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti più i redditi da capitale netti (risorse meno impieghi).

- 1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione "Monetary and financial statistics".
- 2) Per ulteriori dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual e*, Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia model-based di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall Programs *TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.
- 3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ovvero dicembre 2010) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

Anche il reddito netto disponibile è definito solo per i settori residenti ed è pari al reddito nazionale netto più imposte correnti nette sul reddito e sul patrimonio (risorse meno impieghi) più i contributi sociali netti (risorse meno impieghi) più le prestazioni sociali nette diverse dai trasferimenti sociali in natura (risorse meno impieghi) più gli altri trasferimenti correnti netti (risorse meno impieghi).

Il risparmio netto è definito per i settori residenti ed è calcolato come il reddito netto disponibile più la correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione (risorse meno impieghi) meno le spese per consumi finali (impieghi). Per il resto del mondo, il conto corrente verso l'estero viene compilato come somma del saldo commerciale più tutti i redditi netti (risorse meno impieghi).

L'accreditamento netto/indebitamento netto viene calcolato a partire dal conto capitale come risparmio netto più trasferimenti netti in conto capitale (risorse meno impieghi) meno gli investimenti fissi lordi meno le acquisizioni al netto delle cessioni di attività non finanziarie non prodotte (impieghi) più il consumo di capitale fisso (risorse). Esso può risultare anche dal conto finanziario come saldo fra totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle passività (noto anche come variazione della ricchezza finanziaria netta dovuta a transazioni). Per i settori delle famiglie e delle società non finanziarie esiste una discrepanza statistica fra i saldi calcolati a partire dal conto capitale e dal conto finanziario.

Le variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni sono calcolate come totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno totale delle transazioni nelle passività, laddove le altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono calcolate come il totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle altre variazioni nelle passività.

La ricchezza finanziaria netta è calcolata come differenza fra il totale delle attività finanziarie e il totale delle passività, laddove le variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono pari alla somma delle variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazione (accreditamento/indebitamento netto dal conto finanziario) e delle altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta.

Le variazioni nella ricchezza netta sono calcolate come variazioni nella ricchezza netta dovute a risparmi e a trasferimenti di capitale più altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta e altre variazioni nelle attività non finanziarie.

Per le famiglie, la ricchezza netta è calcolata come somma delle attività non finanziarie e della ricchezza finanziaria netta.

SEZIONI 4.3 E 4.4

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER I TITOLI DI DEBITO E LE AZIONI QUOTATE

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni. Essi possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze nozionali. Indicando con N_t^M le transazioni (emissioni nette) nel mese t e con L_t il livello delle consistenze nozionali alla fine del mese t , l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

$$(k) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2008. Il tasso di crescita a_t per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei dodici mesi che terminano nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(l) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(m) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza intende indicare che il metodo utilizzato per ottenere le “emissioni nette” nelle statistiche sulle emissioni di titoli differisce da quello impiegato per calcolare le equivalenti “transazioni” nel caso degli aggregati monetari.

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

$$(n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze nozionali al mese t . Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(o) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono riclassificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione per le emissioni totali di titoli è effettuata in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti per settore e per scadenza.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze nozionali. Le stime ottenute dei fattori stagionali vengono poi applicate alle consistenze, dalle quali si derivano le emissioni nette destagionalizzate. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

4) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione “Statistics” del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione “Monetary and financial statistics”.

Come nelle formule l) e m), il tasso di crescita a_t per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei sei mesi che terminano nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(p) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(q) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

TAVOLA 1 DELLA SEZIONE 5.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni industriali non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici viene aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

TAVOLA 2 DELLA SEZIONE 7.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA oppure TRAMO-SEATS a seconda della voce. I dati grezzi sui beni, sui servizi, sui redditi e sui trasferimenti correnti vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle giornate lavorative. La correzione per il numero di giornate lavorative nel conto corrente dei beni e in quello dei servizi tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. La destagionalizzazione di queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del conto corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagionalizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti dell'area dell'euro. I fattori stagionali (e quelli relativi alle giornate lavorative) vengono rivisti con frequenza semestrale o qualora ritenuto necessario.

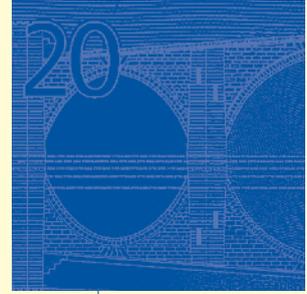
SEZIONE 7.3

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI E ANNUALI

Il tasso di crescita sui dodici mesi per il trimestre t si calcola sulla base delle posizioni (L_t) e delle transazioni trimestrali (F_t), utilizzando la seguente formula:

$$(r) \quad a_t = \left(\prod_{i=t-3}^t \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Il tasso di crescita per le serie annuali equivale al tasso di crescita dell'ultimo trimestre dell'anno.



NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie storiche più dettagliate e più estese, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu). È possibile consultare i dati nello *Statistical Data Warehouse* della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), predisposto con strumenti di ricerca e di download. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di file compressi in formato Comma Separated Value (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica statistics@ecb.europa.eu.

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 5 febbraio 2014.

Tutte le serie si riferiscono al gruppo dei 18 paesi membri dell'area dell'euro (gli Euro 18) 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; l'adesione dell'Estonia nel 2011 ha dato vita agli Euro 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 18 per tutti gli anni, indipendentemente dal fatto che l'area dell'euro abbia questa composizione solo da gennaio 2014. Salvo diversa indicazione, il Bollettino mensile della BCE contiene serie statistiche relative all'attuale composizione dell'area.

SERIE STATISTICHE CON COMPOSIZIONE EVOLUTIVA

Serie statistiche aggregate con composizione evolutiva dell'area dell'euro tengono conto della composizione dell'area dell'euro prevalente al periodo di riferimento delle statistiche. Ad esempio, serie statistiche dell'area dell'euro con composizione evolutiva aggregano i dati degli Euro 11 per il periodo fino alla fine del 2000, degli Euro 12 per il periodo dal 2001 alla fine del 2006, e così via. Seguendo questa impostazione, ciascuna serie statistica copre tutte le diverse composizioni dell'area dell'euro.

