



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

01 | 2014

02 | 2014

03 | 2014

04 | 2014

05 | 2014

06 | 2014

07 | 2014

08 | 2014

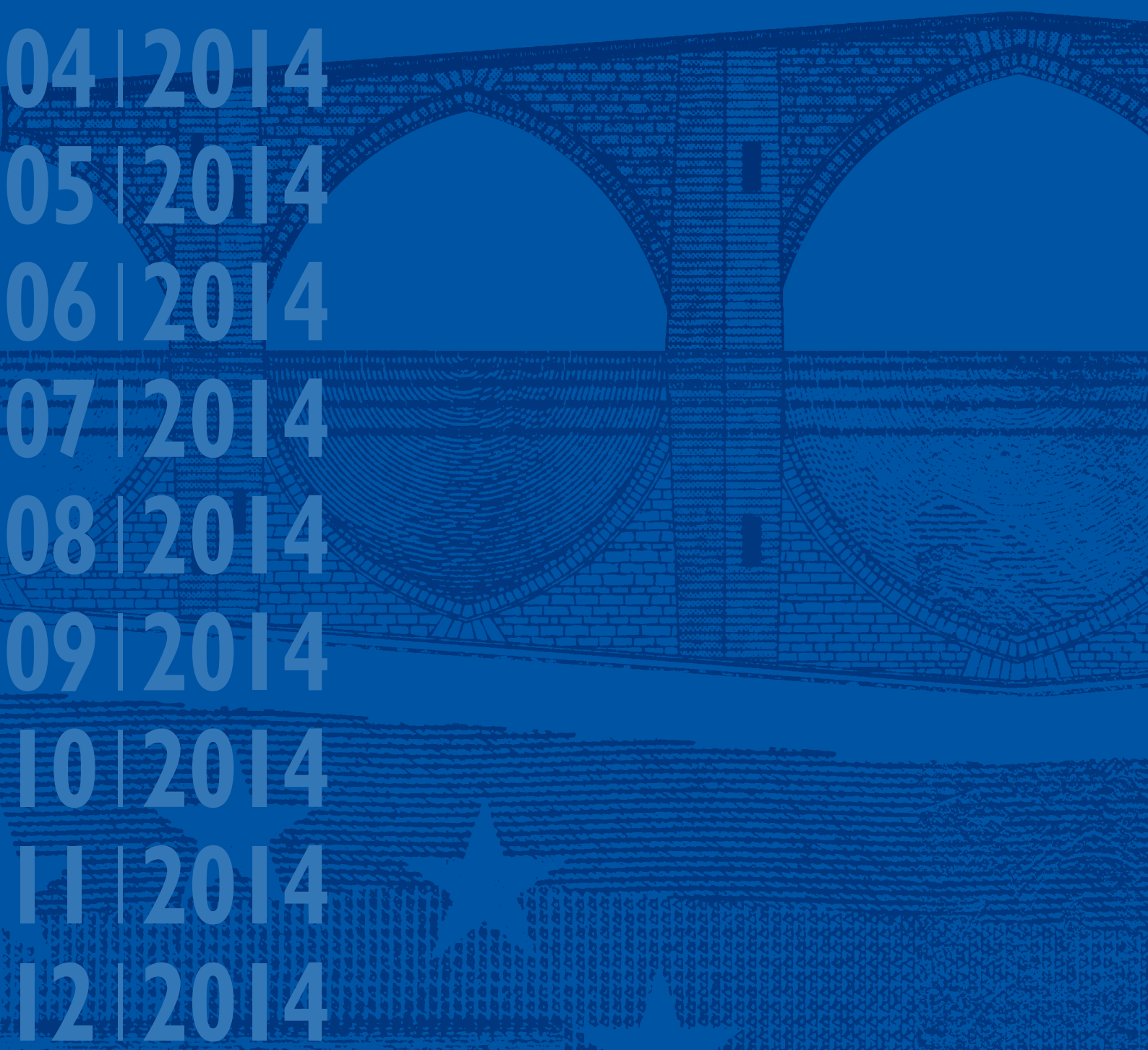
09 | 2014

10 | 2014

11 | 2014

12 | 2014

**BOLLETTINO MENSILE
GENNAIO**





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



BOLLETTINO MENSILE GENNAIO 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
all'8 gennaio 2014.*

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

*Stampato nel mese di gennaio 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 La possibile azione di freno della debolezza del credito sulla ripresa economica negli Stati Uniti e nel Regno Unito

13

Riquadro 2 L'adozione dell'euro da parte della Lettonia

18

2 Gli andamenti monetari e finanziari

22

Riquadro 3 Evoluzione della posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro dall'inizio della crisi finanziaria

26

3 Prezzi e costi

41

4 La produzione, la domanda e il mercato del lavoro

47

Riquadro 4 Investimenti delle imprese: indicazioni di una modesta ripresa a venire

49

Riquadro 5 In quale misura la correzione delle partite correnti nei paesi dell'area dell'euro sottoposti a tensioni è stata congiunturale o strutturale?

52

ARTICOLI

Quindici anni di Survey of Professional Forecasters della BCE

59

Gli andamenti recenti della liquidità in eccesso e dei tassi del mercato monetario

75

Le prospettive a medio termine per l'economia cinese e l'internazionalizzazione del renminbi

91

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 9 gennaio, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE. Le informazioni e le analisi più recenti seguitano a confermare la precedente valutazione del Consiglio direttivo. Nell'area dell'euro le pressioni di fondo sui prezzi dovrebbero restare contenute nel medio periodo. Conformemente con questo quadro, la dinamica della moneta e del credito permane moderata. Allo stesso tempo le aspettative di inflazione a medio-lungo termine per l'area sono saldamente ancorate in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento. Tale situazione continua a suggerire la possibilità di un prolungato periodo di bassa inflazione nell'economia dell'area, seguito poi da un graduale andamento al rialzo verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento. In tale contesto, il Consiglio direttivo rimarca con forza che manterrà un orientamento accomodante di politica monetaria finché sarà necessario; ciò sosterrà la graduale ripresa dell'economia nell'area dell'euro. Pertanto, il Consiglio direttivo ribadisce con fermezza le indicazioni prospettiche (forward guidance), ossia l'aspettativa che i tassi di interesse di riferimento della BCE rimangano su livelli pari o inferiori a quelli attuali per un prolungato periodo di tempo. Come affermato in precedenza, tale aspettativa si fonda su prospettive di inflazione nel complesso moderate anche nel medio termine, tenuto conto della debolezza generalizzata dell'economia e della dinamica monetaria contenuta. Per quanto riguarda le condizioni del mercato monetario e il loro potenziale impatto sull'orientamento di politica monetaria, il Consiglio direttivo segue con attenzione gli andamenti ed è pronto a considerare tutti gli strumenti disponibili. Nel complesso, esso resta 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, nel terzo trimestre del 2013 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è cresciuto dello 0,1 per cento sul periodo precedente, dopo l'incremento dello 0,3 del secondo trimestre. Se da un lato gli andamenti dei dati di ottobre della produzione industriale segnalano un inizio debole del quarto trimestre, dall'altro lato gli indicatori del clima di fiducia basati sulle indagini congiunturali fino a dicembre sono ancora migliorati a partire da bassi livelli, mostrando nel complesso il procedere di una graduale ripresa dell'attività economica. Guardando al 2014 e al 2015, il prodotto dovrebbe registrare un lento recupero, in particolare per effetto di un certo miglioramento della domanda interna sostenuto dall'orientamento accomodante della politica monetaria. Nell'area dell'euro l'attività economica dovrebbe essere altresì favorita da un progressivo rafforzamento della domanda di esportazioni. Inoltre, i miglioramenti complessivi osservati nei mercati finanziari dall'estate del 2012 si stanno trasmettendo all'economia reale, al pari dei progressi realizzati nel risanamento dei conti pubblici. A ciò si aggiunge che i redditi reali hanno recentemente beneficiato della minore inflazione relativa alla componente energetica. Al tempo stesso, la disoccupazione resta elevata nell'area dell'euro e i necessari aggiustamenti di bilancio nei settori pubblico e privato continueranno a pesare sull'economia.

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

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in dicembre l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è collocata allo 0,8 per cento nell'area dell'euro, a fronte dello 0,9 di novembre. Questo dato, sostanzialmente in linea con le aspettative, è riconducibile a una minore inflazione relativa alla componente dei servizi. Considerando i prezzi correnti dei contratti future per l'energia, ci si attende che nei prossimi mesi l'inflazione si attesti in prossimità dei livelli attuali. Nel medio periodo

le pressioni di fondo sui prezzi dovrebbero restare contenute nell'area dell'euro. Allo stesso tempo le aspettative di inflazione a medio-lungo termine per l'area rimangono saldamente ancorate in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento.

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

Passando all'analisi monetaria, i dati di novembre confermano la valutazione secondo cui l'espansione di fondo dell'aggregato monetario ampio (M3) e del credito permangono contenute. A novembre la crescita di M3 è rimasta praticamente invariata all'1,5 per cento, rispetto all'1,4 di ottobre, dopo il calo osservato sia a settembre sia ad agosto. L'espansione di M1, che resta vigorosa al 6,5 per cento, riflette una preferenza per la liquidità, pur mantenendosi al di sotto del massimo dell'8,7 per cento registrato nell'aprile 2013. Come nei mesi precedenti, il fattore principale alla base della crescita di M3 è rappresentato dall'aumento delle attività nette sull'estero delle IFM, il quale seguita a rispecchiare il maggiore interesse degli investitori internazionali per le attività dell'area dell'euro. L'andamento sui dodici mesi dei prestiti al settore privato permangono deboli. A novembre il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) si è situato 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 -3,1 per cento, rispetto al -3,0 di ottobre. Nel complesso la debole dinamica dei prestiti osservata per le società non finanziarie continua a riflettere, con il consueto scarto temporale, la sua relazione con il ciclo economico e a rispecchiare il rischio di credito e gli aggiustamenti in atto nei bilanci dei settori finanziario e non finanziario.

Dall'estate del 2012 si sono compiuti notevoli progressi nel miglioramento della situazione della provvista bancaria. Per assicurare un'appropriata trasmissione della politica monetaria alle condizioni di finanziamento nei paesi dell'area dell'euro è essenziale ridurre ulteriormente la frammentazione dei mercati creditizi dell'area e consolidare la capacità di tenuta delle banche ove necessario. La valutazione approfondita della BCE favorirà ancor più questo processo di rafforzamento della fiducia, migliorando la qualità delle informazioni disponibili sulla situazione delle banche e consentendo di individuare e intraprendere le azioni correttive eventualmente necessarie. L'attuazione tempestiva di ulteriori interventi per realizzare l'unione bancaria contribuirà a ripristinare la fiducia nel sistema finanziario.

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

Per quanto riguarda le politiche di bilancio, è importante non vanificare gli sforzi compiuti in passato, ma sostenere il risanamento dei conti pubblici nel medio periodo. Su questo fronte le strategie dovrebbero essere in linea con il patto di bilancio 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 accompagnato dalla risoluta attuazione di riforme strutturali, ciò sosterrà ulteriormente la graduale ripresa dell'economia nell'area dell'euro e avrà un impatto positivo sulle finanze pubbliche. Le riforme dei

mercati dei beni e servizi e del lavoro e una rigorosa attuazione delle politiche del mercato unico richiedono un'attenzione particolare al fine di migliorare le prospettive di crescita economica e di promuovere la creazione di posti di lavoro in un contesto di elevata disoccupazione.

Questo numero del Bollettino contiene tre articoli. Il primo, dal titolo *Quindici anni di Survey of Professional Forecasters della BCE*, verte su alcuni degli elementi principali relativi all'utilità dell'indagine quale fonte di informazione per la valutazione di politica monetaria della BCE. Il secondo passa in rassegna i fattori alla base della recente evoluzione dell'eccesso di liquidità e il suo impatto sui tassi del mercato monetario. Il terzo, infine, illustra le prospettive a medio termine per l'economia cinese e le problematiche connesse all'internazionalizzazione del renminbi.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

Prosegue la graduale ripresa dell'economia globale, pur con qualche differenza a livello regionale. L'andamento si va progressivamente consolidando nelle principali economie avanzate, sostenuto da politiche accomodanti; al tempo stesso, nelle economie emergenti la crescita ha perso parte del vigore mostrato in precedenza, benché rimanga nel complesso robusta. Gli indicatori delle ultime indagini congiunturali segnalano un solido clima di fiducia su scala internazionale nell'ultimo trimestre del 2013, caratterizzato da attese di un ulteriore graduale rafforzamento dell'attività nel corso del 2014. L'inflazione e le pressioni inflazionistiche restano contenute a livello mondiale.

I.1 ATTIVITÀ ECONOMICA E COMMERCIO MONDIALE

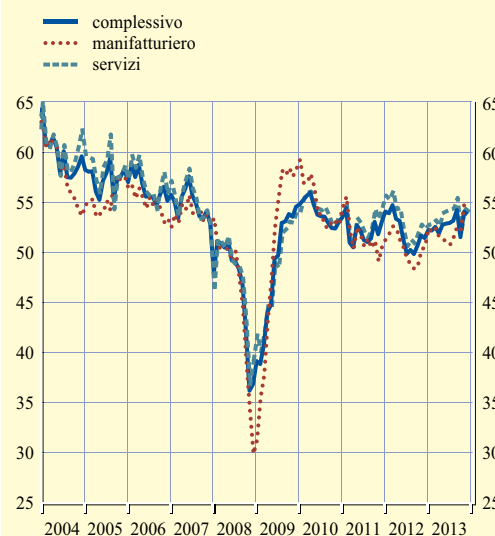
La ripresa economica mondiale prosegue a un ritmo graduale, sospinta dall'accelerazione della crescita in gran parte delle economie avanzate. Nel contempo, a seguito della decisione del Federal Open Market Committee (FOMC), annunciata lo scorso dicembre, di procedere a un progressivo rientro del programma di acquisto di attività, si è osservato un calo dell'incertezza nei mercati finanziari internazionali che potrebbe fornire ulteriore sostegno all'attività economica globale. Gli indicatori delle più recenti indagini congiunturali continuano a mostrare solide condizioni economiche nel quarto trimestre del 2013, mantenendosi tutti fermamente in territorio espansivo. In particolare, nell'ultimo trimestre dell'anno l'indice mondiale complessivo dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) è rimasto sostanzialmente invariato, a 53,4, rispetto al trimestre precedente. La tenuta evidenziata dal PMI complessivo mondiale a dicembre, con un valore (di 54,0) prossimo alle medie storiche, è riconducibile all'andamento abbastanza robusto della componente relativa al settore manifatturiero, mentre l'indice per il settore dei servizi ha ceduto lievemente. Se si esclude l'area dell'euro, il PMI complessivo si è mantenuto pressoché inalterato a 53,8 anche nel quarto trimestre del 2013 (cfr. figura 1).

Gli indicatori mondiali anticipatori del ciclo continuano a suggerire una graduale espansione dell'economia mondiale. La componente del PMI mondiale complessivo (esclusa l'area dell'euro) riguardante i nuovi ordinativi è salita a 55,4 in dicembre. Nel contempo, a ottobre l'indicatore anticipatore composito 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, nonché un timido recupero di slancio nelle maggiori economie emergenti, quali Cina, Russia e India (cfr. figura 2).

L'interscambio mondiale ha mantenuto vigore all'inizio del quarto trimestre del 2013, mostrando ulteriori segnali di stabilizzazione dopo un prolungato periodo di crescita modesta. Secondo il CPB Netherlands Bureau of Economic Analysis, in ottobre le importazioni mondiali di beni hanno registrato un aumento dell'1,3 per

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

(dati mensili destagionalizzati)



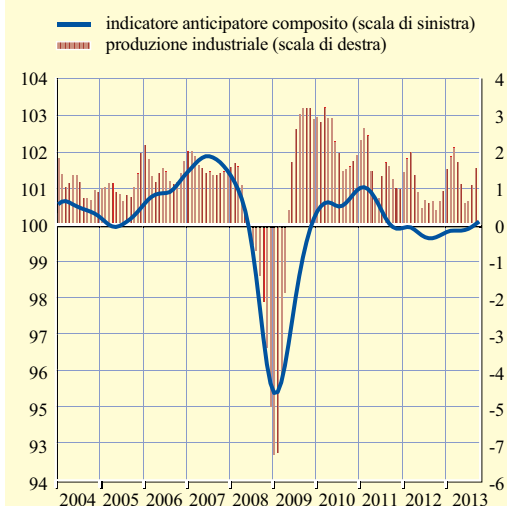
Fonte: Markit.

cento sui tre mesi precedenti, rispetto all'1,5 per cento di settembre, riflettendo un'espansione considerevolmente più sostenuta nelle economie emergenti asiatiche e il rallentamento della crescita negli Stati Uniti e in Giappone. Inoltre, il PMI mondiale concernente i nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero resta in territorio espansivo, nonostante una lieve diminuzione in dicembre, a confermare la dinamica piuttosto positiva del commercio globale. Nondimeno, è probabile che la ripresa degli scambi internazionali prosegua a ritmi moderati in un orizzonte di breve periodo, mantenendosi al di sotto dei livelli osservati prima della crisi finanziaria.

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 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 e le pressioni inflazionistiche restano contenute a livello mondiale. Nell'area dell'OCSE l'inflazione generale al consumo sui dodici mesi è aumentata lievemente, portandosi in novembre all'1,5 per cento dall'1,3 per cento di ottobre, per il graduale venir meno di effetti base negativi ascrivibili al calo dei corsi energetici. Il tasso di inflazione dell'OCSE in termini tendenziali, al netto dei beni alimentari ed energetici, si è mantenuto sostanzialmente stabile in novembre, all'1,6 per cento. L'inflazione ha evidenziato una ripresa nella maggior parte delle economie avanzate, mentre in quelle emergenti si sono osservati andamenti più eterogenei, che contrappongono all'incremento

Tavola 1 Andamenti dei prezzi in alcune economie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

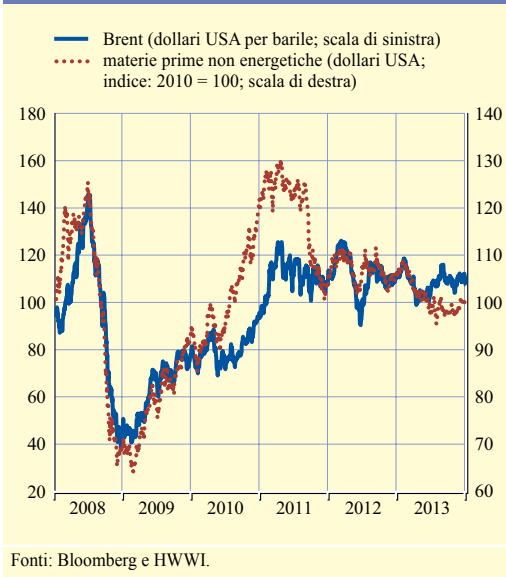
	2011	2012	2013					
			giu.	lug.	ago.	set.	ott.	nov.
OCSE	2,9	2,3	1,8	2,0	1,7	1,5	1,3	1,5
Stati Uniti	3,2	2,1	1,8	2,0	1,5	1,2	1,0	1,2
Giappone	-0,3	0,0	0,2	0,7	0,9	1,0	1,1	1,5
Regno Unito	4,5	2,8	2,9	2,8	2,7	2,7	2,2	2,1
Cina	5,4	2,6	2,7	2,7	2,6	3,1	3,2	3,0
<i>Per memoria:</i>								
Inflazione di fondo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

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

registrato in India e in Russia il calo della Cina (cfr. tavola 1).

Il contenimento dell'inflazione mondiale è stato favorito dalla relativa stabilità dei corsi delle materie prime. Le quotazioni del greggio di qualità Brent, in diminuzione dall'inizio di dicembre, hanno raggiunto l'8 gennaio scorso 107 dollari il barile, il 3 per cento in meno rispetto a un anno fa. Secondo l'Agenzia internazionale per l'energia, la domanda mondiale di petrolio dovrebbe registrare una flessione nel primo trimestre del 2014, mentre ci si attende un ristagno delle forniture di paesi non appartenenti all'OPEC, poiché l'incremento della produzione statunitense di petrolio da scisti compenserebbe la contrazione dei biocarburanti a livello mondiale. Tale evoluzione potrebbe esercitare una pressione al ribasso sui prezzi. I mercati dei future incorporano nei prezzi corsi petroliferi inferiori in un orizzonte di medio periodo, scambiando a circa 98 dollari il barile i contratti in scadenza a dicembre 2015.

Figura 3 Principali andamenti dei prezzi delle materie prime



In dicembre le quotazioni delle materie prime non energetiche si sono mantenute, in media, pressoché stabili, mostrando un calo nel caso dei cereali e un aumento per i metalli. All'inizio di gennaio l'indice aggregato dei prezzi delle materie prime non energetiche (denominato in dollari) si situava su un valore inferiore di circa il 7 per cento rispetto a quello dello stesso periodo dell'anno scorso.

1.3 ANDAMENTI IN ALCUNE ECONOMIE

STATI UNITI

Negli Stati Uniti la crescita del PIL in termini reali ha evidenziato un'accelerazione nel terzo trimestre del 2013. La terza e ultima stima del Bureau of Economic Analysis la colloca al 4,1 per cento in ragione d'anno sul periodo corrispondente (1,0 per cento sul trimestre precedente), in aumento dal 2,5 per cento del secondo trimestre (0,6 per cento sul trimestre precedente). La correzione al rialzo, rispetto al 3,6 per cento della seconda stima, va ricondotta perlopiù a incrementi superiori alle previsioni della

Tavola 2 Crescita del PIL in termini reali in alcune economie

(variazioni percentuali)

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

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

spesa per consumi privati e degli investimenti fissi privati; queste due componenti, insieme al cospicuo contributo positivo, pari a 1,7 punti percentuali, proveniente dagli investimenti in scorte, hanno rappresentato le principali determinanti della crescita nel terzo trimestre. La spesa pubblica ha mostrato un leggero rialzo, poiché il calo della spesa a livello federale è stato più che compensato dall'aumento di quella statale e locale. Le esportazioni nette hanno fornito un contributo lievemente positivo, di riflesso al rallentamento più pronunciato della dinamica delle importazioni rispetto a quella delle esportazioni.

È possibile che la crescita sia stata leggermente più debole nell'ultimo trimestre del 2013, per le conseguenze avverse derivanti dalla temporanea paralisi dell'amministrazione pubblica nonché dal rischio politico calcolato connesso allo spostamento della soglia del debito in ottobre. Inoltre, la consistente accelerazione delle scorte osservata nel terzo trimestre rende più probabile il verificarsi di ricadute nel quarto. Tuttavia, i dati ad alta frequenza fino a novembre i consumi privati, la produzione industriale e le nuove costruzioni, risultati superiori alle attese, segnalano una più vigorosa dinamica di fondo dell'espansione economica. Il mercato del lavoro ha dato prova di resilienza; infatti, nei primi due mesi del quarto trimestre la creazione di posti di lavoro ha accelerato rispetto al livello medio del trimestre precedente e il tasso di disoccupazione ha mostrato la tendenza a scendere ulteriormente, portandosi in novembre al 7,0 per cento, il valore più basso in cinque anni. Inoltre, sul finire dell'anno la fiducia dei consumatori ha registrato una ripresa, indicando che l'impatto negativo esercitato sulla fiducia dalla temporanea paralisi dell'amministrazione pubblica in ottobre avrà probabilmente breve durata. Infine, a ridurre ulteriormente i vincoli di bilancio attesi nel breve periodo è l'accordo bipartitico sul bilancio di previsione promulgato dal Presidente Obama il 26 dicembre, con l'obiettivo di limitare i tagli trasversali alla spesa pubblica imposti dal cosiddetto "sequester" per i prossimi due esercizi; vengono così avvalorate le aspettative di un'accelerazione dell'attività economica nel 2014. Sebbene il credito al settore privato abbia registrato un'evoluzione relativamente modesta nella ripresa, di recente si sono osservati segnali di un rialzo. Il riquadro 1 esamina il credito al settore privato e il suo nesso con il ciclo economico negli Stati Uniti e nel Regno Unito, al fine di valutarne l'impatto sulla ripresa in corso.

In novembre l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) ha evidenziato un aumento di 0,2 punti percentuali, all'1,2 per cento, che riflette perlopiù effetti base connessi con l'evoluzione dei corsi energetici. I rincari dei prodotti alimentari sono rimasti contenuti. L'inflazione al netto di alimentari ed energia si è collocata all'1,7 per cento per il terzo mese consecutivo, mantenendosi entro il ristretto intervallo, compreso tra l'1,6 e l'1,8 per cento, che si osserva da aprile. In prospettiva, il considerevole sottoutilizzo della capacità produttiva nell'economia, insieme alla debole dinamica dei salari e dei costi degli input, suggerisce il persistere dell'inflazione su livelli contenuti.

Il 18 dicembre, il FOMC ha annunciato di voler ridurre lievemente il ritmo mensile degli acquisti di attività (misura comunemente nota come "tapering"), che a decorrere dal gennaio 2014 diminuiranno di 10 miliardi di dollari, a 75 miliardi di dollari. La decisione interessa in eguale misura gli acquisti di mutui cartolarizzati (che passeranno da 40 miliardi a 35 miliardi di dollari) e quelli di titoli del Tesoro a più lungo termine (che caleranno da 45 miliardi a 40 miliardi di dollari), mentre un'ulteriore riduzione degli acquisti dipenderà dalla valutazione degli andamenti economici condotta dal Comitato. Al tempo stesso, il FOMC 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 6,5 per cento, specie se le proiezioni sull'inflazione continueranno a mostrare valori inferiori al 2 per cento, obiettivo di più lungo periodo del Comitato"; in questo modo, ha rafforzato e corroborato le indicazioni prospettiche riguardanti l'andamento futuro dei tassi di interesse ufficiali rispetto alle formulazioni utilizzate da dicembre 2012.