Per lo IAPC, così come per le statistiche che si basano sui bilanci del settore delle IFM ("statistiche monetarie"), i tassi di variazione sono compilati sulla base di indici concatenati, per i quali la nuova

composizione ottenuta mediante il fattore di concatenamento decorre dal momento in cui il nuovo paese accede all'area dell'euro. Pertanto, qualora l'accesso di un paese avvenga a gennaio di un determinato anno, i fattori che contribuiscono agli indici concatenati si riferiscono alla precedente composizione dell'area dell'euro, fino a dicembre dell'anno precedente incluso, e per i mesi successivi alla composizione più ampia. Per ulteriori dettagli, cfr. *Manual on MFI balance sheet statistics* nella sezione "Statistics" del sito della BCE.

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – originariamente espressi nelle monete nazionali dei paesi partecipanti e convertiti in ECU utilizzando i tassi di cambio correnti – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche monetarie, i dati anteriori al 1999¹⁾ sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio fissi irrevocabili con l'euro adottati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano su dati espressi in termini di moneta nazionale.

Laddove necessario, sono stati utilizzati metodi di aggregazione e/o consolidamento (compreso il consolidamento tra paesi).

I dati più recenti sono in molti casi provvisori e potranno essere rivisti in futuro. Eventuali discrepanze tra i totali e la somma delle loro componenti possono derivare da arrotondamenti.

Il gruppo "Altri Stati membri dell'UE" è costituito da: Bulgaria, Repubblica Ceca, Danimarca, Croazia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, Svezia e Regno Unito.

Nella maggioranza dei casi, la terminologia impiegata nelle tavole è coerente con gli standard definiti a livello internazionale, come quelli del Sistema europeo dei conti (SEC 95) e il Manuale di bilancia dei pagamenti dell'FMI. Le transazioni fanno riferimento a scambi volontari (misurati direttamente o derivati), mentre i flussi includono anche variazioni delle consistenze dovuti a cambiamenti di prezzo o tasso di cambio, cancellazioni e altre variazioni.

Nelle tavole, la locuzione "fino a n anni" equivale a "non superiore a n anni".

PRINCIPALI INDICATORI

L'andamento dei principali indicatori economici per l'area dell'euro è sintetizzato in una tavola riassuntiva.

STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

La sezione 1.4 riporta le statistiche riguardanti riserva obbligatoria e fattori di liquidità. I periodi di mantenimento della riserva iniziano il giorno di regolamento della prima operazione di rifinanziamento principale (ORP) successiva alla riunione mensile in cui il Consiglio valuta la politica monetaria, per concludersi il giorno precedente la corrispondente data di regolamento del mese

1) Per i periodi precedenti a gennaio 1999, i dati sulle statistiche monetarie delle sezioni 2.1-2.8 sono disponibili sul sito della BCE (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>) e nello *Statistical Data Warehouse* (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

successivo. Le osservazioni a cadenza annuale e trimestrale si riferiscono ai valori medi dell'ultimo periodo di mantenimento delle riserve dell'anno/trimestre.

La tavola 1 nella sezione 1.4 mostra le componenti delle passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva. Le passività verso altre istituzioni creditizie dell'area dell'euro soggette all'obbligo di riserva, verso la BCE e le banche centrali nazionali partecipanti sono escluse dall'aggregato soggetto a riserva. Se un'istituzione creditizia non è in grado di fornire evidenza dell'ammontare delle proprie emissioni di obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute dalle istituzioni indicate, può dedurre una certa percentuale di queste passività dall'aggregato soggetto a riserva. La percentuale per il calcolo delle passività soggette a riserva era pari al 10 per cento fino a novembre 1999 e al 30 per cento nei mesi successivi.

La tavola 2 riporta i dati medi relativi ai periodi di mantenimento già terminati. L'ammontare della riserva dovuta da ogni istituzione creditizia è calcolato, in primo luogo, applicando alle passività soggette il corrispondente coefficiente di riserva, usando i dati di bilancio di fine mese. Successivamente, ogni istituzione creditizia sottrae da tale ammontare una franchigia fissa di 100.000 euro. Gli ammontari positivi delle riserve dovute sono poi aggregati per il complesso dell'area dell'euro (colonna 1). I saldi di conto corrente si riferiscono alla media giornaliera aggregata dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie, comprensivi di quelli necessari al rispetto degli obblighi di riserva (colonna 2). Le riserve in eccesso sono pari alla media nel periodo dei saldi di conto corrente nel periodo di mantenimento in eccesso delle riserve dovute (colonna 3). Le inadempienze sono calcolate per le istituzioni creditizie che non hanno rispettato i loro obblighi di riserva come differenza media tra i saldi di conto corrente e le riserve dovute nel periodo di mantenimento (colonna 4). Il tasso di remunerazione della riserva obbligatoria (colonna 5) è pari alla media, nel periodo di mantenimento, del tasso della BCE (ponderato secondo il numero dei giorni di calendario) sulle operazioni principali di rifinanziamento dell'Eurosistema (ORP) (cfr. sezione 1.3).

La tavola 3 mostra la posizione di liquidità del sistema bancario, definita come il saldo dei conti correnti in euro detenuti dalle istituzioni creditizie situate nell'area dell'euro presso l'Eurosistema. Gli ammontari sono derivati dal bilancio consolidato dell'Eurosistema. Le altre operazioni di assorbimento della liquidità non includono l'emissione di certificati di debito da parte delle BCN iniziata nella Seconda fase dell'UEM (colonna 7). Gli altri fattori netti (colonna 10) rappresentano il saldo delle rimanenti voci del bilancio consolidato dell'Eurosistema. I conti correnti delle istituzioni creditizie (colonna 11) sono pari alla somma dei fattori di creazione di liquidità (colonne da 1 a 5) meno la somma dei fattori di assorbimento di liquidità (colonne da 6 a 10). La base monetaria (colonna 12) è calcolata come somma dei depositi overnight presso la banca centrale (colonna 6), delle banconote e monete in circolazione (colonna 8) e dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie (colonna 11).

MONETA, BANCHE E ALTRE SOCIETÀ FINANZIARIE

La sezione 2 presenta le statistiche sui bilanci delle IFM e di altre società finanziarie. Quest'ultima categoria comprende i fondi di investimento (esclusi i fondi di mercato monetario che rientrano nel settore delle IFM), le società veicolo finanziarie, le società di assicurazione e i fondi pensione.

La sezione 2.1 riporta il bilancio aggregato del settore delle IFM, ovvero la somma dei bilanci armonizzati di tutte le IFM residenti nell'area dell'euro. Le IFM includono le banche centrali, le istituzioni creditizie come definite nella legislazione dell'UE, i fondi comuni monetari e le altre istituzioni la cui attività consista nel ricevere da soggetti diversi dalle IFM depositi e/o strumenti facilmente sostituibili

a essi e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini economici). L'elenco completo delle IFM è consultabile sul sito Internet della BCE.

La sezione 2.2 presenta il bilancio consolidato del settore delle IFM che è ottenuto nettando il bilancio aggregato dalle posizioni fra IFM dell'area dell'euro. In conseguenza di alcune disomogeneità nelle prassi di registrazione contabile la somma delle posizioni fra IFM può non risultare necessariamente pari a zero; il saldo si trova nella colonna 10 dal lato delle passività della sezione 2.2. La sezione 2.3 presenta gli aggregati monetari e le contropartite dell'area dell'euro. Questi dati sono derivati dal bilancio consolidato delle IFM e includono le posizioni delle istituzioni diverse dalle IFM residenti nell'area dell'euro nei confronti delle IFM residenti nell'area; essi tengono anche conto di talune attività/passività delle amministrazioni centrali. Le statistiche sugli aggregati monetari e sulle contropartite sono presentate con riferimento a dati destagionalizzati e corretti per i giorni di apertura dei mercati. Nelle passività verso l'esterno dell'area, riportate nelle sezioni 2.1 e 2.2, sono inserite le posizioni detenute dai non residenti nell'area dell'euro in termini di: a) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro; b) titoli di debito emessi con scadenza fino a 2 anni da IFM site nell'area dell'euro. Nella sezione 2.3 queste poste sono tuttavia escluse dagli aggregati monetari e confluiscono nella voce "attività nette verso l'estero".

La sezione 2.4 fornisce un'analisi per settore, per tipo e per scadenza originaria dei prestiti concessi da IFM diverse dall'Eurosistema (ovvero il sistema bancario) residenti nell'area dell'euro. La sezione 2.5 presenta un'analisi settoriale e per tipo di strumento dei depositi detenuti presso il sistema bancario dell'area dell'euro. La sezione 2.6 riporta i titoli detenuti dal sistema bancario dell'area dell'euro per tipo di emittente.

La sezione 2.7 presenta una scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM.

Le sezioni da 2.2 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle transazioni.

Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche sono state raccolte e compilate sulla base di vari regolamenti della BCE relativi al bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie. Dal mese di luglio 2010 raccolta e compilazione vengono effettuate sulla base del Regolamento BCE/2008/32²⁾. Definizioni dettagliate sul settore sono contenute nella terza edizione della pubblicazione *Monetary Financial institutions and market statistics sector manual - Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, marzo 2007).

La sezione 2.8 riporta le consistenze in essere e le transazioni relative al bilancio dei fondi di investimento dell'area dell'euro (esclusi i fondi comuni monetari, che sono ricompresi nelle statistiche sui bilanci delle IFM). I fondi di investimento sono organismi che investono il capitale raccolto tra il pubblico in attività finanziarie e/o non finanziarie. Una lista completa dei fondi di investimento dell'area dell'euro è disponibile sul sito Internet della BCE. Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le attività le quote/partecipazioni emesse da altri fondi di investimento. Le quote/partecipazioni emesse dai fondi di investimento sono anche disaggregate per strategia d'investimento (fondi obbligazionari, fondi azionari, fondi misti, fondi immobiliari, hedge fund e altri fondi) e per tipo (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.9 fornisce ulteriori dettagli sui principali tipi di attività detenute dai fondi comuni di investimento dell'area dell'euro. La sezione riporta una scomposizione geografica degli emittenti dei titoli di

2) G.U. L. 15 del 20.1.2009, pag. 14.

debito detenuti dai fondi d'investimento, nonché una disaggregazione per settore economico degli emittenti residenti nell'area dell'euro.

Da dicembre 2008 l'informazione statistica armonizzata è raccolta e compilata sulle base del Regolamento BCE/2007/8³⁾ relativo alle statistiche sulle attività e passività dei fondi di investimento. Ulteriori informazioni sulle statistiche relative ai fondi di investimento sono disponibili nel *Manual on investment fund statistics* (BCE, maggio 2009).

La sezione 2.10 presenta il bilancio aggregato delle società veicolo finanziarie (SVF) residenti nell'area dell'euro. Le SVF sono società costituite per effettuare operazioni di cartolarizzazione. La cartolarizzazione consiste tipicamente nel trasferimento di una attività o di un insieme di attività ad una SVF che iscrive tali attività nel proprio bilancio come prestiti cartolarizzati, titoli non azionari, altre attività cartolarizzate. Il rischio di credito collegato a una attività o a un insieme di attività può venir trasferito a una SVF anche mediante l'uso di credit default swaps, garanzie o altri meccanismi simili. Il collaterale detenuto dalle SVF a fronte di tali esposizioni è costituito da depositi presso le IFM oppure da titoli diversi dalle azioni. Le SVF di norma cartolarizzano prestiti originati dal settore delle IFM. Le SVF devono segnalare tali prestiti nel bilancio o, indipendentemente dalla facoltà prevista per le IFM dalle regole contabili di cancellare il prestito dal proprio bilancio. Trovano separata indicazione i dati relativi ai prestiti cartolarizzati dalle SVF che rimangono iscritti nei bilanci delle IFM (e sono quindi segnalati nelle statistiche di quest'ultime). Da dicembre 2009 la raccolta dei dati trimestrali viene effettuata sulla base del Regolamento BCE/2008/30⁴⁾.