Riquadro I

LA POSSIBILE AZIONE DI FRENO DELLA DEBOLEZZA DEL CREDITO SULLA RIPRESA ECONOMICA NEGLI STATI UNITI E NEL REGNO UNITO

Il credito al settore privato non finanziario, definito come finanziamento di mercato e bancario, segue di norma una dinamica strettamente associata al ciclo economico: il suo tasso di crescita evidenzia di fatto forti movimenti in coincidenza con le fasi di recessione e di successiva ripresa dell'economia¹⁾. Questo riquadro esamina le regolarità del credito e il rapporto tra quest'ultimo e il ciclo economico in due dei più importanti partner commerciali dell'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Regno Unito.

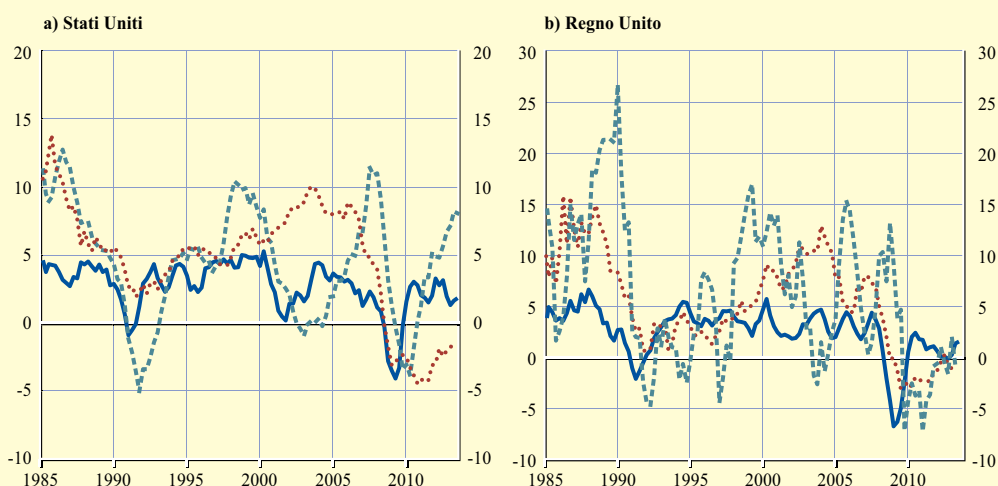
Il credito al settore privato non finanziario e il ciclo economico

Il tasso di espansione in termini reali del PIL presenta tradizionalmente una correlazione positiva con quello del credito alle società non finanziarie (SNF) e alle famiglie sia negli Stati Uniti sia nel Regno Unito (cfr. figura A). Tale correlazione non sembra tuttavia molto stretta e in entrambi i paesi la dinamica del credito è più volatile nel settore delle SNF che in quello delle famiglie. Nel ciclo attuale, il credito complessivo ha evidenziato andamenti deboli nelle due economie. Come nei cicli precedenti, e in linea con i fatti stilizzati relativi all'area dell'euro, il credito alle imprese ha rallentato dopo la decelerazione del credito alle famiglie e dell'attività economica. Gli anda-

Figura A : Dinamica del PIL reale e del credito

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

— PIL in termini reali
- - - credito alle famiglie in termini reali
- - - credito alle SNF in termini reali



Fonti: Federal Reserve System, Haver Analytics e Office for National Statistics.

Nota: il credito in termini reali è stato calcolato utilizzando il deflatore del PIL e si riferisce alle fonti di finanziamento di mercato e bancarie.

1) Per riscontri del rapporto tra moneta/credito e il ciclo economico nell'area dell'euro, cfr. il riquadro "Fatti stilizzati relativi alla moneta e al credito rispetto al ciclo economico", nel numero di ottobre 2013 di questo Bollettino.

menti più recenti stanno a indicare che negli Stati Uniti il credito alle SNF ha accelerato e quello alle famiglie potrebbe invece essere vicino ai minimi, almeno sul periodo corrispondente, mentre nel Regno Unito si è stabilizzato su livelli molto deboli negli ultimi trimestri in entrambi i settori.

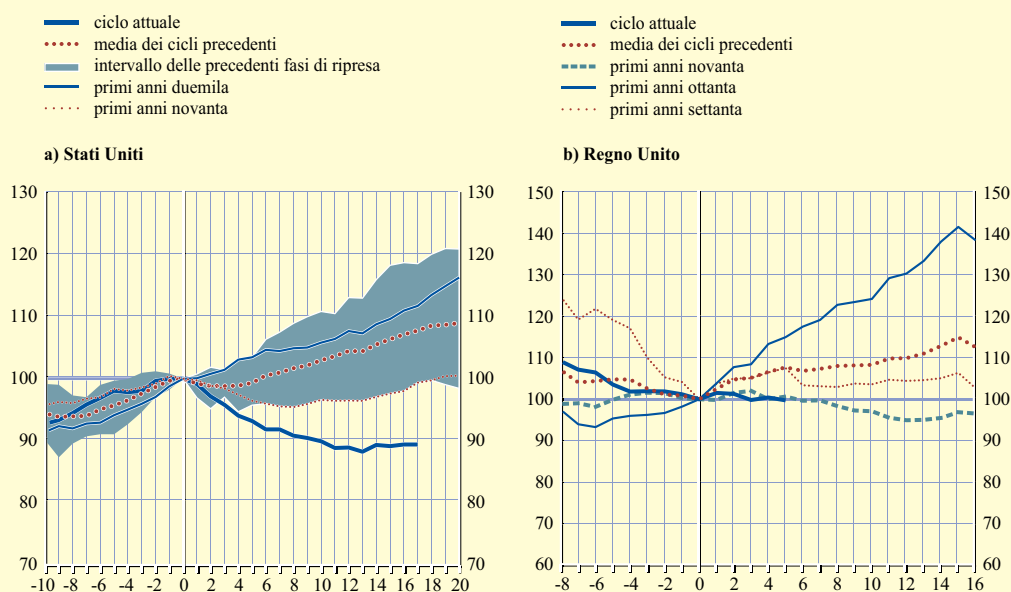
La correlazione tra il tasso di incremento in termini reali del PIL e quello del credito con diversi anticipi e ritardi conferma che quest'ultimo è altamente prociclico nei due paesi considerati. La crescita del PIL sembra anticipare quella del credito alle SNF e la correlazione più elevata tra le due serie si rileva per un anticipo di tre trimestri negli Stati Uniti e di un trimestre nel Regno Unito. Per quanto concerne il credito alle famiglie, negli Stati Uniti si rileva una situazione analoga (con un anticipo di circa un trimestre) e nel Regno Unito le serie sono invece più coincidenti. In quest'ultimo paese, la correlazione più elevata fra i tassi di espansione del PIL e del credito alle SNF (0,29 nel periodo 1967-2013) è molto inferiore a quella osservata per le famiglie (0,54 nello stesso periodo) e più bassa delle correlazioni rilevate negli Stati Uniti (0,57 per le SNF e 0,56 per le famiglie nel periodo 1953-2013).

Un raffronto con i cicli precedenti

Per valutare se il credito da fonti di mercato e bancarie sia eccezionalmente debole nell'attuale ripresa, è utile raffrontarne l'incidenza sul PIL rispetto ai cicli precedenti. La figura B evidenzia situazioni leggermente diverse nei due paesi. Negli Stati Uniti il rapporto fra il credito al settore privato non finanziario e il PIL è diminuito dalla fine dell'ultima fase recessiva, per poi recuperare solo in parte a partire dalla metà del 2012. Il rapporto fra il credito alle famiglie e il PIL

Figura B Rapporto fra credito in termini reali e PIL; raffronto con precedenti fasi di ripresa

(indice: fine della recessione = 100; asse delle ascisse: trimestri)



Fonti: Federal Reserve System, Haver Analytics e Office for National Statistics.
 Note: lo zero indica la fine di ciascuna recessione. Secondo l'NBER (National Bureau of Economic Research) a partire dal 1950 ci sono state dieci recessioni negli Stati Uniti, l'ultima delle quali dal quarto trimestre del 2007 al secondo trimestre del 2009; secondo l'Economic Cycle Research Institute ci sono state quattro recessioni nel Regno Unito a partire dal 1960, l'ultima delle quali dal primo trimestre del 2008 al primo trimestre del 2012, con una ricaduta tra questi due periodi.

ha evidenziato una particolare debolezza e ha continuato a scendere nei primi tre trimestri del 2013 con la correzione in atto dei bilanci delle famiglie statunitensi dopo lo scoppio della bolla immobiliare²⁾. Invece nel Regno Unito la dinamica del credito è lievemente inferiore che nelle precedenti fasi di ripresa, ma non appare eccezionalmente debole. In particolare, il finanziamento di mercato alle SNF ha evidenziato andamenti relativamente positivi e questo sta a indicare come le imprese siano riuscite meglio che in passato a sostituire il credito bancario con altre forme di finanziamento. Nell'insieme, tuttavia, l'attuale debolezza del credito nel Regno Unito riflette probabilmente la perdurante fragilità del settore bancario.

Per quanto concerne le imprese, sembra che la dinamica fiacca del credito non svolga necessariamente un ruolo importante di freno della ripresa nelle due economie. I riscontri circa la composizione del finanziamento alle SNF mostrano che le imprese con accesso ai mercati dei capitali sono riuscite a compensare parte del brusco calo dei prestiti emettendo titoli di debito e, nel caso del Regno Unito, azioni. Quelle statunitensi hanno persino riacquisito azioni per diversi anni, a indicare la scarsa necessità di finanziamento esterno. Ciò trova altresì riflesso nel fabbisogno finanziario (dato dalla differenza tra la spesa in conto capitale e la somma dei fondi interni e delle correzioni di valutazione delle scorte) delle imprese degli Stati Uniti: negativo dagli inizi del 2009, ha iniziato a riequilibrarsi solo di recente e questo mostra che gran parte delle SNF statunitensi dispone di liquidità sufficiente a coprire i propri investimenti. Anche le imprese britanniche presentano in media ampie disponibilità liquide, sebbene non si possa escludere che alcune siano soggette a vincoli finanziari.

Conclusioni

Nell'insieme, benché sia difficile distinguere le cause e gli effetti in materia di relazione tra crescita del credito e del PIL senza ricorrere a quadri di riferimento più strutturati, i fatti stilizzati presentati in questo riquadro mostrano che la dinamica del credito è stata relativamente modesta durante la ripresa negli Stati Uniti e - in misura inferiore - anche nel Regno Unito. Il credito alle famiglie rimane debole in entrambe le economie. Il processo di correzione dei bilanci recentemente avviato dalle famiglie negli Stati Uniti e l'aumento della ricchezza immobiliare e finanziaria nei due paesi dovrebbero determinare un miglioramento dei fondamentali che sosterrà i consumi privati. Nel settore delle imprese, le SNF sia statunitensi sia britanniche sarebbero riuscite a utilizzare fonti di finanziamento di mercato quando la crescita dei prestiti è divenuta negativa. Più di recente, le indagini congiunturali hanno evidenziato miglioramenti nel Regno Unito e negli Stati Uniti. Assieme alle discrete disponibilità liquide delle imprese statunitensi e britanniche, ciò sta a indicare l'esistenza dei presupposti necessari per una ripresa degli investimenti.

2) Maggiori dettagli sono contenuti nel riquadro "I progressi finora realizzati nella riduzione della leva finanziaria delle famiglie negli Stati Uniti", nel numero di novembre 2013 di questo Bollettino.

GIAPPONE

In Giappone la seconda stima preliminare del Cabinet Office concernente la crescita del PIL nel terzo trimestre ha fornito ulteriori indicazioni di un rallentamento dell'attività, rispetto ai tassi di incremento molto elevati osservati nella prima metà dell'anno. Il dato sull'espansione del prodotto è stato rivisto al ribasso, allo 0,3 per cento sul trimestre precedente dallo 0,5 per cento, soprattutto per effetto di un minore contributo delle scorte. Dalle più recenti indagini campionarie emerge una ripresa dell'attività economica nel quarto trimestre. L'indagine Tankan della Banca del Giappone pubblicata in dicembre ha continuato a mostrare un miglioramento per le imprese manifatturiere e

non manifatturiere di grandi dimensioni, segnalando un aumento della fiducia delle imprese. Inoltre, il PMI per il settore manifatturiero si è mantenuto sostanzialmente stabile in dicembre, a 55,2. Tuttavia, il quadro positivo che si ricava dagli ultimi dati campionari va ridimensionato alla luce di incrementi più modesti nelle statistiche pubblicate, come nel caso della produzione industriale, cresciuta in novembre dello 0,1 per cento sul mese precedente.

L'inflazione al consumo ha seguito ad aumentare, raggiungendo a novembre l'1,5 per cento in termini congiunturali, rispetto all'1,1 per cento di ottobre. I rincari dell'energia, imputabili a limitazioni delle forniture di elettricità a livello nazionale nonché al precedente deprezzamento dello yen, fanno sì che resti ampio il divario tra l'inflazione complessiva e quella che esclude alimentari, bevande ed energia collocata appena allo 0,6 per cento in novembre (sebbene in aumento dallo 0,3 per cento). In prospettiva la dinamica dei prezzi dipenderà dagli aumenti salariali che verranno contrattati in primavera. Pertanto, nella riunione di dicembre la Banca del Giappone ha mantenuto invariato l'obiettivo per la base monetaria.

REGNO UNITO

Il Regno Unito ha evidenziato una crescita vigorosa negli ultimi trimestri. Il PIL in termini reali è salito dello 0,8 per cento nel terzo trimestre del 2013, sospinto dalla domanda interna. Nonostante il lieve calo registrato in dicembre da alcuni tra i principali indicatori delle indagini congiunturali presso le imprese e le famiglie, il livello relativamente alto degli indici suggerisce il protrarsi di una dinamica robusta nel quarto trimestre. In un'ottica di medio termine, tuttavia, è probabile che vi sia una certa moderazione del ritmo di crescita. L'evoluzione relativamente debole del reddito reale delle famiglie e la persistente necessità di un aggiustamento dei bilanci nei settori pubblico e privato continueranno per qualche tempo a frenare la domanda interna, mentre le prospettive per le importazioni rimangono modeste. Al tempo stesso, la situazione del mercato del lavoro ha seguito a migliorare, registrando in particolare una crescita dell'occupazione a tempo pieno nel settore privato negli ultimi mesi. Il tasso di disoccupazione è sceso di 0,2 punti percentuali, al 7,4 per cento, nei tre mesi fino a ottobre. Nel mercato delle abitazioni gli indicatori di attività e prezzi sono migliorati ulteriormente, sospinti dai recenti provvedimenti sul piano delle politiche, mentre la dinamica del credito ha mostrato segni di ripresa.

L'inflazione in termini tendenziali misurata sull'IPC è diminuita ancora in novembre, dopo il netto rallentamento registrato in ottobre. Nello stesso mese il tasso dell'inflazione complessiva si è ridotto di 0,1 punti percentuali rispetto a ottobre, al 2,1 per cento, soprattutto per via di un calo dei rincari su beni energetici e servizi dell'istruzione. 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 gli ultimi indicatori continuano a segnalare una dinamica della crescita sostenuta ma leggermente più debole. La produzione industriale, gli investimenti fissi e le importazioni hanno segnato un moderato rallentamento, mentre le vendite al dettaglio e le esportazioni sono in lieve ripresa. Nel complesso, tale evoluzione suggerisce che lo slancio espansivo va scemando in misura marginale, con il venir meno degli effetti del piccolo pacchetto di stimolo attuato la scorsa estate. Per quanto riguarda gli andamenti monetari, la crescita del credito e dei prestiti si è mantenuta stabile su livelli elevati.

Nondimeno, in seguito alla dichiarazione della banca centrale della Repubblica popolare cinese, contenuta nel rapporto sulla politica monetaria per il terzo trimestre, secondo cui l'economia nazionale potrebbe trovarsi a fronteggiare una prolungata fase di riduzione della leva finanziaria, i tassi di interesse nei mercati monetari e delle obbligazioni hanno mostrato una generale tendenza al rialzo.

L'inflazione sul periodo corrispondente misurata sull'IPC, scesa lievemente per il minore contributo dei prodotti alimentari, resta ben al di sotto dell'obiettivo del 3,5 per cento fissato dal governo. L'inflazione (al netto delle componenti alimentari ed energia) si è mantenuta stabile, continuando a oscillare fra l'1,3 per cento e il 1,9% per cento come negli ultimi due anni. L'inflazione calcolata sull'indice dei prezzi alla produzione si è confermata negativa in termini tendenziali.

All'inizio di dicembre, in occasione della Central Economic Work Conference che ha definito le priorità di politica economica per il 2014, è stata sottolineata l'esigenza di affrontare gli squilibri accumulatisi nell'economia, quali l'eccesso di capacità produttiva riscontrabile in taluni settori e l'aumento esponenziale del debito delle amministrazioni locali, presentando fra l'altro un piano volto a migliorare la riallocazione di lavoro dalle zone rurali a quelle urbane e, nel contempo, a sostenere il processo di urbanizzazione in atto (si veda anche l'articolo in questo numero "Prospettive di medio periodo per l'economia cinese e internazionalizzazione del renminbi").

1.4 TASSI DI CAMBIO

Nell'ultimo mese l'euro si è apprezzato sulle valute di gran parte dei principali partner commerciali dell'area. L'8 gennaio 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 superiore dello 0,4 per cento a quello dei primi di dicembre e del 4,5 per cento a quello di un anno prima (cfr. figura 4 e tavola 3). Durante questo periodo, i movimenti dei cambi sono stati in prevalenza riconducibili all'andamento delle aspettative sui tassi di interesse, nonché alla correzione delle attese di mercato circa le prospettive economica dell'area rispetto alle altre maggiori economie.

In termini bilaterali, tra il 2 dicembre 2013 e l'8 gennaio 2014 l'euro si è rafforzato nei confronti del dollaro statunitense (dello 0,4 per cento), dello yen giapponese (del 2,3 per cento) e della sterlina britannica (dello 0,2 per cento). Si è inoltre apprezzato contro le divise di paesi esportatori di materie prime, mentre la dinamica rispetto alle monete delle economie emergenti asiatiche è risultata eterogenea nell'arco del periodo in esame. Per quanto concerne le valute di altri Stati membri dell'UE, il tasso di cambio dell'euro è aumentato sul leu romeno (dell'1,3 per cento) e, in misura marginale, sulla corona ceca (dello 0,1 per cento) nonché su quella svedese (dello 0,1 per cento). La moneta unica ha invece perso lievemente terreno

Figura 4 Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro

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



Fonte: BCE.

Note: il tasso di cambio effettivo nominale è calcolato rispetto alle divise di 20 tra i più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Questo indice di riferimento è stato corretto per tener conto dell'entrata della Lettonia nell'area dell'euro il 1° gennaio del 2014. La correzione si applica retrospettivamente al periodo precedente il 2014.

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 all'8 gennaio 2014 rispetto a:	
		2 dicembre 2013	8 gennaio 2013
Tasso di cambio effettivo dell'euro (TCE-20)		0,4	4,5
Renminbi cinese	18,7	-0,3	1,0
Dollaro statunitense	16,8	0,4	3,9
Sterlina britannica	14,8	0,2	1,6
Yen giapponese	7,2	2,3	24,2
Franco svizzero	6,4	0,5	2,4
Zloty polacco	6,2	-0,4	1,3
Corona ceca	5,0	0,1	7,3
Corona svedese	4,7	0,1	3,7
Won sudcoreano	3,9	1,2	4,3
Fiorino ungherese	3,2	-0,6	2,6
Corona danese	2,6	0,0	0,0
Nuovo Lev romeno	2,0	1,3	1,8
Kuna croata	0,6	-0,1	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.

nei confronti della kuna croata (dello 0,1 per cento), dello zloty polacco (dello 0,4 per cento) e del fiorino ungherese (dello 0,6 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. Il 1° gennaio 2014 la Lettonia ha adottato la moneta unica ed è diventata il 18° membro dell'area dell'euro. Il tasso di conversione irrevocabile del lats lettone con l'euro è stato fissato a 0,702804 lats lettone, pari al tasso centrale applicato per tutto il periodo della partecipazione del paese agli AEC II (si veda riquadro 2).

Riquadro 2**L'ADOZIONE DELL'EURO DA PARTE DELLA LETTONIA**

Il 1° gennaio 2014 la Lettonia ha adottato la moneta unica ed è diventata il 18° membro dell'area dell'euro. Il tasso di conversione fra il lat lettone e l'euro è stato fissato irrevocabilmente a 0,702804, livello corrispondente alla parità centrale del lat fin dall'adesione del paese ai nuovi Accordi europei di cambio (AEC II).

Rispetto al resto dell'area dell'euro la Lettonia è un'economia molto piccola e, pertanto, l'introduzione della moneta unica nel paese non avrà ripercussioni significative sui dati macroeconomici aggregati dell'area (cfr. tavola).

Con una popolazione di 2 milioni di abitanti circa e un PIL pari approssimativamente allo 0,2 per cento del PIL dell'area dell'euro, la Lettonia registra un PIL pro capite in termini di parità di potere di acquisto lievemente inferiore al 60 per cento della media dell'intera area dell'euro nel 2012.

Principali indicatori economici della Lettonia e dell'area dell'euro

	Periodo di riferimento	Unità di misura	Area dell'euro esclusa la Lettonia	Area dell'euro inclusa la Lettonia	Lettonia
Popolazione e attività economica					
	2012				
Popolazione totale	2012	milioni	333,2	335,2	2,0
PIL	2012	miliardi di euro	9.483,5	9.505,8	22,3
PIL pro capite	2012	migliaia di euro	28,5	28,4	10,9
PIL pro capite (PPA)		AE17=100	100,0	99,7	57,6
PIL (quota del PIL mondiale) ¹⁾	2012	percentuale	13,5	13,5	0,04
Valore aggiunto per branca di attività economica²⁾					
Agricoltura, pesca e silvicoltura	2012	percentuale del totale	1,7	1,7	5,0
Industria (incluse le costruzioni)	2012	percentuale del totale	25,0	25,0	25,7
Servizi (inclusi i servizi non di mercato)	2012	percentuale del totale	73,3	73,3	69,3
Indicatori monetari e finanziari					
	2012				
Credito al settore privato ³⁾	2012	percentuale del PIL	139,4	139,2	67,6
Capitalizzazione del mercato azionario ⁴⁾	2012	percentuale del PIL	47,5	47,3	3,8
Commercio estero					
	2012				
Esportazioni di beni e servizi ⁵⁾	2012	percentuale del PIL	45,8	45,9	61,6
Importazioni di beni e servizi ⁵⁾	2012	percentuale del PIL	43,2	43,3	65,5
Saldo delle partite correnti e del conto capitale ⁶⁾	2012	percentuale del PIL	1,4	1,4	0,5
Mercato del lavoro⁷⁾					
Tasso di partecipazione alle forze di lavoro	2° trim. 2013	percentuale	72,2	72,2	73,3
Tasso di disoccupazione	3° trim. 2013	percentuale	12,1	12,1	12,0
Tasso di occupazione	2° trim. 2013	percentuale	63,6	63,6	64,8
Amministrazione pubbliche					
Avanzo (+) o disavanzo (-)	2012	percentuale del PIL	-3,7	-3,7	-1,3
Entrate	2012	percentuale del PIL	46,3	46,2	35,1
Spese	2012	percentuale del PIL	49,9	49,9	36,4
Debito lordo	2012	percentuale del PIL	92,7	92,6	40,6

Fonti: Eurostat, FMI, Commissione europea, BCE ed elaborazioni della BCE.

1) Le quote del PIL sono basate su una valutazione del PIL dei paesi in termini di parità di potere d'acquisto (PPA).

2) Sulla base del valore aggiunto nominale lordo a prezzi all'origine.

3) Sono compresi prestiti e consistenze in titoli diversi da azioni, nonché in azioni e altre partecipazioni.

4) La capitalizzazione del mercato è data dall'ammontare totale in essere di azioni quotate (escluse le quote di fondi d'investimento e del mercato monetario) emesse dai residenti in Lettonia/area dell'euro al valore di mercato.

5) Dati di contabilità nazionale relativi all'interscambio di beni e servizi in termini nominali (compreso il commercio all'interno dell'area dell'euro).

6) Dati di bilancia dei pagamenti. I dati per l'area dell'euro sono compilati sulla base delle transazioni con residenti di paesi esterni all'area (sono quindi esclusi gli scambi all'interno di questa). I dati per la Lettonia includono le transazioni con residenti nel resto del mondo (e pertanto anche quelle con l'area dell'euro).

7) I dati si riferiscono alla popolazione in età lavorativa (ossia tra i 15 e i 64 anni di età).