La sezione 2.11 riporta il bilancio aggregato delle società di assicurazione e dei fondi pensione residenti nell'area dell'euro. Le società di assicurazione includono sia il settore assicurativo sia quello riassicurativo, mentre tra i fondi pensione rientrano solo i fondi che hanno autonomia decisionale e sono tenuti a mantenere una contabilità completa (fondi pensione autonomi). Questa sezione presenta una suddivisione geografica e settoriale delle controparti emittenti titoli non azionari, detenuti dalle società di assicurazione e dai fondi pensione.

CONTI DELL'AREA DELL'EURO

Nella Sezione 3.1 vengono riportati i conti trimestrali aggregati per l'area dell'euro. Questi forniscono informazioni esaustive sull'attività economica di famiglie (incluse le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie), società non finanziarie e pubbliche amministrazioni nonché sulle interazioni fra tali settori, l'area dell'euro e il resto del mondo. I dati riportati, non destagionalizzati e a prezzi correnti, si riferiscono all'ultimo trimestre disponibile e vengono presentati in base ad una sequenza semplificata di conti conforme al quadro di riferimento metodologico del Sistema europeo dei conti 1995.

In breve, la sequenza di conti (transazioni) include: 1) la formazione del conto dei redditi che mostra come l'attività produttiva si traduca in varie categorie di reddito; 2) l'allocatione del conto dei redditi primari, che registra entrate e spese relative a varie forme di reddito da capitale (per l'economia nel suo insieme, il saldo del conto dei redditi primari e il reddito nazionale); 3) la distribuzione secondaria del conto dei redditi, che illustra come il reddito nazionale di un settore istituzionale subisca variazioni a causa dei trasferimenti correnti; 4) l'utilizzo del conto dei redditi, che dà conto di come il reddito

3) G.U. L. 211 dell'11.8.2007, pag.8.

4) G.U. L. 15 del 20.1.2009, pag.1.

disponibile viene speso per consumi o risparmiato; 5) il conto capitale, che presenta come i risparmi e i trasferimenti netti di capitale vengano spesi nell'acquisizione di attività non finanziarie (il saldo del conto capitale è l'accredito netto/indebitamento netto); 6) il conto finanziario che registra le acquisizioni nette di attività finanziarie e la variazione netta delle passività. Dal momento che ciascuna transazione non finanziaria si riflette in una transazione finanziaria, il saldo del conto finanziario concettualmente è anch'esso pari all'accredito netto/indebitamento netto che risulta dal conto capitale.

Inoltre, vengono presentati i bilanci di apertura e di chiusura che forniscono una istantanea della ricchezza finanziaria di ogni singolo settore in un preciso momento. Infine, vengono riportate anche le altre variazioni nelle attività e passività finanziarie (ad esempio, quelle risultanti dall'effetto delle variazioni dei prezzi delle attività).

La copertura per settore del conto finanziario e del bilancio finanziario è più dettagliata per le società finanziarie, per le quali è presente una scomposizione fra IFM, altri intermediari finanziari (che include gli ausiliari finanziari) e società di assicurazione e fondi pensione.

La sezione 3.2 riporta i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i conti non finanziari dell'area dell'euro (ovvero, i conti precedentemente identificati con i numeri da 1 a 5) sempre in base alla sequenza di conti semplificata.

La sezione 3.3 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) per i redditi delle famiglie, per i conti della spesa e dell'accumulazione e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario e non finanziario, presentati in uno schema più analitico. Le transazioni specifiche del settore e i saldi sono disposti in maniera tale da fornire una visione più chiaramente interpretabile delle decisioni di finanziamento e di investimento delle famiglie, pur rispettando le identità contabili riportate nelle sezioni 3.1 e 3.2.

La sezione 3.4 riporta flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i redditi e i conti dell'accumulazione delle società non finanziarie, e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in maggiore analisi.

La sezione 3.5 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) e consistenze in essere per i bilanci finanziari di società di assicurazione e fondi pensione.

MERCATI FINANZIARI

Le serie statistiche sui mercati finanziari per l'area dell'euro coprono gli stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono (composizione evolutiva); fanno eccezione le statistiche sulle emissioni di titoli (sezioni da 4.1 a 4.4) per le quali i dati si riferiscono agli Euro 17 per l'intera serie (composizione fissa).

Le statistiche sui titoli non azionari e sulle azioni quotate (sezioni da 4.1 a 4.4) sono realizzate dalla BCE mediante dati provenienti dal SEBC e dalla BRI. La sezione 4.5 riporta i tassi di interesse applicati dalle IFM sui depositi e i prestiti denominati in euro a soggetti residenti nell'area. Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario, sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario (sezioni da 4.6 a 4.8) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica.

Le statistiche sulle emissioni di titoli includono: a) i titoli non azionari ad esclusione dei derivati finanziari; b) le azioni quotate. I primi sono riportati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3, mentre le seconde sono riportate nella sezione 4.4. I titoli di debito sono suddivisi in titoli a breve e a lungo termine. I titoli "a breve termine" comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali). Sono classificati come "a lungo termine": i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali, la più lontana delle quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita. Le emissioni di titoli di debito a lungo termine sono ulteriormente suddivise fra tasso fisso e tasso variabile. Quelle a tasso fisso si riferiscono a titoli per i quali il tasso della cedola non varia per tutta la vita degli stessi. Quelle a tasso variabile includono tutti i titoli per i quali il valore della cedola viene periodicamente rideterminato in base a un indice o a un tasso di interesse di riferimento indipendente. Si stima che le statistiche coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali da parte di residenti nell'area dell'euro. I titoli denominati in euro indicati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3 includono anche voci espresse nelle denominazioni nazionali dell'euro.

La sezione 4.1 riporta i titoli non azionari distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione. Essa contiene i dati sulle consistenze, sulle emissioni lorde e nette di titoli non azionari suddivisi in: a) titoli denominati in euro e in tutte le altre valute; b) titoli emessi da residenti nell'area dell'euro e totale dei titoli; c) scadenze di lungo termine e totale delle scadenze. Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti. Questa sezione presenta anche statistiche destagionalizzate, fra cui i tassi di crescita sui sei mesi annualizzati per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine. Questi ultimi sono calcolati sull'indice destagionalizzato delle consistenze nozionali che è stato depurato dagli effetti della stagionalità. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere, emissioni lorde ed emissioni nette di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95. La BCE è inclusa nell'Eurosistema.

I totali sulle consistenze in essere per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine nella colonna 1 della tavola 1 della sezione 4.2 corrispondono ai dati per le emissioni di titoli totali e a lungo termine da parte di residenti nell'area dell'euro riportati nella colonna 7 della sezione 4.1. Le consistenze per i titoli di debito emessi da IFM (colonna 2 nella tavola 1 della sezione 4.2) sono in linea di massima confrontabili con i dati relativi ai titoli di debito emessi dalle IFM che compaiono fra le passività nel bilancio consolidato delle IFM (tavola 2 della sezione 2.1, colonna 8). Il totale delle emissioni nette relativo al totale dei titoli di debito, riportato nella colonna 1 della tavola 2 della sezione 4.2, corrisponde al totale delle emissioni nette da parte di residenti nell'area dell'euro nella colonna 9 nella sezione 4.1. La differenza residua fra i titoli di debito a lungo termine e il totale dei titoli di debito a tasso fisso e variabile nella tavola 1 della sezione 4.2 è attribuibile alle obbligazioni a zero coupon e ad effetti di rivalutazione.

La sezione 4.3 riporta i tassi di crescita sui dodici mesi, corretti e non corretti per la stagionalità, per i titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro (suddivisi per scadenza, tipo di strumento, settore emittente e valuta di denominazione). Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto istituzionale contrae o redime una passività. I tassi di crescita sui dodici mesi, dunque, non includono riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni. I tassi di crescita corretti sono stati annualizzati a scopo di presentazione. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.4 riporta, alle colonne 1, 4, 6 e 8, le consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. I dati mensili per le azioni quotate emesse da società non finanziarie corrispondono alle serie trimestrali riportate nella sezione 3.4 (bilancio finanziario e azioni quotate).

Alle colonne 3, 5, 7 e 9 della tavola 1 della sezione 4.4 sono riportati i tassi di crescita sui dodici mesi delle consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto emittente emette o rimborsa azioni per cassa, ad esclusione degli investimenti in azioni proprie. Il calcolo dei tassi di crescita sui dodici mesi non tiene conto di riclassificazioni, rivalutazioni, e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

La sezione 4.5 presenta statistiche su tutti i tassi di interesse che le IFM residenti nell'area dell'euro applicano sui depositi e sui prestiti denominati in euro alle famiglie e alle società non finanziarie residenti nell'area. I tassi di interesse delle IFM dell'area dell'euro sono calcolati come media ponderata (in base al relativo volume di attività) dei tassi di interesse dei paesi dell'area dell'euro per ciascuna categoria.

Le statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono distinte per tipo di operazioni, per settore, per categoria e scadenza dello strumento, per periodo di preavviso o per periodo di determinazione iniziale del tasso di interesse. Le nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM sostituiscono le dieci serie statistiche transitorie sui tassi di interesse al dettaglio nell'area dell'euro pubblicate nel Bollettino mensile dal gennaio 1999.

La sezione 4.6 riporta i tassi di interesse del mercato monetario per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Per l'area dell'euro è coperta un'ampia gamma di tassi di interesse del mercato monetario, da quelli sui depositi a vista a quelli sui depositi a dodici mesi. Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Ad eccezione del tasso overnight precedente a gennaio 1999, i dati mensili, trimestrali e annuali sono medie nel periodo indicato. I tassi sui depositi a vista sono rappresentati dai tassi di interesse di fine periodo del mercato interbancario fino a dicembre 1998 incluso e successivamente da medie di periodo dell'Eonia (euro overnight index average). I tassi sui depositi a uno, tre, sei e dodici mesi sono rappresentati dai tassi interbancari lettera (Euribor) dal gennaio 1999; fino al dicembre 1998, dai tassi interbancari lettera sul mercato di Londra (Libor), laddove disponibili. Per gli Stati Uniti e il Giappone i tassi di interesse sui depositi a tre mesi sono rappresentati dal Libor.

La sezione 4.7 presenta i tassi di fine periodo stimati sulla base della curva dei rendimenti nominali a breve dei titoli di debito denominati in euro con rating AAA emessi dalle amministrazioni centrali dell'area dell'euro. Le curve dei rendimenti sono stimate sulla base del modello di Svensson⁵⁾. Sono disponibili anche gli spread tra i tassi a dieci anni e i tassi a tre mesi e a due anni. Ulteriori curve dei rendimenti (pubblicate giornalmente e corredate di figure e tavole) sono disponibili all'indirizzo internet <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>, dal quale è altresì possibile scaricare i dati giornalieri.

La sezione 4.8 riporta gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Giappone.

5) Svensson, L. E. (1994), "Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994", CEPR, Discussion Papers n. 1051, Centre for Economic Policy Research, Londra, 1994.

I PREZZI, LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sugli indicatori di costo del lavoro, sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio, sulle immatricolazioni di nuove autovetture e sull'occupazione in termini di ore lavorate sono corrette per tenere conto del numero delle giornate lavorative.