Fino al 2007 il paese era annoverato fra le economie dell'UE a più rapida crescita, ma tale espansione era associata a un accumulo di consistenti squilibri macroeconomici. La correzione ha avuto inizio nel 2007 per accentuarsi l'anno successivo, sulla scia della crisi finanziaria mondiale. I creditori internazionali hanno fornito sostegno e, negli anni 2009-2010, sono seguite notevoli azioni di risanamento sotto la sorveglianza dell'UE e dell'FMI. Nonostante il marcato calo del prodotto, tra il 2009 e il 2012 il disavanzo di bilancio è sceso dal 9,8 all'1,3 per cento. Grazie anche a una strategia di aggiustamento credibile e concentrata nelle fasi iniziali unitamente a riforme strutturali, la Lettonia è riuscita a mantenere il tasso di cambio fisso. Nell'ultimo trimestre del 2009 è incominciata la ripresa, indotta da un rafforzamento della domanda interna e successivamente sostenuta da un recupero delle esportazioni dovuto a una maggiore competitività. La Lettonia ha concluso il programma di assistenza finanziaria dell'UE e dell'FMI agli inizi del 2012 e ha già rimborsato integralmente il prestito dell'FMI. Il rapporto tra debito pubblico e PIL

è salito durante la crisi economica da un livello molto basso. Ciò nonostante, si è collocato al 41 per cento nel 2012, valore significativamente inferiore alla media dell'area dell'euro pari al 93 per cento nello stesso anno.

Più di recente l'attività ha dato prova di dinamismo, con una crescita del PIL in termini reali del 4,1 per cento sul periodo corrispondente nel terzo trimestre del 2013. Anche gli andamenti nel mercato del lavoro sono stati positivi: il tasso di disoccupazione si è situato al 12,0 per cento nel terzo trimestre del 2013, a fronte di un picco del 20,9 per cento nel primo trimestre del 2010. Tuttavia, negli ultimi cinque anni il mercato del lavoro lettone ha risentito di una marcata flessione delle forze di lavoro, per effetto di una forte emigrazione in altri paesi dell'UE imputabile alla ricerca di lavoro. Nel terzo trimestre del 2013 l'occupazione totale nel paese registrava ancora un valore inferiore del 20 per cento circa ai livelli pre-crisi. Allo stesso tempo, il tasso di partecipazione alle forze di lavoro e il tasso di occupazione sono stati lievemente superiori alle rispettive medie dell'area dell'euro.

La struttura produttiva in Lettonia è sostanzialmente simile a quella dell'area dell'euro nel suo complesso. Nell'economia lettone, l'industria (incluse le costruzioni) contribuisce per il 26 per cento circa al valore aggiunto complessivo. Rispetto all'insieme dell'area dell'euro la quota dei servizi è leggermente inferiore, collocandosi al 70 per cento, mentre il contributo del settore agricolo, pari al 5 per cento, è di poco superiore. La Lettonia è inoltre un'economia molto aperta; il partner commerciale più importante è costituito dal resto dell'area dell'euro, che incide circa per il 30 per cento sulle esportazioni totali e per il 40 per cento sulle importazioni totali del paese. Altri partner commerciali di rilievo sono la Lituania e la Russia.

Le banche svolgono un ruolo preponderante nel settore finanziario lettone. Il credito bancario al settore privato è stato pari al 68 per cento del PIL nel 2012. Il sistema bancario è piuttosto concentrato rispetto ad altri paesi dell'area dell'euro. Benché questo sia dominato dalle banche dei paesi nordici, alcuni istituti di proprietà prevalentemente lettone operano attivamente nell'erogazione di servizi finanziari a soggetti non residenti. Nella seconda metà del 2013 quasi il 50 per cento dei depositi totali era riconducibile a non residenti. Peraltro, il settore finanziario non bancario nel paese è molto modesto: la capitalizzazione di borsa, appena inferiore al 4 per cento del PIL nel 2012, è la più bassa tra i paesi dell'area dell'euro.

Per poter cogliere appieno i vantaggi offerti dall'euro e favorire un funzionamento efficiente dei meccanismi di aggiustamento all'interno dell'area valutaria allargata, è necessario che la Lettonia mantenga il suo impegno di riforma. Le politiche economiche vanno orientate a garantire la sostenibilità del processo di convergenza e una crescita sostenibile nel lungo periodo. È fondamentale a tale riguardo assicurare un contesto di inflazione contenuta. Occorre inoltre provvedere a un migliore funzionamento del mercato del lavoro affinché questo possa esplicare tutto il suo potenziale.

Le autorità lettoni hanno dichiarato pubblicamente il proprio obiettivo di evitare politiche procicliche e di migliorare la qualità delle istituzioni, il contesto economico e la governance allo scopo di assicurare la stabilità e la competitività dell'economia. Le autorità hanno inoltre annunciato l'impegno a rispettare a tutti gli effetti il Patto di stabilità e crescita e il patto di bilancio (o fiscal compact) in via permanente, nonché ad attuare ulteriori riforme strutturali. L'insieme degli strumenti a disposizione in termini di politiche micro e macroprudenziali andrebbe usato con efficacia e rafforzato, se necessario, per contenere i rischi derivanti in particolare dai servizi

finanziari erogati ai non residenti. Nel contesto della politica monetaria della BCE orientata alla stabilità, l'adempimento e il rispetto nel lungo periodo di questi impegni sono essenziali per assicurare in Lettonia un contesto economico favorevole a una crescita sostenibile del prodotto e alla creazione di posti di lavoro nel medio e lungo termine.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

In novembre la crescita sui dodici mesi di M3 si è stabilizzata, sostenuta da ulteriori afflussi mensili verso le sue componenti più liquide, in particolare i depositi overnight. L'espansione di M1 si è quindi stabilizzata, continuando a fornire il principale contributo all'incremento di M3. Dal lato delle contropartite, la crescita sui dodici mesi 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. Il tasso di variazione sui dodici mesi credito dei prestiti delle IFM al settore privato (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) è risultato sostanzialmente invariato, rimanendo in territorio negativo e continuando a rappresentare un freno alla creazione di moneta. Questa stabilizzazione su livelli negativi è coerente con l'attuale fase del ciclo economico, in un contesto di debolezza della domanda e di perduranti vincoli di offerta. Il credito delle IFM alle amministrazioni pubbliche è calato, rispecchiando l'allentamento delle condizioni nei mercati del debito sovrano.

L'AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 si è stabilizzato in novembre all'1,5 per cento, dopo essersi collocato all'1,4 per cento in ottobre (figura 5). I flussi di M3 sono stati ancora una volta determinati interamente dagli afflussi verso M1. Come già osservato in ottobre, anche in novembre tali afflussi riflettevano riallocazioni di portafoglio a favore dei depositi overnight, mentre gli altri depositi a breve termine e gli strumenti negoziabili hanno registrato deflussi dovuti alla ricerca di maggiori rendimenti e alla ridotta avversione al rischio.

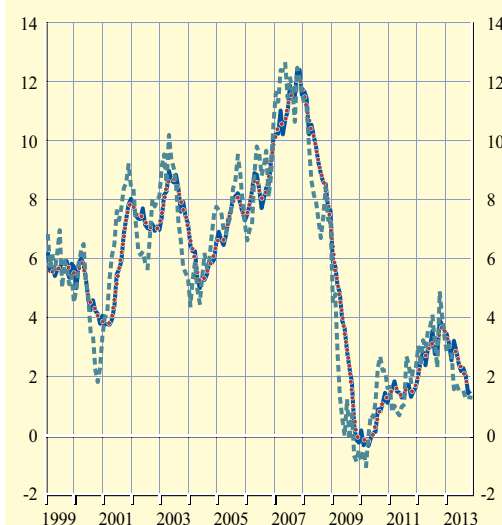
Tra le componenti, M1 ha continuato a fornire il principale contributo alla crescita sui dodici mesi di M3, malgrado la stabilizzazione del suo tasso di espansione. Il contributo degli altri depositi a breve termine (M2 meno M1) si è stabilizzato in territorio negativo, mentre quello degli strumenti negoziabili (M3 meno M2) è rimasto fortemente negativo. I deflussi netti dagli strumenti di M3 con remunerazioni più elevate di quelli inclusi in M1 continuano a segnalare la ricerca di maggiori rendimenti da parte del settore detentore di moneta, che si è sostanziata nel trasferimento di fondi dagli strumenti a più elevato rendimento compresi in M3 verso attività meno liquide, più rischiose, al di fuori di tale aggregato.

Dal lato delle contropartite, in novembre la creazione di moneta ha continuato a essere favorita da un ulteriore aumento significativo delle posizioni patrimoniali nette sull'estero delle IFM, derivante in parte dall'interesse degli investitori istituzionali per le attività dell'area dell'euro. Anche i considerevoli

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.

flussi in uscita dalle passività finanziarie a più lungo termine, in particolare i deflussi che hanno interessato i depositi a più lungo termine, hanno alimentato la crescita di M3. Per contro, la crescita della moneta è stata frenata da forti flussi negativi per il credito al settore privato e, sebbene in misura inferiore, alle amministrazioni pubbliche, dovuti a cessioni nette di titoli di Stato domestici da parte delle IFM in alcuni paesi soggetti a tensioni.

Il volume delle principali attività delle IFM dell'area dell'euro si è ulteriormente contratto in novembre, in linea con la riduzione dell'indebitamento osservata dalla primavera del 2012. Il calo sul mese precedente riflette le flessioni che hanno interessato tutte le principali categorie di attività, con una presenza di ingenti rimborsi netti di prestiti al settore privato in alcuni paesi soggetti a tensioni. Il ricorso delle IFM alla liquidità offerta dall'Eurosistema è ulteriormente diminuito in novembre, proseguendo così la tendenza al ribasso osservata dall'agosto 2012.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Per quanto concerne le componenti di M3, il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 si è stabilizzato in novembre al 6,5 per cento, dopo essersi collocato al 6,6 per cento in ottobre. La forte espansione di M1 ha continuato a essere trainata dai consistenti afflussi verso i depositi overnight, evidenziando così la marcata preferenza per la liquidità mostrata dal settore detentore di moneta nei trimestri scorsi, nonché la rinnovata fiducia degli investitori internazionali nelle attività dell'area dell'euro.

Per contro, l'accresciuto interesse del settore detentore di moneta per i rendimenti più elevati conseguibili mediante l'investimento in attività più rischiose ha segnato gli andamenti osservati per gli altri strumenti compresi in M3. Di conseguenza, il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli overnight (M2 meno M1) è diminuito al -1,5% in novembre, dal -1,2 per cento di ottobre. Ciò ha riflesso un ulteriore brusco calo nel tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a termine a breve scadenza (depositi con durata prestabilita fino a due anni), al -6,8 per cento in novembre, dal -6,6 per cento di ottobre. Per contro, il tasso di crescita dei depositi a risparmio a breve termine (depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi) è rimasto positivo, sebbene in diminuzione, al 3,1 per cento, dal 3,5 per cento di ottobre.

Il tasso di variazione sui dodici mesi degli strumenti negoziabili (M3 meno M2) è rimasto negativo, collocandosi al -16,2 per cento in novembre, rispetto al -17,9 per cento in ottobre. Ciò ha riflesso i tassi di crescita negativi per le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, i pronti contro termine, e i titoli di debito a breve termine delle IFM detenuti dal settore detentore di moneta. I continui deflussi dalle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari sono la conseguenza della attrattività relativamente scarsa di questi strumenti in un contesto di bassi tassi di interesse, specialmente a seguito dell'ulteriore riduzione dei tassi di riferimento e del calo dei premi al rischio sui titoli di Stato in vari paesi dell'area dell'euro. Il tasso di crescita persistentemente negativo delle emissioni nette di titoli di debito a breve termine riflette il minore fabbisogno di finanziamento delle IFM dell'area dell'euro, in un contesto di aggiustamento dei bilanci e in presenza di una vigorosa dinamica dei depositi.

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 al 2,7 per cento in novembre, a fronte del 2,9 per cento in ottobre. La flessione è riconducibile principalmente a una moderazione del tasso di espansione dei depositi di M3 detenuti dagli intermediari finanziari diversi dalle compagnie di assicurazione e

fondi pensione e dalle famiglie. In novembre i depositi di M3 detenuti dalle società non finanziarie hanno invece continuato a crescere vigorosamente sui dodici mesi (6,6 per cento).

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 novembre, al -1,4 per cento, dal -1,0 di ottobre. L'andamento è dovuto principalmente a un marcato calo della crescita del credito al settore delle amministrazioni pubbliche, scesa al -0,6 per cento, dallo 0,8 del mese precedente. La contrazione del credito al settore privato è anch'essa diminuita in novembre al -1,6 per cento, dal -1,4 in ottobre.

Il rallentamento del credito alle amministrazioni pubbliche osservato in novembre riflette principalmente le vendite nette di titoli di Stato, dovute in parte all'ulteriore distensione delle condizioni nei mercati del debito sovrano dell'area dell'euro e all'interesse di altri investitori per questa categoria di attività.

Il credito al settore privato ha subito forti deflussi in novembre a causa degli ingenti rimborsi netti di prestiti e alle cessioni nette di titoli diversi da azioni da parte delle IFM. Anche le azioni e le altre partecipazioni hanno registrato deflussi, sebbene in misura minore.

Il tasso di variazione dei prestiti al settore privato erogati dalle IFM (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è risultato sostanzialmente stabile in novembre, collocandosi al -1,8 per cento, a fronte del -1,7 per cento in ottobre. Il tasso di variazioni sui dodici mesi dei prestiti alle società

Tavola 4 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie

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

	Consistenze in essere in percentuale di M3 ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2012 4° trim.	2013 1° trim.	2013 2° trim.	2013 3° trim.	2013 ott.	2013 nov.
M1	54,8	6,2	6,8	8,1	7,0	6,6	6,5
Banconote e monete in circolazione	9,1	3,0	1,7	2,7	2,6	3,7	4,5
Depositi overnight	45,7	6,9	7,9	9,3	7,9	7,1	6,9
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	38,5	1,6	1,2	0,2	0,2	-1,2	-1,5
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	17,0	-1,8	-3,8	-5,8	-5,0	-6,6	-6,8
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	21,5	4,8	6,0	5,8	5,0	3,5	3,1
M2	93,3	4,2	4,3	4,6	4,1	3,2	3,1
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	6,7	-2,3	-8,5	-14,9	-17,1	-17,9	-16,2
M3	100,0	3,6	3,2	2,9	2,2	1,4	1,5
Credito a residenti nell'area dell'euro		0,5	0,0	-0,1	-0,5	-1,0	-1,4
Credito alle amministrazioni pubbliche		8,3	4,3	3,3	2,0	0,8	-0,6
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		1,9	-0,8	-2,6	-6,0	-6,5	-7,3
Credito al settore privato		-1,3	-1,0	-1,0	-1,2	-1,4	-1,6
Prestiti al settore privato		-0,8	-0,8	-1,1	-1,9	-2,2	-2,3
Prestiti al settore privato corretti per le cessioni e la cartolarizzazione ²⁾		-0,4	-0,4	-0,6	-1,4	-1,7	-1,8
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		-5,1	-5,1	-4,6	-4,2	-3,5	-3,5

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.

non finanziarie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è stato pari in novembre al -3,1 per cento, contro il -3,0 di ottobre (cfr. tavola 5). L'andamento dei prestiti ha continuato a caratterizzarsi per la presenza di rimborsi netti, che in novembre hanno interessato tutte le scadenze, ma in modo particolare quelle più brevi. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è rimasto invariato allo 0,3 per cento, livello sostanzialmente analogo a quello osservato dagli inizi del 2013.

Nel complesso, il profilo generale dell'evoluzione dei prestiti indica che la tendenza alla riduzione osservata all'interno dell'area dell'euro nell'arco dell'estate del 2013 potrebbe essersi arrestata in un ampio numero di paesi dell'area. Tenendo conto del generale ritardo mostrato dalla dinamica dei prestiti alle società non finanziarie rispetto agli andamenti congiunturali in una prospettiva storica, ciò potrebbe corroborare l'ipotesi che l'inizio di un ciclo delle scorte nelle prime fasi della ripresa possa promuovere la domanda di credito e stimolare un miglioramento nei flussi di credito nei mesi a venire. Gli effetti ritardati del ciclo sul credito potrebbero spiegarsi anche con il livello robusto dei depositi delle imprese nei vari paesi dell'area dell'euro, dal momento che nelle fasi iniziali di una ripresa le imprese tendono a fare affidamento sull'autofinanziamento. Nel contempo, una ripresa sostenuta dipenderà in maniera cruciale dall'ulteriore riduzione della frammentazione dei mercati finanziari e un miglioramento delle posizioni patrimoniali delle banche, fattori che continuano a incidere negativamente sull'offerta di prestiti nei paesi soggetti a tensioni.

Il tasso di variazione sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine (al netto di capitale e riserve) è rimasto invariato al -3,5% in novembre. Il flusso mensile è rimasto anch'esso negativo, riflesso riflettendo i deflussi contenuti in uscita dai depositi a più lungo termine, sebbene

Tavola 5 Prestiti delle IFM al settore privato

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

	Consistenze in essere in percentuale del totale ¹⁾	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					
		2012 4° trim.	2013 1° trim.	2013 2° trim.	2013 3° trim.	2013 ott.	2013 nov.
Società non finanziarie	41,3	-1,9	-2,5	-3,0	-3,7	-3,8	-3,9
<i>Corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni²⁾</i>	-	-1,4	-1,4	-2,0	-2,8	-3,0	-3,1
Fino a un anno	24,4	-1,3	0,6	-0,8	-3,6	-4,2	-4,7
Oltre un anno e fino a cinque anni	17,4	-5,2	-5,9	-6,4	-5,7	-5,2	-4,9
Oltre cinque anni	58,3	-1,0	-2,7	-2,9	-3,1	-3,1	-3,2
Famiglie³⁾	49,4	0,4	0,5	0,2	0,1	0,2	0,1
<i>Corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni²⁾</i>	-	0,8	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3
Credito al consumo ⁴⁾	10,9	-2,9	-3,2	-3,4	-2,7	-3,1	-3,4
Mutui per l'acquisto di abitazioni ⁴⁾	73,7	1,1	1,4	1,1	0,8	0,9	0,9
Altri prestiti	15,3	-0,6	-1,0	-1,0	-1,2	-1,1	-1,5
Società di assicurazione e fondi pensione	0,9	-4,2	6,1	12,4	12,8	8,4	14,0
Altri intermediari finanziari non monetari	8,4	-1,3	-0,2	-0,2	-5,7	-8,0	-9,1

Fonte: BCE.

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

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

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

3) In base alla definizione SEC 95.

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

le famiglie in alcuni paesi abbiano continuato a collocare fondi nei depositi a più lungo termine, come già osservato dall'inizio dell'anno.

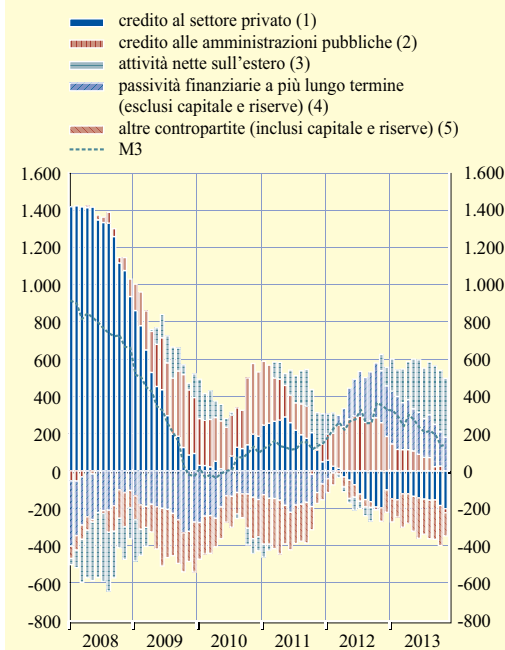
In novembre la posizione patrimoniale netta sull'estero delle IFM dell'area dell'euro ha registrato una nuova considerevole espansione, pari a 47 miliardi di euro, dopo quella di 45 miliardi di euro di ottobre. Incrementi di questo tipo sono osservabili dal luglio 2012 e costituiscono i principali fattori a sostegno della crescita positiva di M3, che hanno controbilanciato i contributi negativi dei rimborsi netti di prestiti al settore privato. Nei dodici mesi fino a novembre la posizione patrimoniale netta sull'estero delle IFM dell'area dell'euro è aumentata di 316 miliardi di euro (cfr. figura 6). Il riquadro 3 fornisce una breve rassegna degli andamenti della posizione internazionale dell'area dell'euro dall'inizio della crisi finanziaria.

Nel complesso i dati monetari più recenti confermano che le dinamiche di fondo della moneta e 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 di passività finanziarie a più lungo termine. Nel contempo, la debolezza delle dinamiche monetarie

riflette altresì la ricerca di migliori rendimenti da parte del settore detentore di moneta, spronata dalla bassa remunerazione delle attività monetarie e dalla rinnovata fiducia. Il tasso di variazione sui dodici mesi del credito delle IFM al settore privato è rimasto negativo in novembre.

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 3

EVOLUZIONE DELLA POSIZIONE PATRIMONIALE SULL'ESTERO DELL'AREA DELL'EURO DALL'INIZIO DELLA CRISI FINANZIARIA

La posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) mostra l'insieme delle disponibilità totali in attività estere detenute da residenti (lato dell'attivo) e delle disponibilità totali in attività interne detenute da residenti esteri (lato del passivo) alla fine del periodo in questione. La posizione netta (attivo meno passivo) misura la posizione creditoria o debitoria netta di un paese o di un gruppo di paesi (ad esempio, dell'area dell'euro) nei confronti del resto del mondo. Il presente riquadro passa in rassegna gli andamenti della p.p.e. dell'area dell'euro tra il 2007 e il 2012 per far luce sull'evoluzione della stessa dagli inizi della crisi finanziaria¹⁾.

1) L'intero dataset sulla p.p.e. dell'area dell'euro, incluse le disaggregazioni geografiche, è disponibile solo fino alla fine del 2012. Per un'analisi degli andamenti recenti della posizione patrimoniale netta sull'estero di diversi paesi dell'area dell'euro, cfr. il riquadro *Passività nette sull'estero di alcuni paesi dell'area dell'euro* nel numero di aprile 2013 di questo Bollettino.

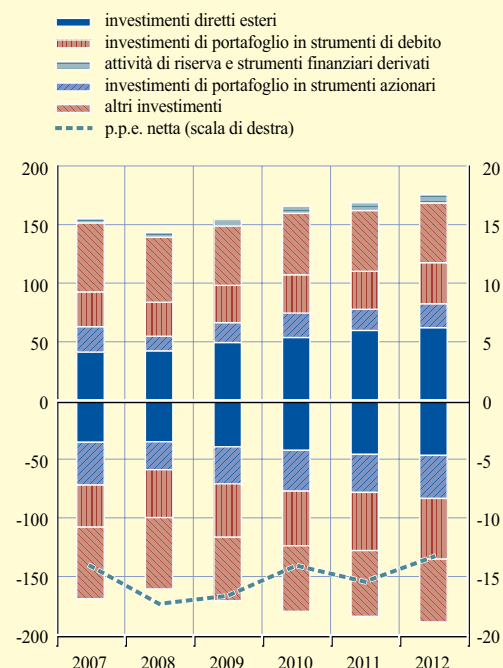
Nel periodo 2007-2012 le attività e le passività della p.p.e. dell'area dell'euro sono entrambe cresciute in misura pari a circa 20 punti percentuali del PIL (cfr. figura A). La scomposizione presentata nella figura A mostra che alla fine del 2012 le attività e le passività di gran parte degli strumenti si collocavano su livelli superiori a quelli del 2007, con l'eccezione del lieve calo della posizione attiva negli investimenti di portafoglio in strumenti azionari e dalla diminuzione della posizione sia attiva sia passiva degli "altri investimenti" (costituiti soprattutto da depositi e prestiti), dovuta in larga parte al processo di riduzione della leva finanziaria nel settore delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) dall'inizio della crisi finanziaria. L'aumento più pronunciato delle consistenze è stato osservato dal lato delle attività negli investimenti diretti esteri (21 per cento del PIL) e da quello delle passività negli investimenti di portafoglio in strumenti di debito (16 per cento del PIL), nel secondo caso come conseguenza della crescita delle disponibilità di titoli di Stato dal 2009.

Tra il 2007 e il 2012 la p.p.e. netta dell'area dell'euro è rimasta negativa e relativamente stabile. La sua incidenza sul PIL è scesa da -14 per cento nel 2007 a un minimo di -17 per cento nel 2008 ed è successivamente migliorata, portandosi a -13 per cento alla fine del 2012. Il miglioramento osservato a partire dal 2008 è da ricondurre soprattutto alla posizione attiva netta nel conto degli investimenti diretti dell'area dell'euro, che tra il 2008 e il 2012 è salita dal 7 al 15 per cento del PIL. Inoltre, le attività di riserva sono lievemente aumentate (al 7 per cento del PIL) e la posizione passiva netta negli "altri investimenti" si è leggermente ridotta (al 3 per cento del PIL) nello stesso periodo. Tali andamenti sono stati in parte controbilanciati dalla crescita della posizione passiva netta nel conto degli investimenti di portafoglio (in strumenti azionari e di debito), che tra il 2008 e il 2012 è salita dal 23 al 33 per cento del PIL²⁾.

Le variazioni della p.p.e. netta sono riconducibili a tre fattori: 1) transazioni finanziarie nette; 2) effetti di valutazione dovuti a variazioni dei tassi di cambio e dei prezzi delle attività; 3) "altre correzioni"³⁾. Le transazioni finanziarie nette (che rispecchiano i saldi di conto corrente) hanno costituito la determinante principale di tali variazioni fino a quando le posizioni patrimoniali transfrontaliere hanno iniziato a crescere rapidamente negli anni '90, mentre nel

Figura A Posizione patrimoniale verso l'estero dell'area dell'euro e sua scomposizione per strumento

(posizioni di fine anno in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.
Nota: cifre negative e positive riflettono rispettivamente passività e attività dell'area dell'euro.