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (tavola 1 della sezione 5.1) è disponibile a partire dal 1995. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. La scomposizione per categorie di beni e servizi è derivata dalla classificazione dei consumi individuali per finalità (Coicop/IAPC). Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La tavola comprende anche dati sullo IAPC destagionalizzato, compilati dalla BCE, e indici provvisori dei prezzi amministrati basati sullo IAPC.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio (sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n. 1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine⁶⁾. A partire da gennaio 2009, per la produzione di statistiche di breve termine è stata utilizzata la classificazione delle attività economiche (NACE Rev. 2) prevista dal Regolamento (CE) n. 1893/2006 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 dicembre 2006, che definisce la classificazione statistica delle attività economiche NACE Revisione 2 e modifica il Regolamento (CEE) n. 3037/90 del Consiglio nonché alcuni regolamenti (CE) relativi a settori statistici specifici⁷⁾. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE Rev. 2 sezioni da B a E) dei "Raggruppamenti principali di industrie", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 656/2007 del 14 giugno 2007⁸⁾. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi ex fabrica e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I due indici dei prezzi delle materie prime non energetiche presentati nella tavola 3, sezione 5.1 sono redatti utilizzando lo stesso insieme di materie prime, ma avvalendosi di due diversi schemi di ponderazione: uno basato sulle rispettive importazioni di materie prime dell'area dell'euro (colonne 2-4) e l'altro (colonne 5-7) basato su una stima della domanda interna dell'area dell'euro, o "utilizzo", tenendo conto delle informazioni sulle importazioni, esportazioni e della produzione interna di ciascuna materia prima (ignorando, per semplificare, le scorte ritenute relativamente stabili nel periodo osservato). L'indice dei prezzi delle materie prime ponderato in base alle importazioni è adeguato all'analisi degli sviluppi esterni, mentre quello ponderato in base all'utilizzo è adatto allo scopo specifico dell'analisi delle pressioni internazionali dei prezzi delle materie prime sull'inflazione dell'area dell'euro. Gli indici delle materie prime ponderati in base all'utilizzo rappresentano dati sperimentali. Per maggiori dettagli sulla compilazione degli indici dei prezzi delle materie prime della BCE, cfr. il riquadro 1 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

6) G.U. L. 162 del 5.6.1998, pag. 1.

7) G.U. L. 393 del 30.12.2006, pag. 1.

8) G.U. L. 155 del 15.6.2007, pag. 3.

Gli indicatori di costo del lavoro (tavola 5 della sezione 5.1) misurano le variazioni dei costi del lavoro per ora lavorata nell'industria (incluse le costruzioni) e nei servizi di mercato. La relativa metodologia è descritta nel Regolamento (CE) n. 450/2003 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 febbraio 2003 concernente l'indice del costo del lavoro⁹⁾ e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003¹⁰⁾. Una scomposizione degli indicatori di costo del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. la colonna "per memoria" della tavola 5 nella sezione 5.1) sulla base di dati a definizione nazionale non armonizzati.

I dati relativi alle componenti del costo del lavoro per unità di prodotto (tavola 4 della sezione 5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2 nella sezione 5.2), ai deflatori del PIL (tavola 3 nella sezione 5.1) e le statistiche sull'occupazione (tavola 1 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95¹¹⁾. Il SEC 95 è stato modificato dal Regolamento (UE) della Commissione del 10 agosto 2010¹²⁾ che ha adottato la revisione della classificazione statistica delle attività economiche, NACE Revisione2. La pubblicazione dei conti nazionali dell'area dell'euro, sulla base della nuova classificazione, è stata avviata a dicembre 2011.

Gli indici sul fatturato nell'industria e sulle vendite al dettaglio (cfr. tavola 4 nella sezione 5.2) si riferiscono al fatturato generatosi nel periodo di riferimento, comprensivo di tasse e oneri ad eccezione dell'IVA. Per quanto attiene alle vendite al dettaglio, i dati sul fatturato coprono tutto il commercio al dettaglio (al netto delle vendite di veicoli a motore e motocicli) e includono il carburante per autotrazione. Le immatricolazioni di nuove autovetture si riferiscono alle immatricolazioni di autovetture sia private che commerciali.

I dati relativi alle inchieste congiunturali su consumatori e imprese (cfr. tavola 5 nella sezione 5.2) derivano da indagini svolte dalla Commissione europea.

I tassi di disoccupazione (cfr. tavola 4 nella sezione 5.3) sono rilevati in modo conforme alle raccomandazioni dell'Organizzazione internazionale del lavoro. Essi fanno riferimento alle persone in cerca di lavoro in rapporto alla forza lavoro, sulla base di criteri e definizioni armonizzate. Le stime della forza lavoro sottostanti il tasso di disoccupazione non sono uguali alla somma dei livelli di occupazione e disoccupazione riportati nella sezione 5.3.

FINANZA PUBBLICA

Le sezioni da 6.1 a 6.5 riportano le posizioni di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro. I dati, in genere consolidati, si basano sulla metodologia SEC 95. Gli aggregati annuali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni da 6.1 a 6.3, sono compilati dalla BCE sulla base degli obblighi di segnalazione statistica previsti dall'Indirizzo della Banca centrale europea del 31 luglio 2009 sulle statistiche sulle finanze pubbliche (BCE/2009/20)¹³⁾. 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.

13) G.U. L. 228 dell'1.9.2009, pag. 2514.

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 2000¹⁴⁾, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono i dati relativi al debito pubblico e ai disavanzi/avanzi per i singoli paesi dell'area dell'euro trasmessi alla Commissione, come previsto dal regolamento (UE) n. 679/2010 del Consiglio, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-debito – è da attribuire principalmente alle transazioni delle amministrazioni pubbliche in attività finanziarie e a effetti di valutazione dovuti al cambio. Nella sezione 6.4 vengono presentati i dati trimestrali non stagionalizzati sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno 2002 sui conti trimestrali non finanziari delle amministrazioni pubbliche¹⁵⁾. 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^a edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)¹⁶⁾, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)¹⁷⁾. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p. e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/ international investment position statistical methods* (maggio 2007) e nei rapporti delle *Task Force Portfolio Investment Collection Systems* (giugno 2002), *Portfolio Investment Income* (agosto 2003) e *Foreign Direct Investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti (www.cmfb.org) il rapporto della Task Force congiunta BCE/Commissione europea (Eurostat) che analizza la qualità delle statistiche su bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale (giugno 2004). Il rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p./p.p.e. dell'area, basato sulle raccomandazioni della Task Force e sui principi di base dell'*ECB Statistics Quality Framework* di aprile 2008, è disponibile sul sito Internet della BCE.

Il 9 dicembre il Consiglio direttivo ha adottato l'Indirizzo BCE/2011/23¹⁸⁾ sugli obblighi di segnalazione statistica della BCE nel settore delle statistiche esterne. Questo atto giuridico stabilisce nuovi obblighi di segnalazione concernenti le statistiche sull'estero, che riflettono principalmente variazioni metodologiche introdotte nella sesta edizione del Manuale di bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero dell'FMI (BPM6). La BCE comincerà a pubblicare nel 2014, con serie storiche

14) G.U. L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

15) G.U. L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.

16) G.U. L. 354 del 30.11.2004, pag. 34.

17) G.U. L. 159 del 20.6.2007, pag. 48.

18) G.U. L. 65 del 3.3.2012, pag. 1.

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-20 è composto dai 10 Stati membri non appartenenti all’area dell’euro e da Australia, Canada, Cina, Corea del Sud, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Singapore, Stati Uniti e Svizzera. Il gruppo del TCE-19 non include la Croazia. Il gruppo del TCE-39 comprende quelli del TCE-20 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-19.

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.

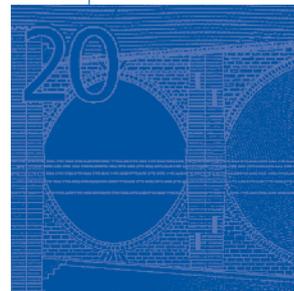
I tassi di cambio bilaterali riportati nella sezione 8.2 sono medie mensili di quelli pubblicati giornalmente come tassi di riferimento per queste valute. Il tasso di cambio più recente relativo alla corona islandese è pari a 290,0 per euro e si riferisce al 3 dicembre 2008.

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 ¹⁾



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

¹⁾ La cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2011 è consultabile, per ciascun anno di tale periodo, nel rispettivo Rapporto annuale della BCE.

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.

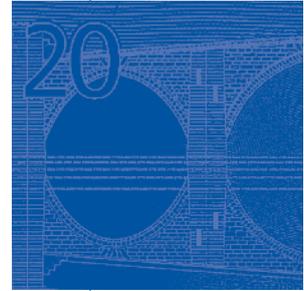
7 NOVEMBRE 2013

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, 9 GENNAIO E 6 FEBBRAIO 2014

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.



PUBBLICAZIONI PRODOTTE DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA

La BCE produce numerose pubblicazioni che forniscono informazioni sulle sue competenze principali: la politica monetaria, le statistiche, i sistemi di pagamento e di regolamento, la stabilità finanziaria e la vigilanza, la cooperazione europea e internazionale, e le questioni giuridiche.

PUBBLICAZIONI STATUTARIE

- Rapporto annuale
- Rapporto sulla convergenza
- Bollettino mensile

LAVORI DI RICERCA

- *Legal Working Paper Series*
- *Occasional Paper Series*
- *Research Bulletin*
- *Working Paper Series*

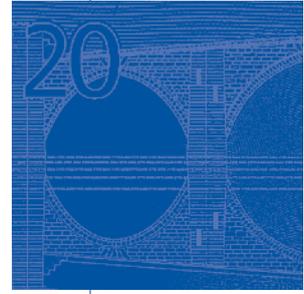
ALTRE PUBBLICAZIONI

- *Enhancing monetary analysis*
- *Financial integration in Europe*
- *Financial Stability Review*
- *Statistics Pocket Book*
- *La Banca centrale europea: storia, ruolo e funzioni*
- *The international role of the euro*
- *L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro ("General Documentation")*
- *La politica monetaria della BCE*
- *The payment system*

La BCE pubblica anche brochure e materiale informativo su un'ampia varietà di tematiche, ad esempio le banconote e le monete in euro, nonché atti di seminari e conferenze.

Per una lista completa dei documenti (in formato PDF) pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, predecessore della BCE dal 1994 al 1998, si prega di visitare il sito Internet della BCE all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. I codici della lingua indicano in quali versioni ciascuna pubblicazione è disponibile.

Salvo diversa indicazione, le copie a stampa possono essere ottenute a titolo gratuito singolarmente o in abbonamento, fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo e-mail info@ecb.europa.eu.



GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Altri investimenti [other investment]: voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti, altri conti attivi e passivi.

Amministrazioni pubbliche [general government]: in base alla definizione del SEC 95, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato, fruibili dal singolo individuo e dalla collettività, e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

Area dell'euro [euro area]: l'area costituita dagli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato sul funzionamento dell'Unione europea

Asta a tasso fisso [fixed rate tender]: procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

Asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo [fixed rate full allotment tender procedure]: procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito dalla banca centrale (tasso fisso) e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi a quel tasso, sapendo in anticipo che tutte le richieste saranno soddisfatte (piena aggiudicazione dell'importo).

Asta a tasso variabile [variable rate tender]: procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

Attività nette sull'estero delle IFM [MFI net external assets]: le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

Azioni [equities]: titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria, come ad esempio le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [balance of payments (b.o.p.): prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo.

Bilancio consolidato del settore delle IFM [consolidated balance sheet of the MFI sector]: bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri

soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

Cancellazione [write-off]: rimozione del valore di un prestito dal bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto interamente irrecuperabile.

Cartolarizzazione [securitisation]: operazione o insieme di operazioni mediante le quali una attività o un pool di attività che producono flussi di cassa, prevalentemente crediti (mutui ipotecari, prestiti al consumo, ecc.), vengono trasferiti da un originator (di norma un ente creditizio) a una società veicolo finanziaria (SVF). La SVF di fatto converte queste attività in titoli negoziabili, emettendo strumenti di debito nei quali il servizio del capitale e degli interessi viene effettuato mediante i flussi di cassa prodotti dal pool di attività sottostanti.

Commercio con l'estero in beni [external trade in goods]: esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

Conti capitale [capital accounts]: parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che riporta le variazioni nette della ricchezza, del risparmio, dei trasferimenti in conto capitale e delle acquisizioni nette di attività non finanziarie.

Conto capitale [capital account]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutti i trasferimenti di capitale e le acquisizioni/dismissioni di attività non prodotte e non finanziarie fra residenti e non residenti.