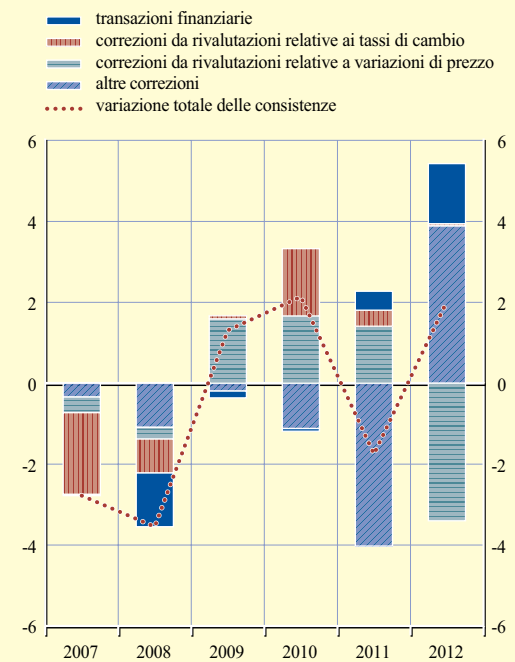
2) Poiché le componenti della p.p.e. sono espresse in percentuale del PIL, è presente un effetto "crescita". Tali variazioni del PIL sono tuttavia comuni a tutte le componenti.
3) Tra le "altre correzioni" rientrano riclassificazioni, svalutazioni operate da società e modifiche delle fonti dei dati o delle prassi di compilazione (ad esempio, della copertura delle indagini campionarie)

periodo successivo è aumentata l'importanza degli effetti di valutazione e delle "altre correzioni". Le transazioni finanziarie nette dei residenti dell'area dell'euro con il resto del mondo hanno seguito da vicino gli andamenti del saldo corrente dell'area a partire dal 2007 (cfr. figura B). Il loro impatto sulla p.p.e. netta dell'area è stato negativo nel 2008, quando l'area ha registrato un disavanzo corrente. Nel 2011 e 2012, invece, i crescenti avanzi correnti dell'area e i connessi deflussi netti di capitali hanno inciso in senso positivo.

L'area dell'euro registra di norma plusvalenze da valutazione connesse alle variazioni dei tassi di cambio quando l'euro si deprezza, poiché le attività estere sono per lo più denominate in valuta mentre le passività estere sono in larga parte denominate in euro. L'apprezzamento della moneta unica in termini effettivi nominali osservato nel 2007 e nel 2008 si è associato a minusvalenze da valutazione sulle attività dell'area connesse alle variazioni dei tassi di cambio (cfr. figura B). Negli anni in cui l'euro si è complessivamente deprezzato, ad esempio nel 2010, le plusvalenze da valutazione connesse alle variazioni dei tassi di cambio sono invece aumentate. Anche i movimenti dei prezzi delle attività possono determinare effetti di valutazione, che dipendono dall'evoluzione relativa dei rendimenti sulle attività estere detenute da investitori dell'area rispetto a quelli sulle attività dell'area detenute da investitori esteri. Nel periodo 2007-2008 tali effetti sono stati relativamente contenuti, in quanto i prezzi delle attività e delle passività sull'estero dell'area dell'euro hanno evidenziato andamenti analoghi. Tra il 2009 e il 2011 l'area ha invece registrato plusvalenze positive come effetto delle variazioni dei prezzi delle attività, poiché gli investimenti esteri dei residenti sono stati più remunerativi di quelli nell'area dei non residenti. Nel 2012, di converso, sono state osservate minusvalenze da valutazione considerevoli (3,4 per cento del PIL): grazie al miglioramento generale dei mercati finanziari dell'area, infatti, le plusvalenze realizzate dai non residenti sugli investimenti nell'area sono state maggiori di quelle conseguite dai residenti sui rispettivi portafogli esteri. Specificamente, nel 2012 le minusvalenze da valutazione indotte dai prezzi hanno più che compensato il contributo positivo delle transazioni finanziarie nette, che ha riflesso l'avanzo del conto corrente. Il contributo principale alle variazioni della p.p.e. netta dell'area dell'euro nel 2011 e nel 2012 è stato tuttavia fornito dalle "altre correzioni", nel 2011 pari a -4,0 per cento del PIL e nel 2012 al 3,9 per cento del PIL, principalmente dovute all'introduzione di nuove fonti di dati e prassi di compilazione sviluppate dalle agenzie nazionali competenti in vista del passaggio ai nuovi principi statistici internazionali alla fine del 2014⁴⁾.

Figura B Scomposizione delle variazioni della posizione patrimoniale netta verso l'estero dell'area dell'euro

(posizioni di fine anno in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

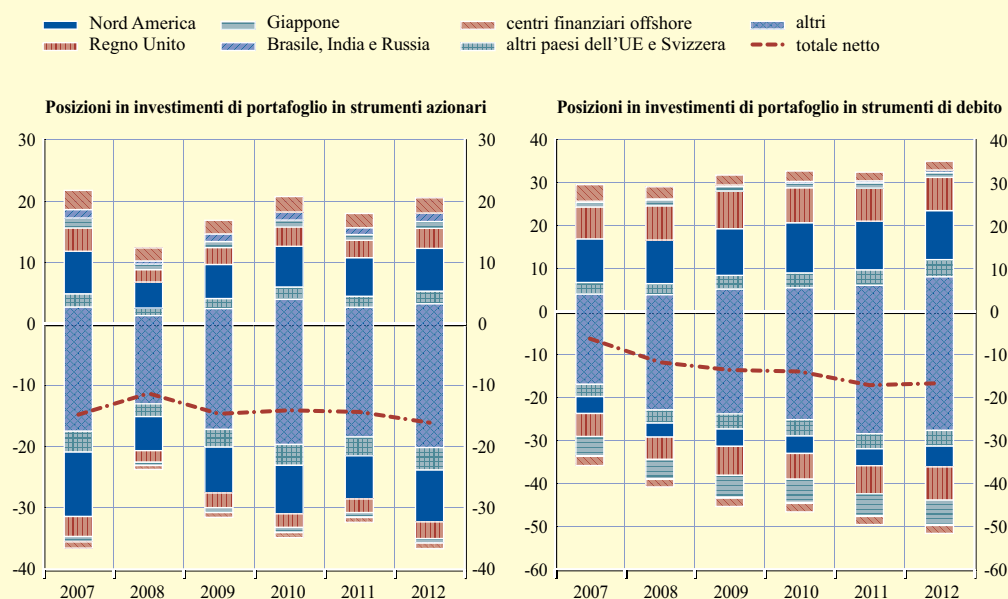
4) Per maggiori dettagli sul passaggio ai nuovi principi statistici internazionali, cfr. il sito Internet della BCE alla pagina: <http://www.ecb.europa.eu/stats/external/bpm6/html/index.en.html>

La scomposizione geografica delle attività all'interno degli investimenti di portafoglio in strumenti azionari è piuttosto stabile dagli inizi della crisi finanziaria (cfr. figura C)⁵⁾. Quella delle passività è invece mutata notevolmente, con l'impennata degli investimenti da parte del gruppo residuo di paesi ("altri")⁶⁾. Dopo essere diminuita nel 2008, la posizione passiva netta dell'area dell'euro nel conto degli investimenti di portafoglio in strumenti azionari è aumentata di 5 punti percentuali, raggiungendo circa il 16 per cento del PIL nel 2012.

Per quanto concerne gli investimenti di portafoglio in strumenti di debito, le attività dei residenti dell'area dell'euro hanno continuato a essere investite prevalentemente nel Nord America (soprattutto negli Stati Uniti) dal 2007; inoltre, tra il 2008 e il 2012 si sono rivolte in misura crescente verso la regione residua "altri", che a fine periodo è salita al secondo posto per importanza⁷⁾. Il lato delle passività è stato anch'esso dominato dagli "altri" paesi, mentre il Regno Unito e il Nord America hanno svolto un ruolo piuttosto limitato. Di fatto, dal 2008 gli "altri" paesi rappresentano oltre la metà delle passività totali dell'area in strumenti di debito.

Figura C Posizioni in investimenti di portafoglio dell'area dell'euro: scomposizione per paese

(posizioni di fine anno in percentuale del PIL)



Fonti: BCE e Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS) dell'FMI.

Note: cifre negative e positive riflettono rispettivamente passività e attività. Dato che la Cina non segnala le attività negli investimenti di portafoglio nel quadro dell'indagine dell'FMI, essa è inclusa nella voce "altri" che è calcolata come residuo.

- 5) I dati specifici per paese sulle passività degli investimenti in titoli azionari e di debito sono ricavati dall'indagine Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS) dell'FMI, mentre i dati sulle attività e passività totali dei paesi non appartenenti all'area dell'euro e quelli specifici per paese sulle attività provengono dalla BCE. I paesi o i gruppi di paesi contemplati nei calcoli sono: area dell'euro a 17, centri finanziari offshore, Danimarca, Svezia, Regno Unito, altri paesi dell'UE, Svizzera, Canada, Stati Uniti, Giappone, Brasile, India e Russia. Maggiori informazioni sulla scomposizione geografica della posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro sono contenute nella tavola 7.3.9 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro* di questo Bollettino e nella Statistical Data Warehouse della BCE.
- 6) Il gruppo di paesi di cui alla voce "altri" comprende la Cina e tutti i principali paesi produttori di petrolio (ad eccezione della Russia) ed è calcolato a residuo dai dati totali dei paesi non appartenenti all'area dell'euro.
- 7) L'impatto dei centri finanziari offshore, già marginale, è diminuito ulteriormente nel periodo in esame.

2.2 EMISSIONE DI TITOLI

In ottobre le emissioni di titoli di debito da parte dei residenti nell'area dell'euro hanno continuato a contrarsi sui dodici mesi. Per contro, la crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie è rimasta su livelli storicamente elevati. L'attività di emissione di azioni quotate delle IFM ha continuato a essere vigorosa.

TITOLI DI DEBITO

In ottobre il tasso di variazione sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è rimasto negativo al -0,9 per cento, a fronte del -0,6 per cento del mese precedente (cfr. tavola 6). Gli andamenti nei vari settori sono stati contrastanti. Il tasso di crescita dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie è salito dal 9,8 al 10,0 per cento, mentre quello delle IFM è rimasto al -9,0 per cento. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche è diminuito al 3,0 per cento, dal 3,3 di settembre. Le emissioni delle istituzioni finanziarie non monetarie sono parimenti calate in ottobre, segnando un tasso di variazione dell'1,3 per cento, a fronte del 2,2 per cento del mese precedente.

Dall'analisi degli andamenti delle diverse tipologie di titoli emerge che la contrazione delle emissioni di titoli di debito a breve termine è leggermente aumentata in ottobre (al -12,8 per cento, dal -12,2 per cento di settembre), mentre il tasso di variazione sui dodici mesi dei collocamenti di titoli a lunga scadenza è lievemente diminuito (al -0,3 per cento, dal -0,2 di settembre). L'attività di rifinanziamento ha continuato a riguardare soprattutto il segmento a lungo termine, e in particolare i titoli a tasso fisso. Il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni di titoli di debito a lunga scadenza e tasso fisso è rimasto al 2,3 per cento in ottobre, mentre quello delle emissioni di titoli a lunga e a tasso variabile è risultato ancora negativo, come già negli ultimi 14 mesi, segnando una flessione di 0,2 punti percentuali, al -8,1 per cento in ottobre.

Per quanto riguarda le dinamiche a breve termine, in ottobre il tasso di crescita su sei mesi dei titoli di debito emessi, espresso in ragione d'anno, è stato inferiore di 0,4 punti percentuali rispetto a

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

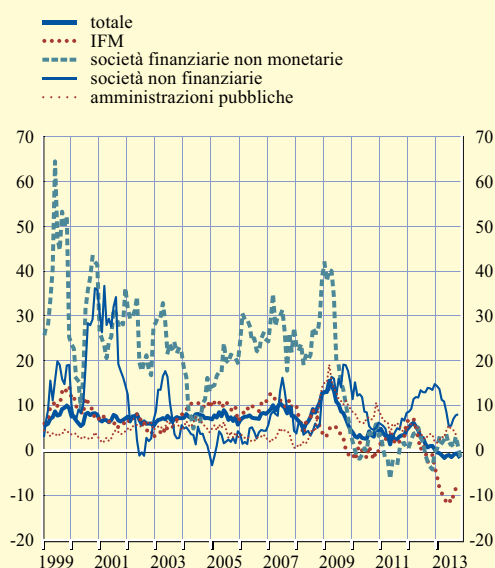
Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2013 ott.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾					
		2012 4° trim.	2013 1° trim.	2013 2° trim.	2013 3° trim.	2013 sett.	2013 ott.
Emissione di titoli di debito:	16.482	2,8	0,7	-0,1	-0,7	-0,6	-0,9
IFM	4.974	0,9	-3,6	-6,5	-8,7	-9,0	-9,0
Società finanziarie non monetarie	3.213	0,3	0,7	-0,4	1,2	2,2	1,3
Società non finanziarie	1.075	12,9	13,4	11,5	10,0	9,8	10,0
Amministrazioni pubbliche	7.221	4,1	2,6	3,6	3,4	3,3	3,0
di cui:							
Amministrazioni centrali	6.551	3,6	2,6	4,0	4,2	4,1	3,8
Altre amministrazioni pubbliche	670	9,1	2,4	-0,6	-3,8	-3,8	-4,1
Emissione di azioni quotate:	5.407	1,0	0,8	0,6	1,1	1,0	1,1
IFM	557	5,2	3,0	2,5	7,8	7,8	7,7
Società finanziarie non monetarie	445	2,6	2,6	2,6	1,6	0,7	0,9
Società non finanziarie	4.405	0,4	0,5	0,2	0,3	0,3	0,4

Fonte: BCE.

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

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

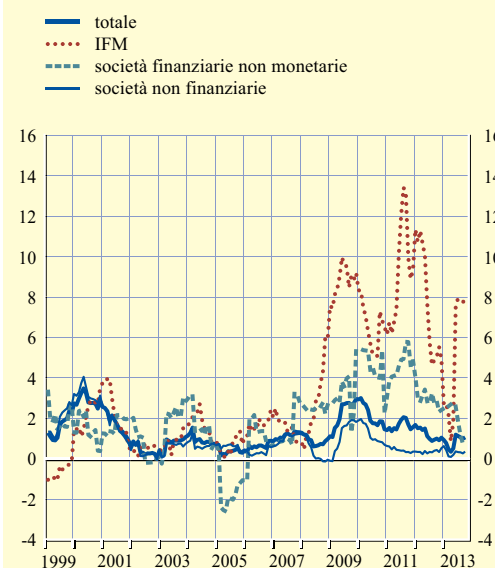
(tassi di crescita semestrali annualizzati; dati destagionalizzati)



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.

settembre, collocandosi al -0,6 per cento (figura 7). Nello stesso periodo il tasso corrispondente è diminuito dal 3,0 al -0,3 per cento per le società finanziarie non monetarie e dal 3,6 al 3,2 per cento per le amministrazioni pubbliche. La pronunciata contrazione delle emissioni delle IFM è leggermente diminuita, dal -8,5 per cento di settembre al -7,4 per cento in ottobre. Per contro, il tasso di crescita su sei mesi dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie, espresso in ragione d'anno, è aumentato dal 7,9 all'8,1 per cento.

AZIONI QUOTATE

In ottobre il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse dai residenti nell'area dell'euro è aumentato di 0,1 punti percentuali, all'1,1 per cento (cfr. figura 8). Il tasso di incremento è salito di 0,1 punti percentuali, allo 0,4% per le azioni delle società non finanziarie e di 0,2 punti percentuali, allo 0,9 per cento, per quelle delle istituzioni finanziarie non monetarie. Anche il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni emesse dalle IFM è rimasto elevato, al 7,7 per cento, sebbene in calo di 0,1 punti percentuali rispetto al mese precedente, di riflesso all'ulteriore consolidamento della base patrimoniale di tali istituzioni.

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

Nel dicembre 2013 i tassi di interesse del mercato monetario sono aumentati, in un contesto di maggiore domanda di riserve di liquidità a scopo precauzionale dovuto all'avvicinarsi della fine dell'anno. Agli inizi del 2014, tuttavia, le pressioni sui tassi del mercato monetario si sono attenuate, con la riduzione della domanda di liquidità. Dall'inizio del dodicesimo periodo di mantenimento la volatilità dell'Eonia e dei tassi del mercato monetario a termine è stata elevata.

I tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono aumentati nel dicembre 2013, per poi ridiscendere dopo la fine dell'anno, collocandosi successivamente su livelli comunque più elevati rispetto al 4 dicembre. L'8 gennaio 2014 i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente allo 0,20, 0,28, 0,38 e 0,55 per cento, livelli superiori di 2, 4, 5 e 5 punti base rispetto a quelli osservati il 4 dicembre 2013. Di conseguenza, il differenziale fra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese, indicatore della pendenza della curva dei rendimenti del mercato monetario, è aumentato di 3 punti base, portandosi a 35 punti base l'8 gennaio 2014 (cfr. figura 9).

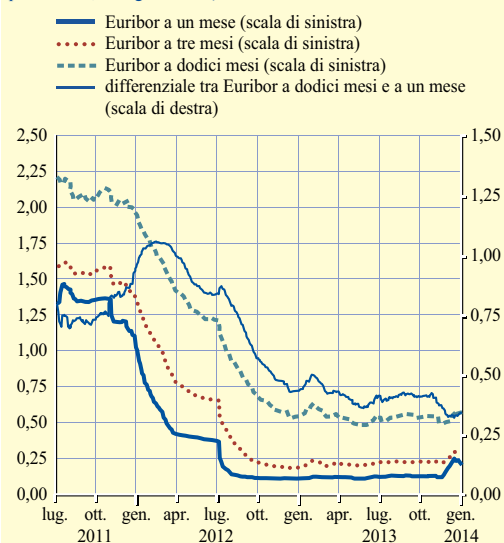
I tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti future sull'Euribor a tre mesi con scadenza a marzo, giugno, settembre e dicembre 2014 sono aumentati rispettivamente di 6, 5, 5 e 7 punti base rispetto ai livelli osservati il 4 dicembre 2013, collocandosi l'8 gennaio 2014 allo 0,31, 0,32, 0,34 e 0,39 per cento. Lo stesso giorno il tasso *swap* sull'Eonia a tre mesi si collocava allo 0,16 per cento, in rialzo di 3 punti base rispetto al 4 dicembre 2013. Pertanto, il differenziale tra l'Euribor a tre mesi e il tasso *swap* sull'Eonia a tre mesi è aumentato di 1 punto base.

Tra il 4 e il 10 dicembre, ultimo giorno dell'undicesimo periodo di mantenimento del 2013, l'Eonia è rimasto stabile attorno allo 0,13 per cento in un contesto caratterizzato da un minore ammontare della liquidità in eccesso e da una riduzione della frammentazione di mercato. Dall'inizio del dodicesimo periodo di mantenimento l'Eonia è aumentato per effetto della domanda precauzionale di riserve di liquidità in vista della fine anno, registrando una maggiore volatilità, con valori compresi tra lo 0,14 e lo 0,22 per cento (cfr. figura 10). Il 31 dicembre 2013 l'Eonia ha segnato un brusco rialzo, portandosi allo 0,45 per cento, per poi scendere su livelli compresi tra lo 0,10 e lo 0,15 per cento agli inizi di gennaio 2014.

Tra il 4 dicembre 2013 e l'8 gennaio 2014, l'Eurosistema ha condotto diverse operazioni di rifinanziamento. Nelle operazioni di rifinanziamento principali del dodicesimo periodo di mantenimento, effettuate il 10, 17, 23 e 30 dicembre, nonché il 7 gennaio, l'Eurosistema ha allocato rispettivamente

Figura 9 Tassi di interesse del mercato monetario

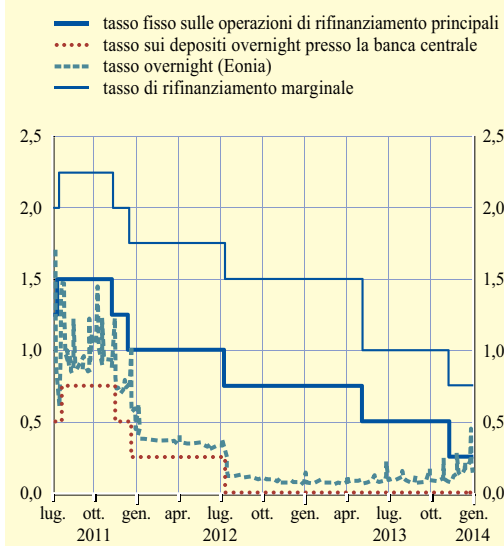
(valori percentuali in ragione d'anno; differenziale in punti percentuali; dati giornalieri)



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

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

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



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

98,5, 118,9, 133,6, 168,7 e 112,5 miliardi di euro. In dicembre 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 10 dicembre un'operazione con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento (con aggiudicazione di 10,1 miliardi di euro) e il 18 dicembre un'ORLT a tre mesi (con aggiudicazione di 20,9 miliardi di euro).

L'Eurosistema ha effettuato inoltre cinque operazioni di assorbimento della liquidità a una settimana il 10, 17, 23 e 30 dicembre 2013 e il 7 gennaio 2014 mediante aste a tasso variabile con tasso massimo di offerta dello 0,25 per cento. Nella prima 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 all'8 gennaio 2014 in seguito a scadenze per circa 5 miliardi di euro dal 4 dicembre). Per contro, in considerazione della domanda di liquidità a fini precauzionali in vista della fine anno, l'Eurosistema ha assorbito 152,3, 139,8 e 104,8 miliardi di euro nelle operazioni condotte, rispettivamente, il 17, 23 e 30 dicembre.

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 l'8 gennaio 2014 era stato rimborsato un totale di 446,4 miliardi di euro. Sul totale dei rimborsi complessivi, 259,5 miliardi di euro erano relativi all'ORLT del 21 dicembre 2011 e i rimanenti 186,9 miliardi all'ORLT del 29 febbraio 2012. Pertanto, è stato finora rimborsato circa l'85 per cento dei 523 miliardi di euro di liquidità netta originariamente immessi con le due ORLT a tre anni.

La liquidità in eccesso è ulteriormente diminuita nell'undicesimo periodo di mantenimento del 2013, registrando mediamente 165,1 miliardi di euro, a fronte di una media di 193,1 miliardi nel precedente periodo di mantenimento. A questa riduzione del livello medio della liquidità in eccesso, pari a 28 miliardi di euro, ha contribuito per circa il 70 per cento il minore volume delle operazioni di mercato aperto in essere (in particolare, per effetto dei rimborsi relativi alle ORLT), mentre la parte restante è principalmente attribuibile all'incremento di fattori autonomi. Nell'undicesimo periodo di mantenimento il ricorso medio giornaliero ai depositi presso la banca centrale è diminuito a 48,3 miliardi di euro, da 52,1 miliardi nel periodo precedente, e l'ammontare medio degli importi detenuti nei conti correnti, in eccesso rispetto all'obbligo di riserva, è diminuito da 141,1 a 116,9 miliardi di euro. Nell'attuale periodo di mantenimento, il dodicesimo dell'anno, la liquidità in eccesso è dapprima aumentata fino a circa 280 miliardi di euro, principalmente per effetto di un incremento delle operazioni di mercato aperto in essere nel quadro di un'accresciuta domanda di riserve di liquidità a fini precauzionali in vista della fine dell'anno. Tuttavia, l'8 gennaio 2014 l'eccesso di liquidità è sceso a 156,7 miliardi di euro a seguito del minore ricorso all'operazione di rifinanziamento principale e della piena sterilizzazione degli acquisti effettuati nell'ambito del Programma per il mercato dei titoli finanziari, tramite l'operazione di assorbimento della liquidità, entrambe aggiudicate il 7 gennaio 2014¹⁾.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

Nel dicembre 2013 e all'inizio di gennaio 2014 i rendimenti dei titoli di Stato sono aumentati nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, principalmente per effetto della pubblicazione di alcuni dati economici molto positivi sull'economia statunitense e della decisione del Federal Open Market Committee (FOMC) in merito alla graduale riduzione degli acquisti di attività. I differenziali di rendimento fra titoli sovrani dell'area dell'euro sono lievemente diminuiti per la maggior parte dei paesi. L'incertez-

1) Cfr. l'articolo *Gli andamenti recenti della liquidità in eccesso e dei tassi del mercato monetario* in questo numero del Bollettino mensile.

za circa gli andamenti futuri dei mercati obbligazionari si è ridotta sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro. In quest'ultima gli indicatori finanziari sulle attese di inflazione a lungo termine sono lievemente aumentati, pur rimanendo pienamente coerenti con la stabilità dei prezzi.

Tra la fine del novembre 2013 e l'8 gennaio 2014, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine con rating AAA nell'area dell'euro sono saliti di circa 19 punti base, collocandosi intorno al 2,1 per cento (cfr. figura 11). Negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono cresciuti approssimativamente di 25 punti base nello stesso periodo, portandosi al 3,0 per cento circa l'8 gennaio. In Giappone, i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono aumentati di circa 10 punti base, collocandosi intorno allo 0,7 per cento alla fine del periodo in esame.