Conto corrente [current account]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a beni e servizi, redditi e trasferimenti correnti fra residenti e non residenti.

Conto dei redditi [income account]: un conto della b.d.p. che ricomprende due tipi di transazioni nei confronti dei non residenti: (a) quelle che riguardano le retribuzioni da lavoro dipendente corrisposte a lavoratori non residenti (ad esempio, i transfrontalieri, gli stagionali e altri lavoratori a breve termine); (b) quelle che riguardano gli introiti e gli esborsi per investimenti su attività o passività finanziarie sull'estero, inclusi gli introiti e gli esborsi su investimenti diretti, di portafoglio e altri investimenti, nonché gli introiti sulle riserve valutarie.

Conto dei trasferimenti correnti [current transfers account]: un conto tecnico della b.d.p. sul quale vengono registrati il valore di risorse reali o finanziarie qualora queste vengano trasferite senza ricevere alcuna contropartita. I trasferimenti correnti ricomprendono tutti i trasferimenti diversi da quelli di capitale.

Conti finanziari [financial accounts]: parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che presenta le posizioni finanziarie (consistenze o bilanci), le transazioni finanziarie e altre variazioni dei diversi settori istituzionali di un'economia per tipologia di attività finanziaria.

Conto finanziario [financial account]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono le transazioni fra residenti e non residenti relative a investimenti diretti e di portafoglio, altri investimenti, prodotti finanziari derivati e attività di riserva.

Costo del lavoro per unità di prodotto [unit labour costs]: indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi per occupato e la produttività del lavoro (definita come PIL, in volume, a prezzi costanti per persona occupata).

Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [MFI credit to euro area residents]: prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (ivi incluse le amministrazioni pubbliche e il settore privato) e i titoli detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e titoli di debito) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

Curva dei rendimenti [yield curve]: rappresentazione grafica della relazione esistente, a una certa data, fra il tasso di interesse o il rendimento e la vita residua di titoli di debito con pari rischio di credito ma con differenti scadenze. L'inclinazione della curva può essere misurata come differenza fra i tassi di interesse o rendimenti per coppie di scadenze.

Debito (conti finanziari) [debt (financial accounts)]: i prestiti alle famiglie, nonché i prestiti, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie (risultanti dagli impegni assunti dai datori di lavoro nei confronti dei propri dipendenti finalizzati all'erogazione della pensione), valutati ai prezzi di mercato di fine periodo.

Debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [debt (general government)]: il debito lordo (banconote, monete e depositi, prestiti e titoli di debito) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche.

Debito estero lordo [gross external debt]: consistenze delle passività correnti effettive (ossia non potenziali) di un'economia che implicano, in una data futura, il pagamento del capitale o degli interessi a non residenti.

Deflazione [deflation]: un calo marcato e persistente dei prezzi di un insieme molto ampio di beni e servizi di consumo che viene incorporato nelle aspettative degli operatori.

Depositi presso la banca centrale [deposit facility]: operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messe a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti idonee possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso la propria BCN. Tali depositi sono remunerati a un tasso di interesse prestabilito, che di norma rappresenta il limite minimo dei tassi di interesse del mercato overnight.

Disavanzo (riferito alle amministrazioni pubbliche) [deficit (general government)]: l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, vale a dire la differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche.

Disinflazione [disinflation]: processo di rallentamento dell'inflazione che può condurre a tassi di inflazione temporaneamente negativi.

Eonia [EONIA (euro overnight index average)]: misura del tasso di interesse effettivo prevalente nel mercato interbancario overnight dell'euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di

interesse sulle operazioni di prestito overnight non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

Euribor [EURIBOR (euro interbank offered rate)]: tasso applicato ai prestiti denominati in euro tra banche considerate di primario standing; viene calcolato quotidianamente, per scadenze varie, non superiori ai dodici mesi, sulla base dei tassi di un campione di banche selezionate.

Eurosistema [Eurosysteem]: 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.

Indicazioni prospettiche sulla politica monetaria [Forward guidance]: comunicazione di una banca centrale sull'orientamento condizionale della politica monetaria con riferimento all'andamento futuro dei tassi di interesse.

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 notes, 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").

Liquidità in eccesso [Excess liquidity]: ammontare di liquidità detenuta dalle banche sotto forma di riserve presso la banca centrale eccedente il fabbisogno aggregato del sistema bancario, quale determinato dagli obblighi di riserva e dai fattori autonomi.

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.

Saldo di bilancio strutturale delle amministrazioni pubbliche [Structural fiscal balance]: saldo di bilancio corretto in modo da tener conto dei fattori ciclici (ovvero, saldo corretto per gli effetti del ciclo) e delle misure una tantum.

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 massimo di offerta [Maximum bid rate]: limite superiore fissato per i tassi di interesse a cui le controparti possono presentare le proprie offerte nelle operazioni di assorbimento della liquidità condotte mediante procedura d'asta a tasso variabile.

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 operazioni di immissione della liquidità mediante procedura d'asta a tasso variabile.

Titoli di stato indicizzati all'inflazione [inflation-indexed government bonds]: titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche; i pagamenti delle cedole e del capitale sono collegati a uno specifico indice dei prezzi al consumo.

Titolo di debito [debt security]: promessa da parte dell'emittente (prenditore) a effettuare uno o più pagamenti al detentore (prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Questi titoli recano solitamente uno specifico tasso di interesse (cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza. I titoli di debito con scadenza originaria superiore a un anno sono classificati come titoli a lungo termine.

Valore di riferimento per la crescita di M3 [reference value for M3 growth]: tasso di crescita sui dodici mesi di M3, considerato coerente con la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Volatilità [volatility]: grado di oscillazione di una variabile.

Volatilità implicita [implied volatility]: la volatilità attesa (cioè la deviazione standard) dei tassi di variazione dei prezzi di un'attività (ad es., un'azione o un'obbligazione). Può essere desunta dal prezzo dell'attività, dalla data di scadenza e dal prezzo di esercizio delle relative opzioni, nonché da un rendimento privo di rischio, utilizzando un modello per il calcolo dei prezzi delle opzioni, quale il modello Black-Scholes.