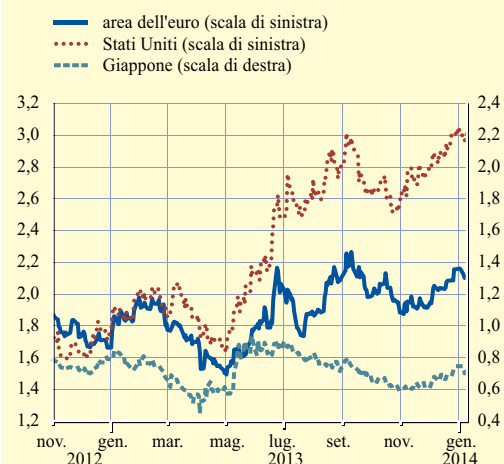
A dicembre i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine con rating AAA dell'area dell'euro sono leggermente aumentati, rispecchiando principalmente la reazione ai dati economici molto positivi sugli Stati Uniti e alla decisione del FOMC del 18 dicembre di ridurre i suoi acquisti di attività. Nella parte restante del periodo in rassegna tali rendimenti sono rimasti sostanzialmente invariati.

Negli Stati Uniti, i rendimenti delle obbligazioni a lungo termine sono aumentati in misura leggermente maggiore rispetto ai rendimenti dell'area dell'euro e hanno mostrato oscillazioni leggermente più ampie nel periodo in rassegna. In aggiunta ai fattori summenzionati, ciò ha rispecchiato l'incertezza riguardo all'accordo sul bilancio statunitense. Tale incertezza, tuttavia, è diminuita quando, il 12 dicembre, è stato raggiunto un accordo in merito.

L'incertezza degli investitori sugli andamenti di breve periodo dei mercati obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita desunta dalle opzioni sulle quotazioni obbligazionarie, si è lievemente ridotta

Figura 11 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

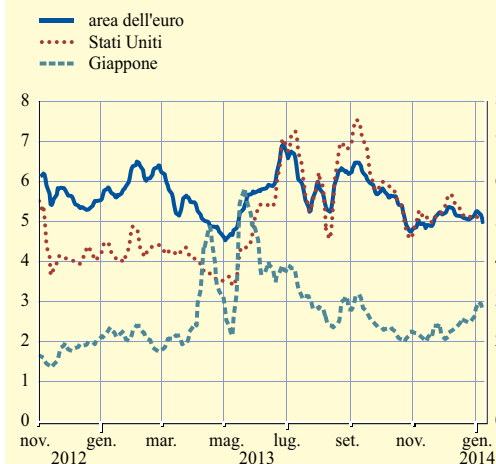
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



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

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 l'andamento dei 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.

su entrambe le sponde dell'Atlantico nel periodo in rassegna (cfr. figura 12). A tale riduzione hanno concorso la pubblicazione di dati positivi, l'accordo sul bilancio raggiunto negli Stati Uniti e la decisione del FOMC del 18 dicembre in merito agli acquisti di attività. Agli inizi di gennaio la volatilità implicita si collocava attorno al 4,8 nell'area dell'euro e al 5,0 per cento negli Stati Uniti.

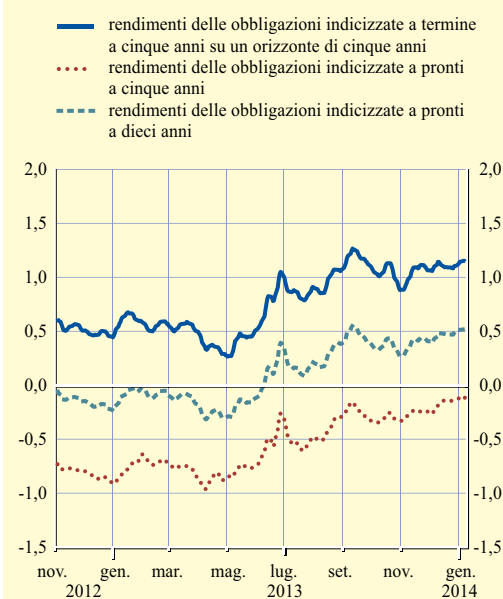
I differenziali tra i rendimenti dei titoli sovrani tra i paesi dell'area dell'euro sono leggermente diminuiti. Nel periodo in esame i rendimenti delle obbligazioni a lungo termine sono aumentati nei paesi dell'area dell'euro a più alto rating, mentre sono diminuiti nella maggior parte di quelli in difficoltà. I differenziali rispetto ai tassi OIS si sono ridotti o sono rimasti sostanzialmente invariati nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro.

L'andamento dei rendimenti reali delle obbligazioni, misurato dai rendimenti sui titoli di Stato indicizzati all'inflazione²⁾, si è mostrato strettamente analogo a quello dei rendimenti nominali, descritto sopra. I rendimenti reali decennali sono saliti di circa 9 punti base, allo 0,5 per cento circa l'8 gennaio, mentre i rendimenti reali sulle obbligazioni quinquennali sono aumentati di circa 14 punti base, collocandosi intorno al -0,1 per cento (cfr. figura 13). Di conseguenza, i tassi reali a termine a lunga scadenza (a cinque anni su un orizzonte quinquennale) nell'area dell'euro hanno segnato un rialzo di circa 4 punti base, portandosi intorno all'1,1 per cento alla fine del periodo in rassegna.

Gli indicatori delle attese d'inflazione a lungo termine nell'area dell'euro ricavati dai mercati finanziari hanno registrato un lieve rialzo nel periodo in esame. I tassi di inflazione di pareggio a cinque e a dieci anni impliciti nelle obbligazioni indicizzate all'inflazione sono aumentati a circa l'1,2 e l'1,8 per cento rispettivamente. Di conseguenza, il tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale è aumentato di 16 punti base, portandosi al 2,45 per cento agli inizi di gennaio (cfr. figura 14). Il tasso a lungo termine desunto dagli swap sull'inflazione è lievemente salito nel periodo in rassegna, portandosi al 2,2 per cento l'8 gennaio. 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 prezzi.³⁾

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

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



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

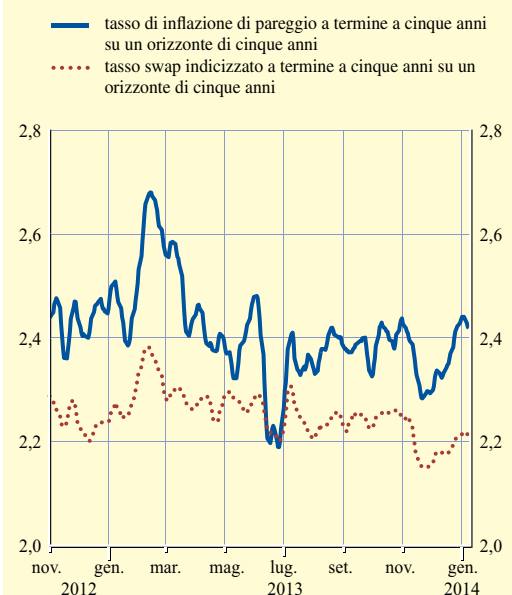
Note: i rendimenti reali delle obbligazioni sono calcolati come media ponderata al PIL dei rendimenti reali delle obbligazioni di Francia e Germania.

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

3) Per un'analisi dettagliata dell'ancoraggio delle aspettative di inflazione a più 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

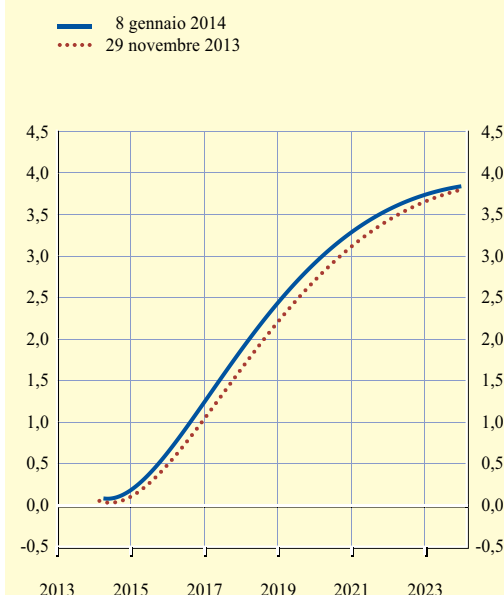
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



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

La struttura per scadenze dei tassi overnight impliciti a termine dell'area dell'euro ha subito un leggero spostamento verso l'alto tra la fine di novembre e l'inizio di gennaio, principalmente per le obbligazioni con scadenze medio-lunghe (cfr. figura 15). Ciò indica che le aspettative sui futuri tassi di interesse a breve termine, e forse i connessi premi per il rischio, sono lievemente aumentate nel periodo considerato.

Nel periodo in rassegna i differenziali di rendimento sulle obbligazioni di qualità più elevata (investment grade) emesse da società finanziarie dell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente invariati per le classi a più alto rating e sono diminuiti leggermente per quelle di qualità creditizia più bassa (rispetto all'indice relativo alle obbligazioni sovrane con rating AAA dell'UEM elaborato da Merrill Lynch). Con riferimento alle società non finanziarie, i differenziali si sono lievemente ampliati per le classi a più alto rating e si sono ridotti per quelle con merito di credito più basso. Nel complesso, i differenziali sulle obbligazioni societarie per la maggior parte delle categorie di merito creditizio rimangono al di sotto dei livelli registrati all'inizio del 2013.

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

A novembre i tassi sui prestiti delle IFM alle famiglie sono aumentati per le scadenze sia brevi sia lunghe, mentre quelli alle società non finanziarie hanno evidenziato andamenti eterogenei. I dif-

ferenziali tra i tassi sui prestiti e quelli di mercato si sono leggermente ampliati a novembre, eccetto per i prestiti a lungo termine di elevato ammontare.

A novembre i tassi di interesse applicati dalle IFM ai depositi a breve termine sono calati sia per le società non finanziarie sia per le famiglie. I tassi a breve termine sui mutui per l'acquisto di abitazioni sono aumentati di 1 punto base, al 2,8 per cento in novembre, e quelli sul credito al consumo sono saliti di 11 punti base, al 5,8 per cento. Con riferimento ai prestiti alle società non finanziarie, i tassi a breve termine sui prestiti di importo elevato (superiore a 1 milione di euro) sono aumentati di 6 punti base, al 2,3 per cento, mentre quelli sui prestiti di modesta entità (fino a 1 milione di euro) sono diminuiti di 2 punti base, al 3,8 per cento (cfr. figura 16). Di conseguenza, il differenziale fra i tassi di interesse a breve termine sui prestiti di modesta entità alle società non finanziarie e i corrispondenti tassi di interesse sui prestiti di importo elevato si è ridotto a 156 punti base a novembre. L'entità del differenziale indica tuttavia che le condizioni di finanziamento per le piccole e medie imprese rimangono meno favorevoli di quelle per le imprese di grandi dimensioni.

Nell'insieme, dal momento che a novembre l'Euribor a tre mesi è rimasto pressoché invariato, il differenziale fra i tassi di interesse a breve termine delle IFM sui prestiti alle famiglie e il tasso di mercato monetario a tre mesi è lievemente aumentato, a 255 punti base, mentre il differenziale corrispondente per i tassi di interesse a breve termine sui prestiti di importo elevato a società non finanziarie è salito a 205 punti base (cfr. figura 17).

Dall'inizio del 2013 i tassi di interesse a breve termine delle IFM sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e quelli sui prestiti alle società non finanziarie sono rimasti sostanzialmente stabili. 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 finanziaria e la debole congiuntura economica continuano ad esercitare pressioni al rialzo su tali tassi in alcuni paesi dell'area dell'euro.

Per quanto riguarda le scadenze più lunghe, i tassi di interesse applicati dalle IFM ai depositi a lungo termine delle famiglie e quelli sui depositi delle società non finanziarie sono aumentati nel complesso in misura marginale a novembre. In particolare, i tassi di interesse sono aumentati di 1 punto base (al 2,2 per cento) per le famiglie e sono diminuiti di 46 punti base (all'1,8 per cento) per le imprese non finanziarie. I tassi di interesse a lungo termine sui mutui per l'acquisto di abi-

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)



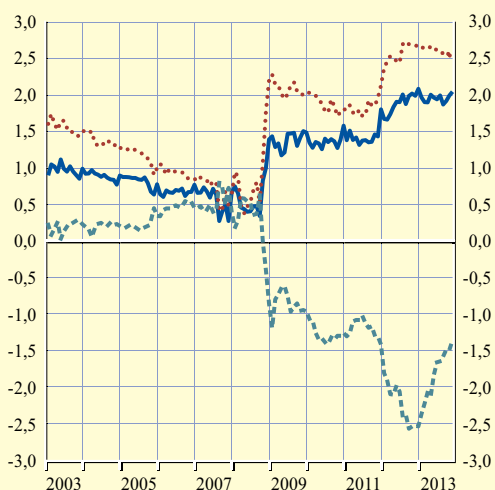
Fonte: BCE.

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



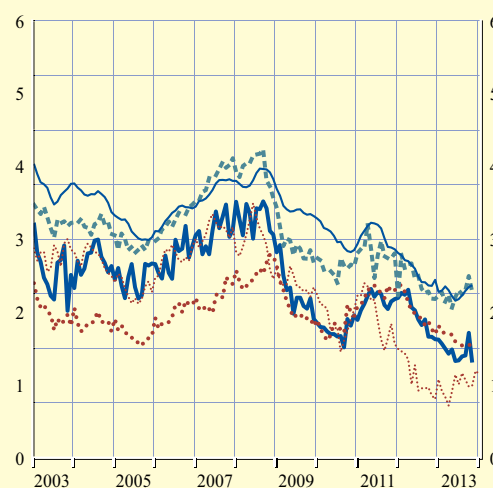
Fonte: BCE.

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).

tazioni sono aumentati di 3 punti base, al 3,2 per cento in novembre. Analogamente, i tassi a lungo termine sui prestiti di modesta entità alle società non finanziarie sono aumentati di 5 punti base al 3,4 per cento, mentre quelli sui prestiti di importo elevato alle imprese sono diminuiti di circa 30 punti base, al 3,0 per cento (cfr. figura 18). Pertanto, il differenziale fra i tassi a lungo termine sui prestiti di modesta entità e quelli sui prestiti di importo elevato, che era stato sostanzialmente nullo in ottobre, è tornato ad ampliarsi a 34 punti base a novembre. Dato che i rendimenti dei titoli di Stato a sette anni con rating AAA sono aumentati di 2 punti base in novembre, all'1,3 per cento, il differenziale fra i tassi sui prestiti a lungo termine e i rendimenti su tali titoli si è ampliato lievemente sia per i mutui ipotecari alle famiglie sia per i prestiti di importo ridotto concessi alle società non finanziarie, mentre è diminuito per i prestiti di ammontare elevato alle società non finanziarie.

Dall'inizio del 2013 lo spread fra i tassi sui prestiti a lungo termine e i rendimenti dei titoli di Stato a sette anni con rating AAA ha oscillato tra 170 e 250 punti base per i prestiti alle società non finanziarie e tra 140 e 210 punti base per i prestiti alle famiglie. Tuttavia, i differenziali si sono ridotti rispetto ai livelli raggiunti nel 2012.

2.6 MERCATI AZIONARI

Tra la fine di novembre e l'8 gennaio i corsi azionari sono aumentati di circa l'1 per cento nell'area dell'euro e di circa il 2 per cento negli Stati Uniti. L'andamento dei mercati azionari è stato influenzato da possibili prese di beneficio in vista della fine dell'anno, dalla pubblicazione di alcuni dati economici molto positivi sull'economia statunitense, nonché dalle incertezze relative all'accordo sul bilancio negli Stati Uniti e ai tempi e all'intensità del rientro dalla politica monetaria accomodante da parte del Federal Reserve System. In seguito alla riunione del FOMC del 18 dicembre, le quotazioni azionarie hanno segnato un rialzo su entrambe le sponde dell'Atlantico. L'incertezza dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita, è lievemente aumentata nell'area dell'euro, mentre è rimasta sostanzialmente invariata negli Stati Uniti.

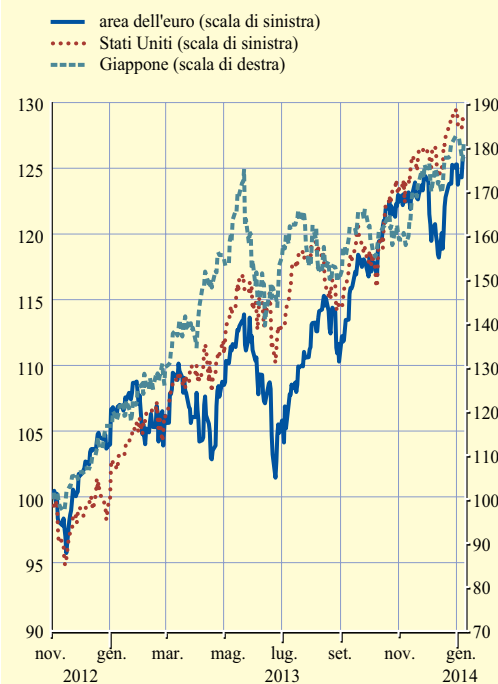
Nel periodo in rassegna i corsi azionari dei principali mercati sono leggermente aumentati. Fra la fine di novembre e l'8 gennaio le quotazioni azionarie nell'area dell'euro, misurate dall'indice generale Dow Jones Euro Stoxx, sono salite di circa l'1 per cento. Nello stesso periodo i corsi azionari negli Stati Uniti, misurati dall'indice Standard & Poor's 500, hanno registrato un rialzo di circa il 2 per cento, mentre in Giappone le quotazioni azionarie, misurate dall'indice Nikkei 225, sono aumentate approssimativamente del 3 per cento (cfr. figura 19).

Nella prima settimana di dicembre le quotazioni azionarie nell'area dell'euro si sono ridotte riflettendo probabilmente prese di profitto in vista della fine dell'anno. Nella parte rimanente del periodo in esame le quotazioni azionarie nell'area dell'euro hanno registrato oscillazioni modeste e segnato un lieve rialzo in seguito alla decisione del FOMC del 18 dicembre di ridurre gradualmente i suoi acquisti di attività. I dati economici pubblicati nell'area sono stati alquanto contrastanti, mentre negli Stati Uniti questi ultimi sono stati relativamente robusti. Ciò si è riflesso in certa misura nell'andamento dei mercati azionari negli USA le cui quotazioni azionarie sono state anche influenzate dall'incertezza relativa all'accordo sul bilancio e ai tempi del rientro dalla politica monetaria accomodante da parte del Federal Reserve System. In seguito alla riunione di dicembre del FOMC i corsi azionari hanno segnato un rialzo con una riduzione della volatilità nella parte finale del periodo considerato.

Nell'area euro le quotazioni azionarie sono salite nella maggior parte dei settori e dei paesi. I corsi di titoli finanziari sono aumentati del 5 per cento, mentre quelli delle azioni non finanziarie sono rimasti sostanzialmente invariati, con il peggiore andamento registrato dal settore dei servizi di pubblica utilità e da quello del petrolio e del gas. Negli Stati Uniti,

Figura 19 Indici dei corsi azionari

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



Fonte: Thomson Reuters.

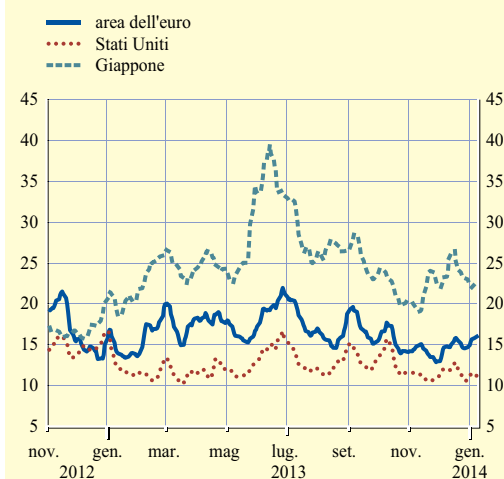
Nota: indice ampio Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti e Nikkei 225 per il Giappone.

le variazioni delle quotazioni azionarie sono state complessivamente simili tra i settori, con i corsi dei titoli finanziari saliti in misura leggermente maggiore rispetto a quelli delle azioni non finanziarie. In Giappone, i rialzi delle quotazioni azionarie sono stati parimenti generalizzati in tutti i settori, sebbene lievemente maggiori in quello finanziario rispetto al settore non finanziario.

L'incertezza relativa agli andamenti dei mercati azionari nell'area dell'euro, misurata dalla volatilità implicita, è lievemente aumentata da circa il 13 per cento di fine novembre al 16 per cento circa dell'8 gennaio (cfr. figura 20). Nello stesso periodo negli Stati Uniti è rimasta nel complesso sostanzialmente invariata attorno all'11 per cento. Tali andamenti, nel complesso, celano un calo dell'incertezza nei mercati azionari in entrambe le aree economiche susseguente alla decisione del FOMC del 18 dicembre. La volatilità implicita è rimasta pressoché invariata anche in Giappone, ma resta piuttosto elevata rispetto agli anni precedenti.

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.

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 0,9 allo 0,8 per cento tra novembre e dicembre 2013. Tale flessione, sostanzialmente in linea con le aspettative, è riconducibile a una minore inflazione dei servizi. Considerando i prezzi correnti dei contratti future per l'energia, il tasso di inflazione sul periodo corrispondente dovrebbe rimanere attorno ai livelli attuali nei prossimi mesi. Ci si attende che nell'area dell'euro le pressioni di fondo sui prezzi restino contenute nel medio termine. Nel contempo, le aspettative di inflazione di medio-lungo periodo per l'area dell'euro continuano a essere saldamente ancorate, in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento. I rischi per le prospettive sull'andamento dei prezzi continuano a essere sostanzialmente bilanciati nel medio periodo.

3.1 PREZZI AL CONSUMO

L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è scesa nell'area dell'euro da una media del 2,5 per cento nel 2012 all'1,3 nel 2013 (secondo la stima preliminare dell'Eurostat per dicembre 2013). Tale contrazione è attribuibile principalmente al forte calo dell'inflazione dei beni energetici dai livelli a due cifre osservati nel 2011 e in parte del 2012 allo 0,6 per cento in media nel 2013. Nei mesi recenti l'inflazione dei prodotti alimentari è diminuita rapidamente dai livelli elevati registrati nella prima parte dell'anno, concorrendo ulteriormente al calo dell'inflazione complessiva. L'inflazione misurata sullo IAPC è scesa anche al netto delle componenti volatili dei beni alimentari ed energetici, collocandosi in media all'1,1 per cento nel 2013 e rispecchiando un contesto di debole attività economica.

Analizzando i dati più recenti, l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC è diminuita dallo 0,9 allo 0,8 per cento tra novembre e dicembre, secondo la stima preliminare dell'Eurostat. Tale flessione rispecchia essenzialmente gli andamenti contrastanti dei tassi di inflazione dei beni energetici e di quelli dei servizi, laddove l'aumento dei primi è ascrivibile a un effetto base al rialzo e a un incremento del tasso mensile, mentre il calo dei secondi riflette il venir meno degli effetti delle modifiche alle modalità di rilevazione dei prezzi per lo IAPC introdotte in Germania lo scorso novembre (cfr. tavola 7).

Se si analizzano più in dettaglio le componenti principali dello IAPC, la stima preliminare dell'Eurostat indica che l'inflazione dei beni energetici è aumentata ancora allo 0,0 per cento in dicembre, dopo i tassi di crescita tendenziali negativi registrati a novembre e ottobre, -1,1 e -1,7 per cento rispettivamente. Tale incremento è in larga misura ascrivibile a effetti base. A novembre, l'ultimo mese per cui è disponibile una scomposizione dettagliata, l'accelerazione dei prezzi dell'energia ha rispecchiato in particolare un minore calo su base annua dei prezzi dei carburanti per autotrazione e di altri carburanti liquidi, mentre la dinamica dei prezzi di elettricità e gas è diminuita in misura marginale.

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 aumentata lievemente dall'1,6 all'1,8 per cento tra novembre e dicembre 2013. Non sono ancora disponibili informazioni ufficiali sulla scomposizione degli aggregati alimentari per dicembre. L'inflazione dei beni alimentari freschi è scesa dall'1,4 allo 0,9 per cento tra ottobre e novembre per effetto del rallentamento dei prezzi di carne e frutta. Poiché si è attestata sopra il 5 per cento tra maggio e luglio, il calo degli ultimi mesi indica che la recente impennata dell'inflazione degli alimentari si sta esaurendo rapidamente. In particolare, a novembre le dinamiche tendenziali dei prezzi di frutta e verdura si sono collocate allo 0,9 e al -0,7 per cento rispettivamente, a fronte dei valori massimi dell'11,3 per cento per la frutta in luglio e del 9 per cento per la verdura in giugno. Anche l'inflazione degli alimentari trasformati è scesa ulterior-

Tavola 7 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

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

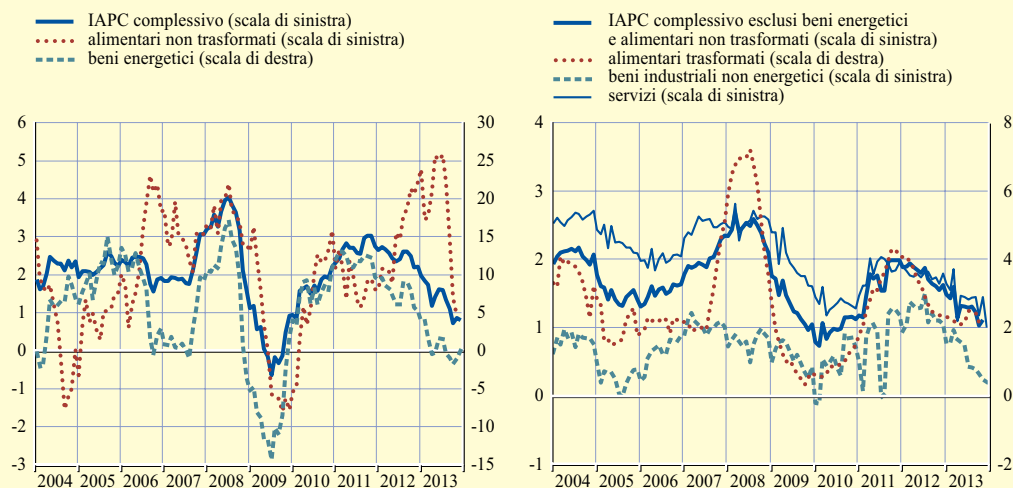
1) Il dato sullo IAPC (escluso alimentari non trasformati e trasformati) di dicembre 2013 si riferisce alla stima preliminare dell'Eurostat.

mente al 2,0 per cento in novembre, per effetto in particolare di un rallentamento dei prezzi di pane e cereali. La dinamica dei prezzi dei tabacchi è rimasta invariata.

L'inflazione misurata sullo IAPC è diminuita nel 2013 anche al netto delle componenti volatili dei beni alimentari ed energetici, ancorché in misura inferiore rispetto all'inflazione complessiva. Mentre quest'ultima aveva registrato una media dell'1,5 per cento nel 2012, l'inflazione armonizzata al netto di tali voci è scesa a tassi inferiori all'1,0 per cento nei mesi recenti, situandosi allo 0,7 per cento in

Figura 21 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

dicembre, secondo la stima preliminare dell'Eurostat. Escludendo queste due componenti, il paniere IAPC è costituito da due voci principali, beni industriali non energetici e servizi, i cui prezzi negli ultimi mesi hanno registrato un rallentamento. L'impatto inizialmente limitato dell'aumento dell'IVA introdotto in Italia dal 1° ottobre 2013 ha contribuito a mantenere l'inflazione di queste componenti al di sotto delle attese. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione dei beni industriali non energetici è rimasta invariata allo 0,2 per cento in dicembre. A novembre era già insolitamente bassa, riflettendo principalmente il rallentamento dei prezzi dei beni semidurevoli, specie dell'abbigliamento, dovuto al loro calo in Grecia per i ribassi di metà stagione.

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, a dicembre l'inflazione dei servizi è scesa all'1,0 per cento a fronte dell'1,4 e dell'1,2 per cento a novembre e ottobre rispettivamente. L'elevata volatilità della componente dei servizi negli ultimi due mesi è dovuta principalmente alle menzionate modifiche delle modalità di rilevazione dei prezzi per lo IAPC in Germania.

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

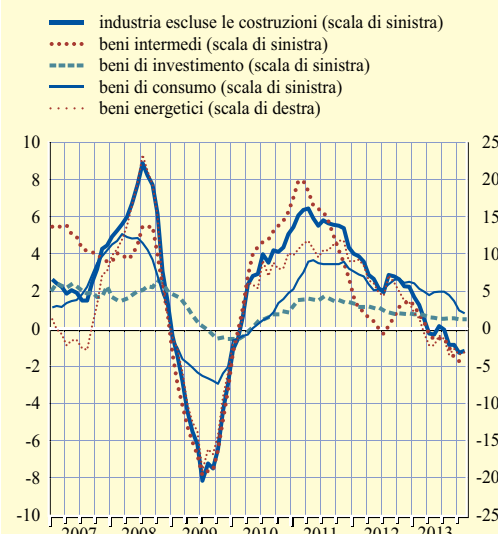
L'inflazione alla produzione nell'industria al netto delle costruzioni si è attestata al -1,2 per cento a novembre 2013 dal -1,3 di ottobre (cfr. tavola 7 e figura 22). In novembre il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione industriale al netto delle costruzioni e dell'energia è rimasto invariato al -0,3 per cento.

Le pressioni inflazionistiche per la componente industriale non energetica del paniere IAPC sono rimaste contenute. L'inflazione alla produzione nell'industria per i beni di consumo non alimentari è scesa allo 0,0 per cento in novembre, dallo 0,2 di ottobre, a seguito dei cali registrati nei comparti farmaceutico ed editoriale, e in parte a causa di un effetto base al ribasso. Tale flessione è in linea con l'andamento al ribasso osservato negli ultimi due anni. In prospettiva, in dicembre l'indice PMI dei beni al dettaglio per gli esercizi non alimentari è aumentato (in base alla media mobile a tre mesi), superando la media storica a 58,1 e continuando l'andamento al rialzo dei sei mesi precedenti. Analogamente, negli ultimi mesi è aumentato anche l'indice PMI dei costi degli input per i produttori di beni di consumo. Ai primi stadi della catena di formazione dei prezzi, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni intermedi si è collocato al -1,7 per cento in novembre, invariato rispetto ad ottobre. A dicembre i tassi di variazione sul mese precedente dei prezzi in euro delle materie prime e del greggio si sono situati su livelli lievemente positivi, mentre quelli sui dodici mesi sono rimasti in territorio negativo.

Le spinte inflazionistiche sui prezzi dei beni alimentari continuano a diminuire nei primi e negli ultimi stadi della filiera, anche se da livelli in qualche misura superiori rispetto ai beni industriali non energetici. La dinamica annuale

Figura 22 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

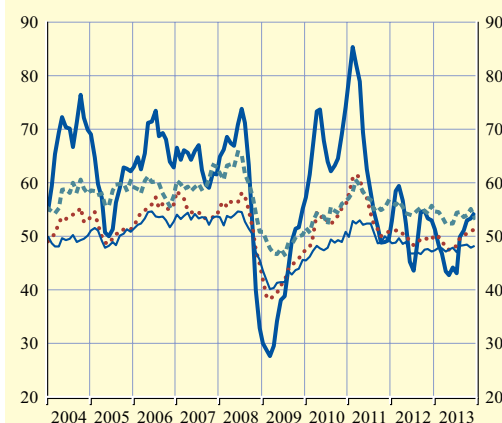
dell'inflazione alla produzione nell'industria alimentare è scesa in novembre all'1,0 per cento, dall'1,2 di ottobre e dai tassi prossimi al 4 per cento all'inizio del 2013. L'indagine PMI segnala in dicembre un modesto calo dell'indice dei prezzi degli input per i dettaglianti di prodotti alimentari, mentre l'indice dei margini è aumentato. Ai primi stadi della catena di formazione dei prezzi, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dell'UE per le materie prime alimentari è scivolato al -3,2 per cento in novembre da livelli superiori all'11 per cento nel secondo trimestre dell'anno. Le quotazioni internazionali delle materie prime alimentari espresse in euro sono rimaste sostanzialmente invariate in dicembre rispetto al mese precedente, pur mantenendo una variazione fortemente negativa (-15,3 per cento) su base annua.

Le più recenti informazioni desunte sia dall'indice PMI sia dalle indagini della Commissione europea, confermano che le spinte inflazionistiche riguardanti i prezzi al consumo dei beni industriali non energetici rimangono contenute e che si stanno ridimensionando quelle sui prezzi al consumo dei prodotti alimentari trasformati. Con riferimento ai dati del PMI (cfr. figura 23), l'indice dei prezzi degli input nel settore manifatturiero è aumentato da 53,4 in novembre a 54,5 in dicembre, mentre quello dei prezzi degli output è passato da 51,1 a 51,3 nello stesso periodo. Entrambi gli indici sono rimasti al di sotto delle rispettive medie di lungo periodo. Secondo l'indagine della Commissione europea, le aspettative per i prezzi di vendita nell'industria sono rimaste sostanzialmente invariate a novembre 2013.

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

(indici di diffusione; dati mensili)

— settore manifatturiero; prezzi degli input
 settore manifatturiero; prezzi applicati alla clientela
 - - - settore dei servizi; prezzi degli input
 — settore dei servizi; prezzi applicati alla clientela



Fonte: Markit.

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

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Le 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 di deboli condizioni nei mer-

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

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

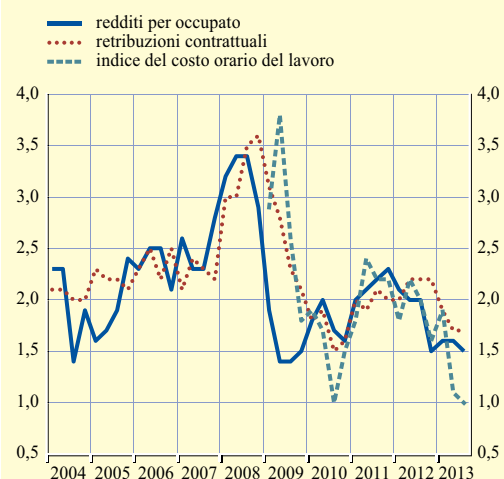
cati del lavoro. La dinamica piuttosto contenuta dell'aumento dei salari a livello dell'area dell'euro cela divergenze sostanziali tra i singoli paesi. Mentre i salari nominali sono aumentati a tassi sostenuti nei paesi con mercati del lavoro relativamente forti, i salari nominali e il costo del lavoro per unità di prodotto hanno registrato un aumento solo moderato o addirittura una flessione nei paesi dove le riduzioni salariali nel settore pubblico (connesse al risanamento dei conti pubblici) sono più significative e con livelli persistentemente elevati di disoccupazione.

Nell'insieme dell'area dell'euro la crescita sul periodo corrispondente dei redditi per occupato è stata pari all'1,5 per cento nel terzo trimestre del 2013, a fronte dell'1,6 nel trimestre precedente. La dinamica del costo unitario del lavoro è scesa ulteriormente dall'1,2 all'1,0 per cento tra il secondo e il terzo trimestre del 2013.

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 per effetto del marcato incremento delle ore lavorate. Questa generale moderazione riflette un rallentamento dei salari per ora lavorata nelle attività imprenditoriali, mentre il costo orario del lavoro nelle attività non imprenditoriali, che risente

Figura 24 Indicatori del costo del lavoro

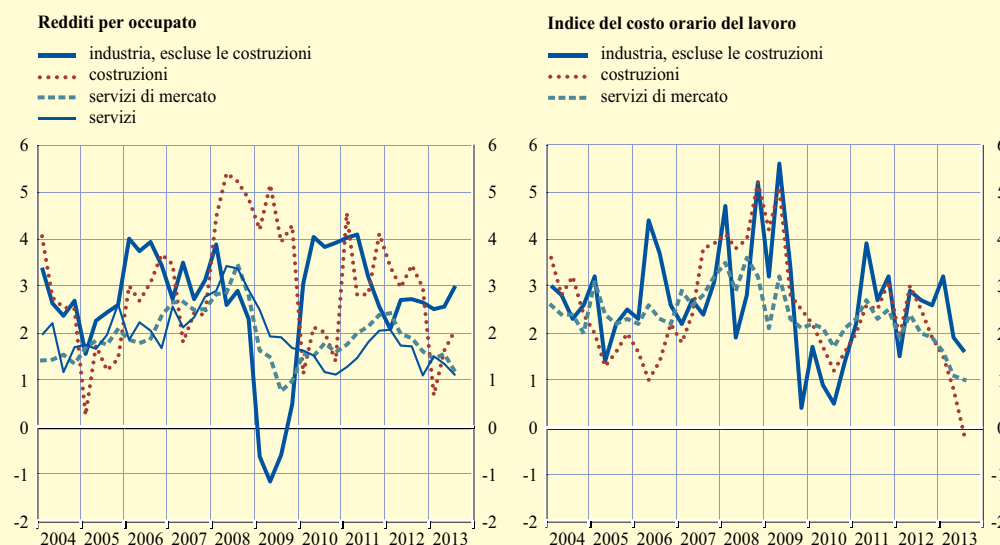
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 25 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

soprattutto della dinamica nel settore pubblico, ha segnato un'accelerazione. Per le attività imprenditoriali, la crescita sul periodo corrispondente del costo orario del lavoro è diminuita nel settore industriale, in misura lievemente minore in quello dei servizi ma più significativa nel comparto delle costruzioni. A livello nazionale, il costo orario del lavoro ha rallentato in gran parte dei 16 paesi per i quali sono disponibili i dati, mentre ha accelerato in alcuni dei paesi restanti pur in presenza di tassi ancora negativi. 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 una stabilizzazione della crescita delle retribuzioni contrattuali. Nel complesso, i dati più recenti suggeriscono una crescita moderata per il costo del lavoro nel breve periodo.

3.4 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

In base ai prezzi correnti dei contratti future per l'energia, il tasso di inflazione sul periodo corrispondente dovrebbe rimanere attorno ai livelli attuali nei prossimi mesi. Ci si attende che nell'area dell'euro le pressioni di fondo sui prezzi restino contenute nel medio termine. Nel contempo, le aspettative di inflazione di medio-lungo periodo per l'area dell'euro continuano a essere saldamente ancorate, in linea con l'obiettivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento.

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

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

Nel terzo trimestre del 2013 il PIL in termini reali nell'area dell'euro è cresciuto dello 0,1 per cento sul periodo precedente, dopo un aumento dello 0,3 nel secondo. Mentre l'andamento dei dati sulla produzione industriale per ottobre mostra un avvio debole del quarto trimestre, gli indicatori del clima di fiducia basati sulle indagini congiunturali fino a dicembre evidenziano un ulteriore miglioramento a partire da bassi livelli, segnalando nel complesso il perdurare della graduale ripresa dell'attività economica. In prospettiva, per il 2014 e per il 2015 ci si attende che il prodotto recuperi a un ritmo lento, soprattutto per effetto di un certo incremento della domanda interna sostenuta dall'orientamento accomodante della politica monetaria. L'economia dell'area dell'euro dovrebbe altresì beneficiare di un progressivo rafforzamento della domanda di esportazioni. Inoltre, i miglioramenti osservati in generale nei mercati finanziari dall'estate del 2012 sembrano trasmettersi gradualmente all'economia reale, al pari dei progressi realizzati nel risanamento dei conti pubblici. In aggiunta, i redditi reali sono stati di recente favoriti da una più bassa inflazione dei prezzi dell'energia. Al tempo stesso, la disoccupazione nell'area dell'euro rimane elevata e gli aggiustamenti di bilancio necessari nei settori pubblico e privato seguiranno a gravare sull'attività economica. I rischi per le prospettive economiche dell'area continuano a essere al ribasso.

4.1 LE COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

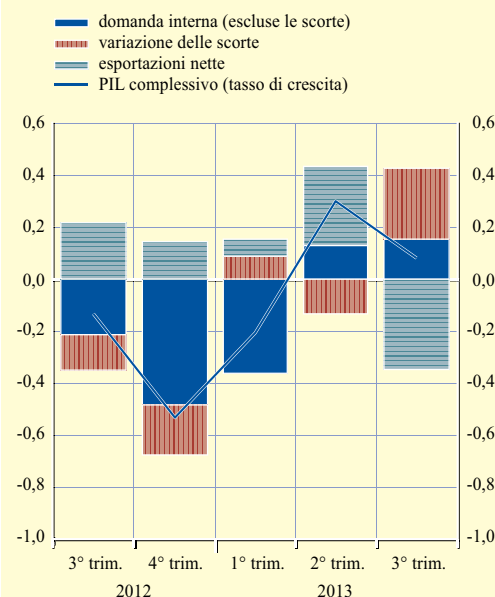
Nel terzo trimestre del 2013 il PIL in termini reali è aumentato dello 0,1 per cento, dopo essere salito dello 0,3 nel secondo (cfr. figura 26). La domanda interna e la variazione delle scorte hanno sostenuto la crescita nel terzo trimestre, mentre le esportazioni nette hanno fornito un apporto negativo. È la prima volta dall'inizio del 2010 che le esportazioni nette forniscono un contributo negativo alla crescita del PIL su base congiunturale. Nel terzo trimestre del 2013 il prodotto si è attestato su un livello inferiore del 3 per cento al suo massimo pre-recessione del primo trimestre del 2008 e su un livello inferiore di circa l'1 per cento al suo massimo post-recessione registrato nel terzo trimestre del 2011.

Nel terzo trimestre del 2013 i consumi privati nell'area dell'euro sono saliti dello 0,1 per cento in termini congiunturali, dopo un'evoluzione analoga nel trimestre precedente. L'ultimo risultato riflette molto probabilmente un incremento dei consumi di beni al dettaglio, compensato in parte dal calo della spesa per servizi. Nello stesso periodo, gli acquisti di autovetture hanno fornito un contributo nullo alla crescita dei consumi.

Per quanto riguarda il quarto trimestre, le informazioni disponibili tendono a suggerire nel complesso andamenti sostanzialmente stabili per i consumi privati. In novembre il volume delle vendite al dettaglio è aumentato dell'1,4 per cento rispetto a ottobre, portandosi allo stesso livello della media registrata nel terzo trimestre del 2013, quando si era osservato un

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.

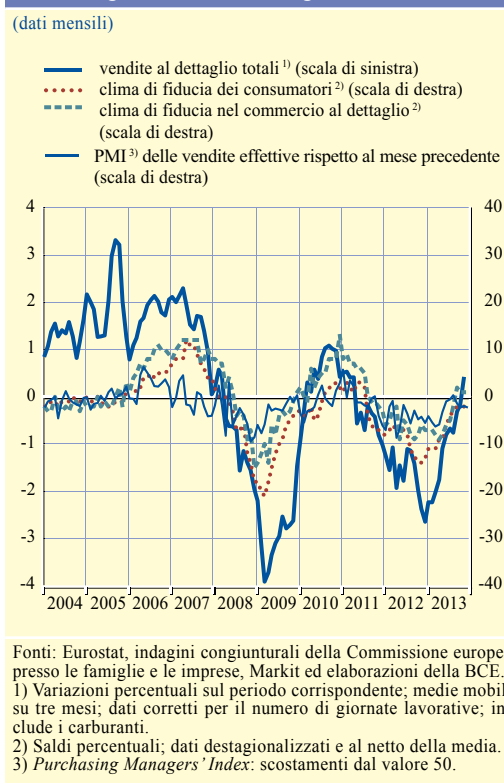
incremento dello 0,4 per cento sul periodo precedente. In ottobre e novembre le immatricolazioni di nuove autovetture nell'area dell'euro si sono collocate in media su un livello superiore di poco più del 3 per cento rispetto al valore medio del terzo trimestre, in cui erano diminuite dello 0,4 per cento su base congiunturale.

I dati desunti dalle indagini sul commercio al dettaglio per il quarto trimestre del 2013 denotano che la crescita dei consumi di beni al dettaglio permane modesta (cfr. figura 27). L'indicatore della Commissione europea relativo al clima di fiducia nello stesso settore, in netto aumento nel terzo trimestre, è leggermente migliorato in ottobre e novembre, portandosi appena al di sopra della sua media di lungo periodo. Inoltre, la fiducia dei consumatori è cresciuta tra novembre e dicembre, riprendendo quindi la dinamica al rialzo interrotta temporaneamente dalla flessione del mese precedente. Al momento la fiducia è prossima alla sua media di lungo termine, segnalando così il perdurare di un'evoluzione contenuta della spesa per consumi. L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il commercio al dettaglio è sceso da 49,5 nel terzo trimestre a 47,8 nel quarto e, mantenendosi inferiore alla soglia di 50, evidenzia una dinamica moderata delle vendite nell'ultimo trimestre del 2013. Infine, l'indicatore delle attese sugli acquisti rilevanti è rimasto su bassi livelli, suggerendo il protrarsi di un atteggiamento di cautela da parte dei consumatori nelle decisioni di acquisto di beni durevoli.

Gli investimenti fissi lordi, dopo il rimbalzo nel secondo trimestre del 2013, sono saliti ulteriormente dello 0,4 per cento in termini congiunturali nel terzo trimestre. Quanto alle componenti degli investimenti, ciascuna delle quali contribuisce per circa la metà del totale, nel terzo trimestre sia gli investimenti in costruzioni sia, in misura minore, quelli in beni diversi dalle costruzioni hanno registrato tassi di crescita positivi su base trimestrale. In seguito alla debole ripresa nell'arco degli ultimi due trimestri, ci si attende un ulteriore lieve aumento degli investimenti delle imprese, con una progressiva espansione della domanda, un miglioramento del clima di fiducia e delle condizioni finanziarie e una riduzione dell'incertezza (cfr. riquadro 4).

I nuovi dati sugli investimenti fissi forniscono segnali in qualche modo contrastanti. In ottobre la produzione industriale di beni di investimento (un indicatore degli investimenti futuri al netto delle costruzioni) è scesa ancora, dell'1,3 per cento sul mese precedente. Nello stesso mese, la produzione di beni di investimento si è collocata su un livello inferiore di circa l'1 per cento alla sua media del terzo trimestre del 2013, quando la dinamica si era mostrata stagnante su base trimestrale. Sebbene ciò rappresenti un avvio lento del quarto trimestre, la forte volatilità mensile dei dati di produzione richiama alla cautela nelle valutazioni. I risultati delle indagini qualitative più recenti presentano un quadro in certa misura più ottimistico. Ad esempio, il PMI del settore manifatturiero

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



ha evidenziato un ulteriore miglioramento nel quarto trimestre dell'anno, dopo essersi attestato nel terzo su un valore medio superiore alla soglia teorica di espansione pari a 50 per la prima volta dal secondo trimestre del 2011. Al contempo, l'indicatore del clima di fiducia delle imprese industriali elaborato dalla Commissione europea, in crescita costante nell'arco dell'ultimo anno, è salito ancora in ottobre e novembre, portandosi allo stesso livello osservato nell'estate del 2011.

In ottobre del 2013 la produzione nel settore delle costruzioni si è contratta ulteriormente, dell'1,2 per cento sul mese precedente, dopo un calo dello 0,5 in settembre. Di conseguenza, tale produzione in ottobre è risultata inferiore dell'1,5 per cento alla media del terzo trimestre, un significativo peggioramento rispetto allo stesso trimestre, quando l'attività nelle costruzioni era aumentata dell'1,9 per cento in termini congiunturali. Inoltre, l'indicatore del clima di fiducia nel comparto delle costruzioni, pubblicato dalla Commissione europea, si è attestato ben al di sotto della sua media storica in ottobre e novembre, mentre il PMI per lo stesso comparto nell'area dell'euro, negli stessi mesi, si è collocato su un livello inferiore alla soglia di 50, segnalando un andamento modesto del settore.

Riquadro 4

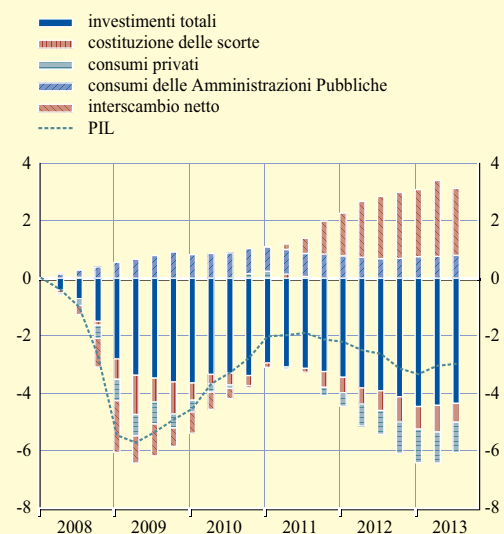
INVESTIMENTI DELLE IMPRESE: INDICAZIONI DI UNA MODESTA RIPRESA A VENIRE

Questo riquadro presenta gli andamenti seguiti dal 2008 dagli investimenti, in particolare quelli delle imprese, e fornisce un'indicazione sulle prospettive per il 2014. Gli investimenti totali nell'area dell'euro sono andati costantemente calando, in modo particolarmente marcato durante la crisi finanziaria. Rispetto al 2008, quando sia il PIL sia gli investimenti avevano toccato un massimo, la loro contrazione ha superato il 15 per cento. Tale calo è all'origine di gran parte della marcata flessione registrata dal PIL dal 2008. Ciò si deve al fatto che, in termini contabili, gli investimenti totali (compresi quelli in abitazioni) hanno sottratto in questo periodo oltre 4 punti percentuali dal PIL reale in termini cumulati (cfr. figura A). Sebbene gli investimenti totali rappresentino di norma una delle componenti più volatili del PIL nell'arco del ciclo economico, la contrazione degli ultimi sei anni è risultata più profonda e generalizzata rispetto a quelle che hanno caratterizzato le recessioni degli ultimi trenta anni nell'area dell'euro. Di recente si è potuta osservare una debole ripresa, con una crescita dello 0,2 per cento degli investimenti totali nel secondo trimestre del 2013 e dello 0,4 per cento nel terzo. Il livello degli investimenti totali resta tuttavia ben inferiore a quello del 2008.

Gli investimenti totali comprendono gli investimenti delle imprese, quelli delle famiglie e quelli del settore pubblico. La ca-

Figura A PIL reale dell'area dell'euro e contributi alla sua variazione cumulata dal primo trimestre del 2008

(punti percentuali)



Fonte: Eurostat.
Note: l'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre del 2013. Nel caso della Spagna, le scorte sono riportate all'interno degli investimenti.

duta degli investimenti delle imprese (non finanziarie) è stata all'origine di circa metà del calo degli investimenti totali dal 2008 (cfr. figura B). Il contributo del settore delle famiglie è stato pressoché analogo, riflettendo in ampia misura la riduzione degli investimenti in abitazioni ¹⁾. Anche gli investimenti del settore pubblico si sono fortemente contratti, ma poiché rappresentano una quota relativamente esigua di quelli totali, il loro contributo è stato assai più limitato.

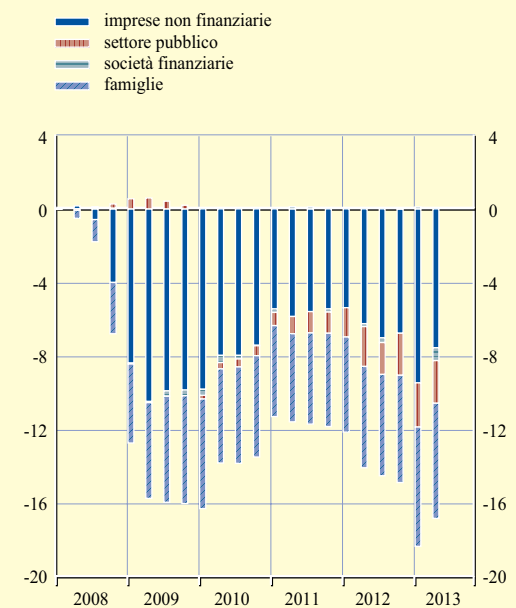
Esaminando più da vicino gli investimenti delle imprese si osserva che fattori fondamentali, quali la debolezza della domanda e dei profitti ²⁾, nonché l'abbondante capacità produttiva inutilizzata, contribuiscono a spiegare la contrazione degli ultimi anni. In particolare durante la crisi finanziaria, anche gli elevati livelli di incertezza ³⁾, le condizioni di finanziamento restrittive e l'esigenza di ridurre la leva finanziaria da parte di imprese e banche hanno concorso a frenare l'attività di investimento delle imprese.

Stando all'indagine condotta in materia nel novembre 2013 dalla Commissione europea, gli investimenti reali nel settore manifatturiero dell'area dell'euro sarebbero diminuiti di un ulteriore 3 per cento nel 2013, mentre dovrebbero aumentare della stessa misura nel 2014.

Sempre in base all'indagine, nel 2014 i fattori di domanda dovrebbero nel complesso essere più favorevoli alla crescita degli investimenti nell'area dell'euro rispetto all'anno appena trascorso. Al momento la loro influenza sulla crescita degli investimenti risulta sostanzialmente analoga a quella media osservata dall'avvio dell'UEM. L'indagine della Commissione fa una distinzione fra piccole imprese con meno di 50 dipendenti e imprese maggiori con più di 250 dipendenti. Al riguardo, è incoraggiante osservare che nel 2014 le imprese minori si attendono che i fattori di domanda saranno più favorevoli di quanto lo siano stati in media dal 2009 (cfr. figura C). Diversamente da quanto avvenuto per le imprese maggiori, infatti, tali fattori hanno fornito un sostegno soltanto limitato agli investimenti delle piccole imprese dal 2009. L'indagine mostra inoltre che le considerazioni di finanziamento dipendono ancora in forte misura dalle dimensioni delle imprese: se da un lato le imprese maggiori si attendono che nel 2014 i fattori finanziari divengano sostan-

Figura B Contributi dei settori dell'area dell'euro alla variazione cumulata degli investimenti nominali dal primo trimestre del 2008

(punti percentuali)



Fonte: Eurostat.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce al secondo trimestre del 2013.

1) Cfr. il riquadro intitolato *Analisi delle dinamiche degli investimenti residenziali*, maggio 2013 di questo Bollettino.

2) Cfr. il riquadro intitolato *Contributi settoriali al riequilibrio nell'area dell'euro*, dicembre 2013 di questo Bollettino.

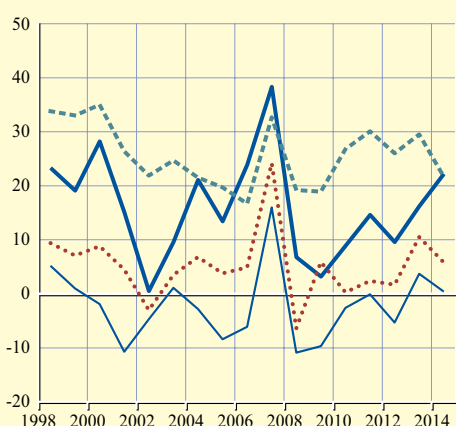
3) Cfr. il riquadro intitolato *L'evoluzione recente dell'incertezza macroeconomica nell'area dell'euro*, ottobre 2013 di questo Bollettino.

Figura C Indagine della Commissione europea sugli investimenti – fattori che influenzano gli investimenti industriali nell’area dell’euro

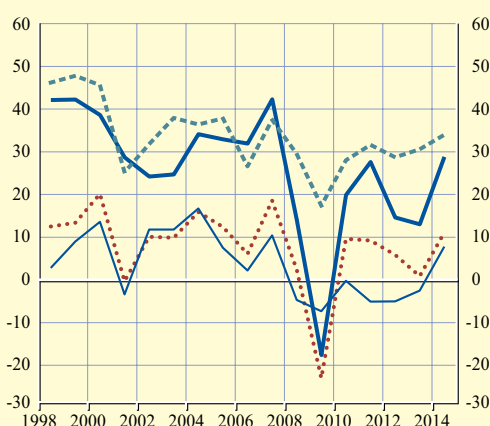
(saldi)

— fattori di domanda
- - - fattori finanziari
- - - fattori tecnici
— altri fattori

a) piccole imprese



b) imprese maggiori



Fonti: indagine sugli investimenti condotta dalla Commissione europea ed Eurostat.

Note: le imprese maggiori sono quelle con più di 250 dipendenti, le piccole imprese quelle con meno di 50 dipendenti. La figura riporta i livelli dei saldi fra le risposte: quanto più elevato è il saldo, tanto più favorevole si ritiene sia il relativo fattore (e viceversa). I “fattori di domanda” si riferiscono al tasso di utilizzo della capacità produttiva e alle prospettive riguardo alle vendite; i “fattori finanziari” alla disponibilità di risorse da investire e al loro costo, nonché al tasso di rendimento sugli investimenti e alla mancanza, per l’impresa, della possibilità di impiegare alternativamente le proprie risorse in modo più redditizio (in particolare mediante operazioni di natura prettamente finanziaria); i “fattori tecnici” si riferiscono all’evoluzione tecnologica, alla disponibilità di forza lavoro e all’atteggiamento dei lavoratori rispetto alle nuove tecnologie, nonché alle condizioni tecniche fissate dalle autorità pubbliche per rilasciare permessi di investimento; gli “altri fattori” si riferiscono ad esempio all’orientamento delle politiche pubbliche, in particolare riguardo alla tassazione e alla possibilità di trasferire la produzione all’estero.

zialmente più favorevoli alle decisioni di investimento rispetto a un anno fa, dall’altro le piccole imprese si attendono un lieve deterioramento.

Nel complesso, sulla scia della debole ripresa degli ultimi trimestri, dovrebbe proseguire la modesta crescita degli investimenti delle imprese parallelamente al recupero graduale della domanda, al miglioramento del clima di fiducia e delle condizioni finanziarie e al diminuire dell’incertezza. L’indagine sul credito bancario nell’area dell’euro evidenzia inoltre che i finanziamenti finalizzati all’investimento dovrebbero risultare meno contenuti. Ciò nonostante, la ripresa avverrà presumibilmente a un ritmo moderato, partendo da livelli bassi, poiché resta frenata fra l’altro dal protratto processo di riduzione della leva finanziaria da parte sia delle banche sia delle imprese, e in certa misura dalle difficoltà incontrate dalle imprese che, non potendo accrescere il ricorso al finanziamento bancario, devono trovare fonti di finanziamento alternative, come l’emissione sui mercati mobiliari, i flussi di investimenti diretti esteri o il credito al commercio.

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. Nello stesso trimestre l’espansione sia delle importazioni sia delle esportazioni si è ridotta: su base trimestrale, le esportazioni sono salite appena dello 0,2 per cento, mentre le importazioni dell’1 per cento. Questa moderazione segue un periodo

prolungato di apporto positivo da parte degli scambi netti con l'estero. In tale contesto, il riquadro 5 valuta in che misura l'aggiustamento del conto corrente per i paesi soggetti a tensioni sia stato ciclico o strutturale.

I dati sull'interscambio nell'area dell'euro per il quarto trimestre basati sui soli risultati di ottobre suggeriscono una debole espansione del commercio; ciò nonostante il contributo alla crescita del PIL da parte degli scambi netti con l'estero si porterà verosimilmente ancora in territorio positivo. In ottobre il valore delle esportazioni è sceso in misura marginale su base mensile, quello delle importazioni ha invece evidenziato un calo più pronunciato. Le esportazioni si sono collocate su un livello superiore alla media per il terzo trimestre, mentre le importazioni su un livello inferiore. Stando agli indicatori di breve periodo, i prezzi dei beni scambiati sono diminuiti in ottobre, rivelando che in riferimento ai volumi il commercio si è rafforzato, con una crescita più vigorosa per le esportazioni rispetto alle importazioni in termini reali. I risultati delle indagini per il quarto trimestre mostrano uno scenario in fase di miglioramento. L'indice PMI sui nuovi ordinativi dall'estero per lo stesso trimestre si è situato stabilmente al di sopra della soglia di espansione di 50 raggiungendo il livello più elevato dal secondo trimestre del 2011. Inoltre, l'indicatore relativo agli ordini esteri basato sull'indagine coordinata dalla Commissione europea è aumentato rispetto al terzo trimestre.

Riquadro 5

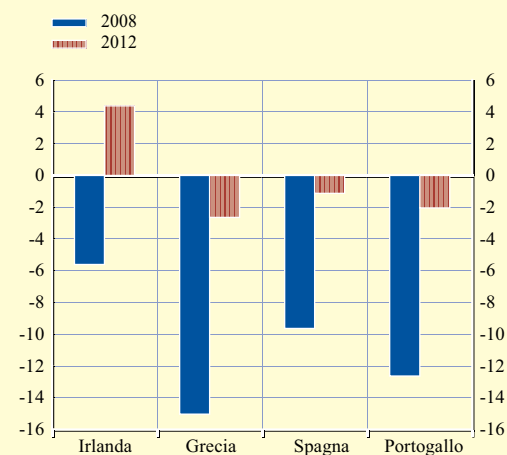
IN QUALE MISURA LA CORREZIONE DELLE PARTITE CORRENTI NEI PAESI DELL'AREA DELL'EURO SOTTOPOSTI A TENSIONI È STATA CONGIUNTURALE O STRUTTURALE?

Prima della crisi finanziaria mondiale vari paesi dell'area dell'euro hanno registrato ampi disavanzi delle partite correnti. Tuttavia, dal 2008 i disavanzi dei quattro paesi sottoposti nel 2012 a un programma di aggiustamento economico e/o finanziario sono diminuiti o addirittura diventati avanzi (cfr. figura A)¹⁾. Parallelamente, la domanda interna ha mostrato una notevole contrazione in questi paesi. È opportuno pertanto chiedersi fino a che punto l'aggiustamento dei conti con l'estero sia stato determinato da una compressione congiunturale della domanda interna, suscettibile di un'inversione a un certo momento, e non abbia invece un carattere più strutturale.

Il disavanzo corrente può ridursi mediante una contrazione delle importazioni e/o un'espansione delle esportazioni. Nella correzione in atto degli squilibri sull'estero nei paesi dell'area dell'euro in difficoltà hanno inciso entrambi i fattori, ancorché in gradi diversi

Figura A Saldi delle partite correnti

(in percentuale del PIL)



Fonti: Eurostat e istituti nazionali di statistica.

1) Il presente riquadro verte sui quattro paesi sottoposti a un programma di aggiustamento economico o finanziario nel 2012 (Irlanda, Grecia, Spagna e Portogallo). Cipro non rientra nell'analisi in quanto il relativo programma e il processo di correzione sono stati avviati solo più tardi.

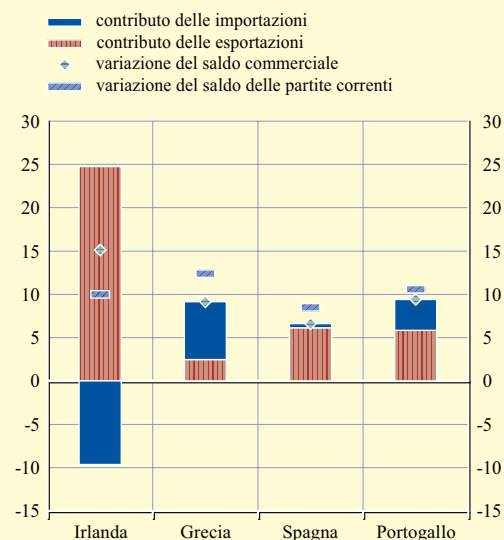
(cfr. figura B). In Spagna e Portogallo il miglioramento dei saldi correnti è imputabile in ampia misura a un aumento delle esportazioni rispetto al PIL, mentre in Grecia va ricondotto principalmente a una riduzione delle importazioni. In Irlanda, le esportazioni hanno evidenziato un forte incremento dal 2008 ma le importazioni, che sono diminuite solo nelle fasi iniziali del processo di aggiustamento, hanno superato nel 2012 il livello pre-crisi.

L'aggiustamento delle esportazioni e delle importazioni, a sua volta, riflette in genere un calo della domanda interna rispetto a quella estera oppure un deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale nel paese interessato. Nei quattro paesi in esame entrambi i meccanismi hanno agito in concomitanza (cfr. figura C). Mentre la contrazione della domanda relativa si è verificata in gran parte nelle fasi iniziali dell'aggiustamento, la correzione dei prezzi relativi, ossia il deprezzamento in termini reali misurato dagli indicatori di competitività armonizzati deflazionati con il costo del lavoro per unità di prodotto, ha avuto luogo solo in seguito ed è stato particolarmente pronunciato nel 2012 (ad eccezione dell'Irlanda). Tuttavia, la variazione del costo unitario del lavoro riflette in parte un aumento della produttività dovuto a una riduzione degli organici più che a una correzione dei salari nominali. Inoltre, il processo di trasmissione dal costo del lavoro ai prezzi dei prodotti è ancora incompleto.

Il calo della domanda interna rispetto a quella estera sarebbe caratterizzato da una componente congiunturale e da una strutturale. Tra il 2008 e il 2012 i paesi sottoposti a tensioni hanno registrato una diminuzione del PIL in termini reali pari a circa il 5 per cento nel caso di Irlanda, Spagna e Portogallo e del 20 per cento in quello della Grecia. Secondo le stime dell'FMI, della Commissione europea e dell'OCSE, ciò è imputabile solo in parte a un notevole ampliamento dell'output gap. Per la Grecia, ad esempio, si è stimato che l'output gap si è ampliato tra i 14 e i 19 punti percen-

Figura B Contributi alla variazione dei saldi commerciali tra il 2008 e il 2012

(punti percentuali di PIL)

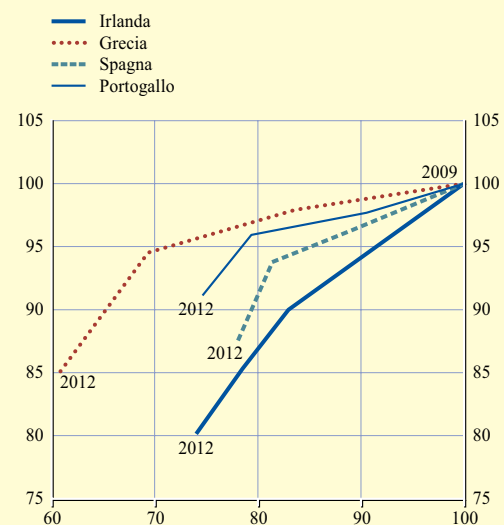


Fonti: Eurostat e istituti nazionali di statistica.

Figura C Domanda relativa e indicatori di competitività armonizzati

(indice: 2009=100)

asse delle ascisse: domanda relativa¹⁾
asse delle ordinate: indicatore di competitività armonizzato²⁾



Fonte: elaborazioni della BCE.

1) Rapporto tra domanda interna e domanda estera.

2) Deflazionato con il costo per unità di prodotto. Una diminuzione corrisponde a un deprezzamento in termini reali.

tuali. Si stima tuttavia che, sempre in Grecia, il prodotto potenziale si sia ridotto fino al 6 per cento tra il 2008 e il 2012. Anche negli altri paesi in difficoltà la crescita potenziale è stata negativa oppure inferiore del 15 per cento circa rispetto alla crescita potenziale mondiale. Ciò significa che una parte considerevole della flessione della domanda interna in tali paesi rispetto a quella estera va ricondotta a una contrazione del prodotto potenziale rispetto al resto del mondo.

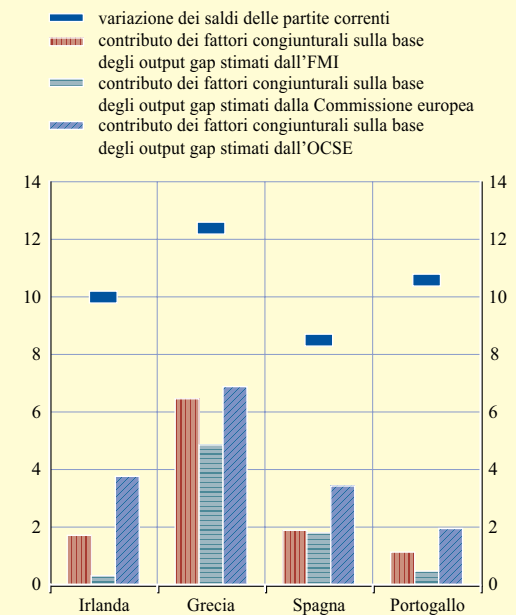
La variazione osservata nel prodotto potenziale relativo indica che parte del riequilibrio dei conti verso l'estero nei paesi sottoposti a tensioni ha avuto necessariamente un carattere non congiunturale. Per quantificare le componenti congiunturale e non congiunturale della correzione delle partite correnti con maggiore precisione, si può ricorrere alla relazione empirica tra il saldo corrente e le sue determinanti, colte da un modello standard sulle partite correnti. Tale modello in forma ridotta mette in relazione il saldo di conto corrente con una serie di variabili che comprendono, da un lato, fattori congiunturali, in particolare l'output gap di un paese espresso rispetto a quello mondiale, e, dall'altro, fattori non congiunturali come l'evoluzione demografica, il potenziale di crescita a medio termine e la posizione di bilancio corretta per il ciclo economico²⁾. Si è riscontrato che i fattori non congiunturali hanno avuto un ruolo importante nella correzione delle partite correnti nei paesi sottoposti a tensioni. Di fatto, secondo la maggior parte delle stime, ai fattori congiunturali va ascritta meno della metà dell'aggiustamento verificatosi tra il 2008 e il 2012, con la significativa eccezione della Grecia (cfr. figura D). Questo risultato resta valido a prescindere dalla misura utilizzata per l'output gap, la cui quantificazione è soggetta come noto a un notevole grado di incertezza³⁾.

Stando alle evidenze disponibili è probabile che una parte significativa dell'aggiustamento delle partite correnti raggiunto fino a questo momento – aggiustamento che dovrà necessariamente continuare – persista nel prossimo futuro, sostanzialmente in linea con le proiezioni dell'FMI e della Commissione europea. Oltre all'aggiustamento strutturale registrato finora, ciò riflette anche l'aspettativa di un azzeramento solo graduale dell'output gap negativo nei paesi dell'area dell'euro in difficoltà. Va tuttavia previsto un certo peggioramento dei saldi correnti nei paesi in esame con il ritorno del prodotto al livello potenziale. È altresì verosimile che in futuro la crescita potenziale aumenti nuovamente. Tuttavia, è improbabile che questi fattori annullino del tutto la correzione delle partite correnti osservata finora.

2) Per una trattazione di tali modelli per le partite correnti, cfr. *External Balance Assessment (EBA) Methodology: Technical Background*, Research Department dell'FMI, giugno 2013.
3) Per un approfondimento sulla misurazione dell'output gap e sull'incertezza insita nelle stime, cfr. l'articolo *Tendenze del prodotto potenziale* nel numero di gennaio 2011 di questo Bollettino.

Figura D Contributo dei fattori congiunturali alla variazione dei saldi delle partite correnti tra il 2008 e il 2012

(punti percentuali)



Fonti: Commissione europea, FMI, OCSE, istituti nazionali di statistica e stime degli esperti della BCE.

Ciò nonostante, vari paesi non hanno riportato il proprio saldo corrente strutturale su un livello in grado di ridurre in misura significativa nel prossimo futuro la loro posizione patrimoniale netta sull'estero fortemente negativa. Ulteriori riforme strutturali, nonché ulteriori miglioramenti della competitività sia di prezzo sia non di prezzo, sono pertanto necessari nei paesi dell'area dell'euro sottoposti a tensioni con l'obiettivo di rafforzare l'andamento delle esportazioni a più lungo termine.

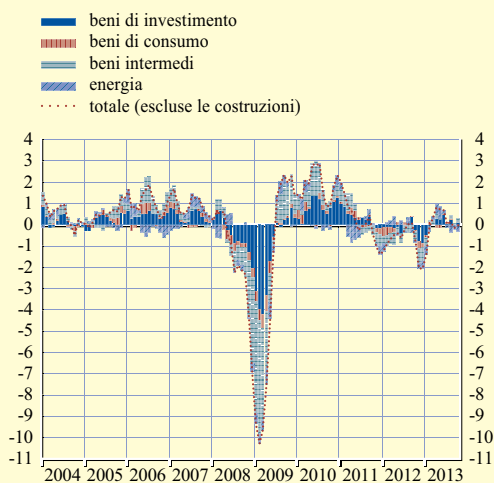
4.2 PRODOTTO PER SETTORE

Nel terzo trimestre del 2013 il valore aggiunto in termini reali è salito ancora, dello 0,1 per cento sul periodo precedente, in ragione degli andamenti nel settore dei servizi. Nello stesso periodo il valore aggiunto nel comparto industriale ha evidenziato una dinamica stagnante.

Quanto all'evoluzione nell'ultimo trimestre del 2013, in ottobre la produzione industriale (escluse le costruzioni) è diminuita dell'1,1 per cento sul mese precedente, portandosi su un livello quasi dell'1 per cento inferiore alla sua media nel terzo trimestre. Ciò segna un avvio debole del quarto trimestre e un peggioramento in confronto alla flessione su base congiunturale dello 0,2 per cento registrata nel terzo trimestre dello scorso anno (cfr. figura 28). Al contempo, l'indicatore della BCE sui nuovi ordini industriali nell'area dell'euro (al netto dei mezzi di trasporto pesante) si è ridotto in ottobre dell'1,9 per cento su base mensile, dopo un calo più contenuto in settembre. Gli ordini si sono pertanto collocati su un livello inferiore dell'1,5 per cento a quello del terzo trimestre, quando erano aumentati dell'1,3 per cento sul secondo. Gli esiti delle indagini, disponibili fino a dicembre, indicano una lieve espansione del prodotto nel settore industriale nel quarto trimestre (cfr. figura 29).

Figura 28 Crescita della produzione industriale e contributi

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

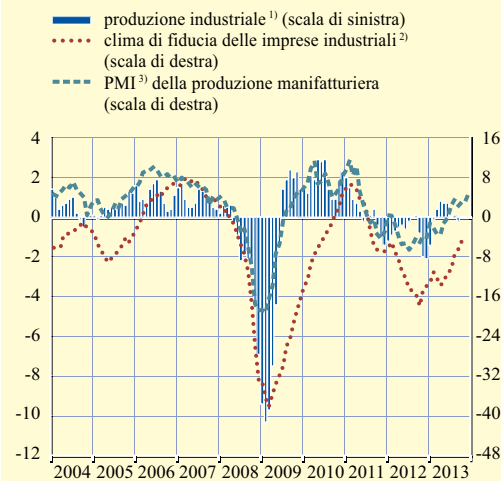


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati riportati sono calcolati come variazioni di medie mobili di tre mesi rispetto all'analoga media dei tre mesi precedenti.

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

(dati mensili; destagionalizzati)



Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, Markit ed elaborazioni della BCE.

Nota: 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.

Ad esempio, il PMI relativo al prodotto nel settore manifatturiero, che segnalava già un andamento espansivo nel terzo trimestre, è salito ulteriormente nel periodo successivo.

In ottobre la produzione nel settore delle costruzioni è calata dell'1,2 per cento, raggiungendo un livello inferiore dell'1,5 per cento rispetto a quello del terzo trimestre dell'anno. Inoltre, le indagini qualitative indicano una fiacca dinamica di fondo della crescita, in linea con la persistente debolezza nel settore delle costruzioni.

L'indice PMI sui servizi alle imprese, nonostante la contrazione nell'arco degli ultimi tre mesi, ha comunque evidenziato un leggero incremento tra il terzo e il quarto trimestre del 2013 e ha registrato una media di 51,2 nell'ultimo trimestre, coerentemente con una nuova lieve espansione del prodotto nel comparto dei servizi nello stesso periodo. Altre indagini presso le imprese, ad esempio quelle della Commissione europea, presentano un quadro analogo.

4.3 MERCATO DEL LAVORO

I mercati del lavoro stanno mostrando segnali di stabilizzazione, rispondendo come di consueto in ritardo ai miglioramenti dell'attività economica. Nel terzo trimestre del 2013 l'occupazione è risultata stabile, mentre dati più recenti suggeriscono la sostanziale stabilizzazione del tasso di disoccupazione su un livello elevato. I dati delle indagini sono migliorati ma rivelano comunque un andamento modesto nel prossimo futuro.

Nel terzo trimestre del 2013 il livello di occupazione è rimasto invariato in confronto al secondo trimestre (cfr. tavola 9). Al tempo stesso, il valore per il secondo trimestre è stato rivisto al rialzo, segnando al momento una crescita nulla. Le ultime dinamiche indicano quindi con chiarezza che è in atto una fase di stabilizzazione dopo un periodo prolungato di flessione. A livello settoriale,

Tavola 9 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

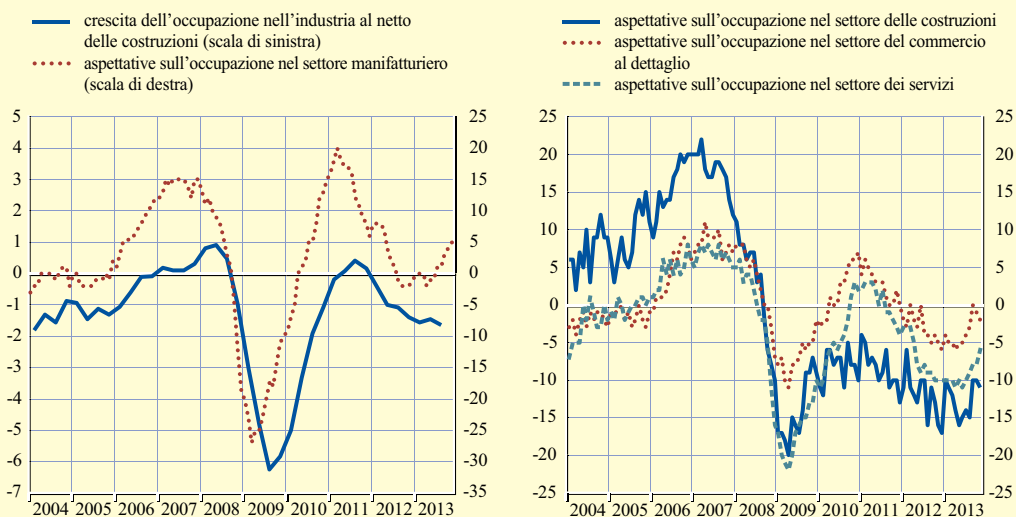
	Persone					Ore				
	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali			Variazioni annuali		Variazioni trimestrali		
	2011	2012	2013 1° trim.	2013 2° trim.	2013 3° trim.	2011	2012	2013 1° trim.	2013 2° trim.	2013 3° trim.
Totale economia	0,3	-0,7	-0,4	0,0	0,0	0,3	-1,4	-1,0	0,7	0,1
<i>di cui:</i>										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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

Figura 30 Crescita dell'occupazione e aspettative sull'occupazione

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



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

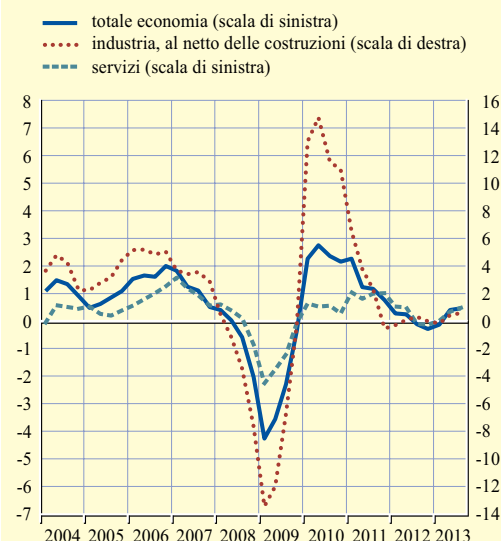
la recente evoluzione riflette un calo nel settore industriale, controbilanciato da un aumento nel comparto dei servizi. Nel terzo trimestre le ore lavorate sono salite ulteriormente dello 0,1 per cento in termini congiunturali, in linea con il normalizzarsi delle condizioni del mercato del lavoro. Sebbene i risultati delle indagini siano di recente migliorati, seguitano a segnalare un andamento ancora debole del mercato del lavoro nel quarto trimestre del 2013 (cfr. figura 30).

Nel terzo trimestre del 2013 la produttività per occupato è aumentata dello 0,5 per cento sul periodo corrispondente del 2012, un incremento di poco superiore a quello registrato nel secondo trimestre (cfr. figura 31). Tale dinamica ha interessato sostanzialmente i diversi settori. Al contempo, il tasso di crescita annuale della produttività per ora lavorata è salito di 0,2 punti percentuali, allo 0,5 per cento, tra il secondo e il terzo trimestre. In prospettiva, l'indice PMI (Purchasing Manager's Index) di produttività mostra il perdurare della dinamica positiva, seppur moderata, nell'ultimo trimestre del 2013.

Il tasso di disoccupazione è stato pari al 12,1 per cento in novembre, mantenendosi quindi stabile per otto mesi consecutivi; tuttavia, guardando alla variazione su base tendenziale, si riscontra un costante miglioramento dall'estate del 2012.

Figura 31 Produttività del lavoro per occupato

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Ciò nonostante, l'ultimo valore registrato è superiore di 4,8 punti percentuali a quello di marzo 2008, quando il tasso di disoccupazione era al minimo ciclico prima dell'avvio della crisi finanziaria (cfr. figura 32).

4.4 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

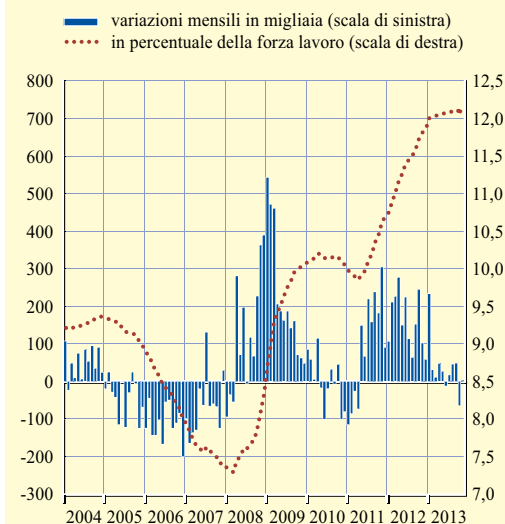
Mentre l'andamento dei dati sulla produzione industriale per ottobre mostra un avvio debole del quarto trimestre, gli indicatori del clima di fiducia basati sulle indagini congiunturali fino a dicembre evidenziano un ulteriore miglioramento a partire da bassi livelli, segnalando nel complesso il perdurare della graduale ripresa dell'attività economica. In prospettiva, per il 2014 e per il 2015 ci si attende che il prodotto recuperi a un ritmo lento, soprattutto per effetto di un certo incremento della domanda interna sostenuta dall'orientamento accomodante della

politica monetaria. L'economia dell'area dell'euro dovrebbe altresì beneficiare di un progressivo rafforzamento della domanda di esportazioni. Inoltre, i miglioramenti osservati in generale nei mercati finanziari dall'estate del 2012 sembrano trasmettersi gradualmente all'economia reale, al pari dei progressi realizzati nel risanamento dei conti pubblici. In aggiunta, i redditi reali sono stati di recente favoriti da una più bassa inflazione dei prezzi dell'energia. Al tempo stesso, la disoccupazione nell'area dell'euro rimane elevata e gli aggiustamenti di bilancio necessari nei settori pubblico e privato seguiranno a gravare sull'attività economica.

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

Figura 32 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

QUINDICI ANNI DI SURVEY OF PROFESSIONAL FORECASTERS DELLA BCE



Sono trascorsi quindici anni dall'introduzione della Survey of Professional Forecasters (SPF) della BCE. In questo arco temporale tale indagine ha apportato un contributo significativo all'analisi macroeconomica e alle decisioni di politica monetaria della BCE, suscitando l'interesse tanto degli operatori quanto degli accademici, sia all'interno sia all'esterno della comunità degli addetti all'attività di banca centrale. Il presente articolo passa in rassegna alcuni aspetti cruciali dell'utilità dell'SPF quale fonte di informazioni per la valutazione della politica monetaria della BCE. Innanzitutto, le aspettative a breve e medio termine dell'SPF costituiscono un valido parametro a fronte del quale valutare le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema. In secondo luogo, le previsioni di inflazione a più lungo termine aiutano a stabilire se le aspettative degli operatori privati sono in linea con la definizione quantitativa di stabilità dei prezzi formulata dalla BCE, mentre le aspettative a più lungo termine per la crescita del PIL e la disoccupazione offrono indicazioni preziose circa le forze generali sottostanti al potenziale di crescita dell'area dell'euro. Infine, la crisi finanziaria ha messo in evidenza l'utilità delle misure dell'incertezza per l'analisi macroeconomica, tra cui quelle ricavabili dall'SPF.

I INTRODUZIONE

Sono trascorsi quindici anni dall'introduzione della Survey of Professional Forecasters (SPF) della BCE. All'epoca della sua istituzione nel giugno 1998, la BCE ha iniziato a predisporre, in collaborazione con le banche centrali nazionali (BCN) dell'UE, la realizzazione di un'indagine sulle aspettative del settore privato in merito ai principali andamenti macroeconomici nell'area dell'euro¹⁾. La prima SPF è stata condotta nel primo trimestre del 1999 e, da allora, sono state effettuate 60 indagini su base trimestrale (a gennaio, aprile, luglio e ottobre) in cui si chiedeva agli interpellati di formulare aspettative per l'inflazione misurata sullo IAPC, la crescita del PIL e il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro. I partecipanti forniscono previsioni puntuali su orizzonti mobili (di dodici e ventiquattro mesi in avanti) e su orizzonti fissi secondo gli anni solari (anno corrente, anno successivo e due anni in avanti), nonché aspettative a più lungo termine (su un orizzonte di cinque anni). I partecipanti all'SPF devono anche attribuire alle proprie previsioni una distribuzione di probabilità. Le risposte individuali sono aggregate sotto forma di previsioni puntuali medie e come distribuzioni di probabilità aggregate. Anche le altre banche centrali delle principali economie di tutto il mondo si avvalgono di indagini sulle previsioni di esperti quale fonte indipendente di informazioni sugli andamenti macroeconomici attesi (per un confronto tra l'SPF dell'area dell'euro e le indagini di Stati Uniti e Regno Unito, si veda il riquadro 1).

I risultati dell'SPF dell'area dell'euro hanno suscitato notevole interesse presso gli operatori così come tra gli accademici. Questi ultimi le hanno utilizzate per un'ampia gamma di problematiche, ad esempio per accertare aspettative razionali ed efficienti a livello sia individuale sia aggregato, metodi ottimali di combinazione delle previsioni, nonché la misurazione e la dinamica dell'incertezza. Per la BCE, l'SPF è stata un'importante fonte di informazioni per le analisi economiche e monetarie generali. Il presente articolo illustra i tre modi principali in cui l'SPF è stata impiegata dai responsabili delle politiche nel corso dei quindici anni della sua esistenza. La sezione 2 esamina il ruolo dell'SPF quale termine di confronto per le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema per l'anno in corso e l'anno seguente, passando in rassegna la capacità previsiva relativa e analizzando il ruolo delle ipotesi sottostanti a tali esercizi²⁾. La sezione 3 prende in esame

- 1) Per maggiori dettagli sulle ragioni dell'introduzione dell'SPF, cfr. Garcia, J.A., "An introduction to the ECB's Survey of Professional Forecasters", *Occasional Paper Series*, n. 8, BCE, settembre 2003.
- 2) Per una prima valutazione dei dati raccolti nell'ambito dell'SPF tra il 1999 e il 2006, cfr. Bowles, C., Friz, R., Genre, V., Kenny, G., Meyler, A. e Rautanen, T., "The ECB Survey of Professional Forecasters (SPF) – A review after eight years' experience", *Occasional Paper Series*, n. 59, BCE, aprile 2007.

le previsioni a più lungo termine nell'SPF per la crescita del PIL, i tassi di disoccupazione e l'inflazione nel contesto delle informazioni che queste variabili forniscono su concetti essenziali quali il prodotto potenziale e gli obiettivi di inflazione. La sezione 4 esamina le valutazioni degli esperti circa l'incertezza che caratterizza le loro previsioni e confronta tali valutazioni con altri indicatori dell'incertezza macroeconomica. La sezione 5 trae le conclusioni.

Riquadro I

RAFFRONTO TRA LE INDAGINI PRESSO GLI ESPERTI DI PREVISIONI CONDOTTE IN ALCUNI PAESI

Tra le banche centrali che conducono indagini presso gli esperti di previsioni si annoverano la Federal Reserve Bank of Philadelphia (FRBP) per gli Stati Uniti, la Bank of England (BoE) per il Regno Unito e la BCE per l'area dell'euro¹⁾. Le origini di queste indagini risalgono al 1968 per l'FRBP, al 1993 per la BoE e al 1999 per la BCE. Le esperienze delle banche centrali e di altri utenti negli anni sono importanti per eventuali adeguamenti futuri di tali indagini. In questo contesto il presente riquadro esamina alcune delle principali analogie e differenze tra le tre indagini e riassume alcune delle modifiche apportate nel tempo.

Principali analogie e differenze tra le indagini

Le indagini presso gli esperti di previsioni condotte da BCE, FRBP e BoE sono comparabili sotto diversi aspetti. In particolare, tutte e tre prevedono come *variabili fondamentali* l'inflazione, la crescita del PIL in termini reali e la disoccupazione. Tale selezione di variabili fondamentali consente di valutare le prospettive di inflazione in termini di determinanti essenziali quali l'attività economica e la disoccupazione. L'indagine dell'FRBP comprende il ventaglio di indicatori di gran lunga più ampio, poiché ad esempio raccoglie informazioni anche sulle componenti del PIL, sulla produttività e sui prezzi delle abitazioni. Tutte e tre le indagini chiedono informazioni prospettiche su variabili che spesso fungono da *ipotesi* oppure da variabili altrimenti determinanti alla base di previsioni e proiezioni. Ad esempio, le indagini della BCE e della BoE rilevano le ipotesi sul tasso di interesse della banca centrale e sul tasso di cambio, mentre l'indagine della BCE domanda anche informazioni sui corsi petroliferi e sul costo del lavoro. L'indagine dell'FRBP, oltre a porre quesiti in merito al tasso sui buoni del Tesoro a tre mesi, chiede anche informazioni sui rendimenti delle obbligazioni societarie quale variabile in grado di cogliere le condizioni di finanziamento.

Tutte e tre le indagini sono condotte nel primo mese di ciascun trimestre, mentre la scadenza effettiva dipende dalla pubblicazione di dati nazionali rilevanti. I risultati sono poi pubblicati nel secondo mese del trimestre. Le indagini fanno quindi parte dell'insieme di informazioni disponibili che le banche centrali utilizzano come base per formulare le proprie previsioni e proiezioni. Nel caso dell'SPF della BCE, i risultati si basano su un *numero medio di partecipanti* lievemente superiore a 50, a fronte di meno di 40 nel caso dell'indagine dell'FRBP e tra 20 e 30 in quello dell'indagine della BoE.

Nelle indagini condotte da BCE e FRBP, le previsioni sono raccolte per *orizzonti di anni solari* specifici. Ciò consente di esaminare la natura del processo di revisione delle previsioni, quale la sua relazione con le notizie macroeconomiche. Entrambe le indagini richiedono le aspettative

1) Ulteriori esempi dei molti altri paesi che conducono indagini presso gli esperti di previsioni sono il Giappone (Survey of Japanese Economic Forecasts, o ESPF, istituita nel maggio 2009) e il Canada (Private Sector Survey, o PSS, istituita nel 1975).

connesse all'anno solare corrente, a quello successivo e a quello dopo ancora. Inoltre, sono raccolte le aspettative a più lungo termine, afferenti ad un orizzonte di cinque anni solari nel caso della BCE e per i periodi con orizzonte da uno a cinque anni e da uno a dieci anni nel caso dell'FRBP. Tutte e tre le indagini chiedono anche informazioni su *orizzonti mobili*, riguardanti le attese su un orizzonte di dodici mesi ad esempio dagli ultimi dati pubblicati per una determinata variabile. Tali orizzonti mobili consentono un raffronto coerente della discordanza e dell'incertezza che caratterizzano le previsioni tra le diverse edizioni dell'indagine, dal momento che nel caso di orizzonti fissi queste due misure normalmente diminuiscono all'aumentare delle informazioni disponibili.

Tutte e tre le indagini chiedono di esprimere *distribuzioni di probabilità* attorno alle variabili fondamentali. A tale scopo i questionari forniscono una serie di intervalli (dove gli intervalli agli estremi inferiore e superiore sono aperti), o "bins", utilizzabili come base per approssimare la distribuzione sottostante. Tali distribuzioni consentono di valutare i rischi che gli esperti attribuiscono alle proprie stime puntuali.

Principali modifiche apportate nel tempo e alle varie indagini

Sono state apportate modifiche considerevoli a varie caratteristiche di impostazione delle indagini. Tutte hanno richiesto nel tempo *variabili aggiuntive*, tra cui variabili fondamentali come il PIL in termini reali nel caso dell'indagine della BoE e variabili per le ipotesi come il costo del lavoro per l'indagine della BCE. Altri ampliamenti comprendono le domande sulle aspettative circa i rendimenti delle obbligazioni societarie nel caso dell'FRBP e sullo stock di attività acquistate dalla banca centrale nel caso della BoE.

Nelle indagini di FRBP e BoE sono stati apportati *adeguamenti degli orizzonti temporali*. Nel primo caso, hanno riguardato in particolare l'introduzione di due anni solari quale ulteriore orizzonte fisso, nonché le previsioni a lungo termine e gli orizzonti mobili per inflazione e PIL. Nel caso della BoE, si è passati da una commistione di orizzonti fissi e mobili a orizzonti solo mobili (uno, due e tre anni in avanti).

Tutte le indagini hanno registrato *adeguamenti nel numero e nelle dimensioni dei "bins"* in seguito all'evoluzione macroeconomica degli ultimi quindici anni. Questi adeguamenti si sono verificati in momenti diversi, ma sono stati particolarmente accentuati a seguito degli avvenimenti osservati durante la crisi finanziaria del 2008 e la recessione. Poiché le previsioni puntuali hanno assunto valori senza precedenti nel confronto storico, la massa delle probabilità si è avvicinata alle *bins* aperte, con la conseguenza che non era più possibile approssimare in termini ragionevoli la distribuzione sottostante. L'ampliamento della gamma coperta dalle *bins* chiuse ha ripristinato questa possibilità di approssimazione.

Nel complesso, l'attuale impostazione delle tre indagini presso gli esperti di previsioni condotte da parte della BCE, dell'FRBP e della BoE e gli adeguamenti osservati nel tempo suggeriscono un'ampia convergenza delle loro caratteristiche principali. In particolare, gli adeguamenti indicano che una valutazione analitica dei dati riportati richiede informazioni aggiuntive oltre a quelle fornite dalle variabili fondamentali e che le probabilità sono un elemento estremamente utile nella valutazione delle previsioni di base. Analogamente, la richiesta di esprimere aspettative su orizzonti più lunghi riflette l'utilità di valutare l'ancoraggio delle aspettative nel contesto dell'orientamento a medio termine della politica monetaria.

2 L'IMPIEGO DELL'SPF QUALE TERMINE DI RAFFRONTO PER LE PROIEZIONI

L'obiettivo della BCE è conseguire la stabilità dei prezzi su un orizzonte di medio periodo. Ai fini della valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi, le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema svolgono un ruolo importante nel condensare le informazioni fornite dagli indicatori economici in maniera coerente e strutturata. A tale riguardo, l'SPF ha fornito una fonte alternativa di informazioni a fronte delle quali valutare le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema. Anche se la presente sezione si incentrerà sul confronto tra SPF e proiezioni in termini di ordine di grandezza delle variabili prospettate per i singoli anni dell'orizzonte di previsione, i responsabili delle politiche ottengono anche informazioni estremamente preziose dal profilo temporale atteso dall'SPF sull'orizzonte considerato per le variabili prospettate (ad esempio accelerazione o decelerazione).

Più specificatamente, la presente sezione confronta le proiezioni proprie dell'Eurosistema per l'anno solare corrente e quello successivo con le previsioni medie corrispondenti ricavate dall'SPF, prestando attenzione anche alle ragioni degli errori di previsione osservati, quali le diverse ipotesi sottostanti³⁾. Per interpretare le differenze tra previsioni e proiezioni, è utile tenere presente il modo in cui i partecipanti all'SPF formulano le proprie aspettative. I risultati di un apposito questionario per i partecipanti all'SPF forniscono informazioni sulle pratiche di previsione adottate e su alcuni cambiamenti intercorsi dal 2008 (cfr. riquadro 2).

2.1 CONFRONTO DELLA CAPACITÀ PREVISIVA TRA L'SPF E LE PROIEZIONI MACROECONOMICHE DEGLI ESPERTI DELL'EUROSISTEMA

Dal dicembre 2000 la BCE pubblica due volte l'anno (a giugno e a dicembre) le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema per l'anno in corso e quello successivo⁴⁾. Di seguito, si confrontano tali proiezioni con le previsioni medie dell'SPF per l'inflazione e la crescita del PIL in termini reali rilevate nel secondo e quarto trimestre di ciascun anno⁵⁾. La qualità previsiva è valutata in termini di scostamento (misurato dall'errore medio di proiezione) ed entità degli errori di proiezione (misurata dall'errore quadratico medio assoluto). L'entità degli errori di previsione potrebbe risentire del particolare grado di aggiornamento delle statistiche utilizzate per il computo dei dati effettivi. Poiché i dati macroeconomici sono suscettibili di revisione dopo la pubblicazione iniziale, nell'analisi si impiegano i dati in tempo reale⁶⁾.

- 3) Una valutazione più dettagliata della capacità previsiva delle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro, comprendente un confronto con quelle di altre organizzazioni internazionali, figura nell'articolo *Una valutazione delle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema* nel numero di maggio 2013 di questo Bollettino.
- 4) Tali esercizi sono integrati dalle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE, pubblicate a marzo e settembre dal settembre 2004. Per agevolare il raffronto con l'SPF, per i periodi in cui non sono state pubblicate stime puntuali si considerano i punti medi degli intervalli delle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema.
- 5) I dati raccolti nell'ambito dell'SPF sono stati di norma sintetizzati mediante una media semplice di previsioni puntuali. Si pone il problema se una combinazione diversa delle previsioni dell'SPF (componenti principali, medie troncate, ponderazioni basate sulla capacità di previsione, ecc.) possa accrescere l'accuratezza delle previsioni. L'evidenza suggerisce che deviare dalla media semplice quale strumento per meglio riassumere le informazioni raccolte nell'SPF porti vantaggi modesti. Per maggiori dettagli, cfr. Genre, V., Kenny, G., Meyler, A. e Timmermann, A., "Combining expert forecasts: Can anything beat the simple average?", *International Journal of Forecasting*, vol. 29(1), 2013, pagg. 108-121.
- 6) I dati utilizzati per l'inflazione corrispondono a quelli di gennaio dell'anno successivo, mentre per il PIL si utilizza la terza pubblicazione di dati sulla crescita del PIL in termini reali. Le revisioni ai dati storici sono state consistenti per quest'ultima variabile e la disoccupazione, mentre sono state più modeste per l'inflazione misurata sullo IAPC. Per un approfondimento sulle revisioni al PIL, cfr. l'articolo *Le revisioni delle stime del PIL nell'area dell'euro* nel numero di aprile 2009 di questo Bollettino.

Riquadro 2

COME VENGONO FORMULATE LE PREVISIONI NELLA SURVEY OF PROFESSIONAL FORECASTERS DELLA BCE: RISULTATI DI UN QUESTIONARIO MIRATO

Per interpretare sia i risultati medi sia l'eterogeneità tra le singole previsioni è importante comprendere in che modo i partecipanti all'SPF della BCE conducono le proprie previsioni e formulano le proprie aspettative. Il presente riquadro riassume i risultati di un apposito questionario inviato ai partecipanti all'SPF nell'estate del 2013 con lo scopo di esaminare le attuali pratiche previsionali e misurare le eventuali modifiche apportate dall'inizio della crisi finanziaria¹⁾.

Sono pervenute risposte da 45 partecipanti all'SPF, che corrispondono circa ai tre quarti del numero di risposte ricevute in media nelle regolari edizioni delle indagini. Come nel primo questionario specifico inviato nel 2008, si sono poste domande su tempestività e metodologia di previsione, sul ricorso a modelli economici e a valutazioni soggettive, nonché sulla modalità di calcolo delle distribuzioni di probabilità e delle ipotesi²⁾. Tali domande sono state in parte riformulate e ampliate per scoprire se e in che modo i processi di previsione sono cambiati dall'inizio della crisi finanziaria. Va notato che talvolta la somma delle percentuali riportate può essere superiore al 100 per cento, poiché gli interpellati avevano la facoltà di indicare più di una categoria.

Frequenza degli aggiornamenti delle previsioni segnalati nell'SPF

La maggioranza dei partecipanti (84 per cento) ha affermato che le proprie previsioni sono aggiornate con cadenza regolare. Circa un terzo (31 per cento) vi provvede sulla scorta della pubblicazione di dati importanti tali da provocare in loro un cambiamento di opinione sulla situazione economica. Alcuni interpellati (16 per cento) aggiornano le proprie previsioni sia con cadenza regolare sia nel periodo intermedio tra un aggiornamento pianificato e l'altro in caso di pubblicazione di dati rilevanti. Tali percentuali sono sostanzialmente identiche a quelle rilevate nel questionario specifico del 2008.

Dei partecipanti che aggiornano periodicamente le previsioni secondo un calendario prestabilito, due terzi hanno segnalato di farlo su base trimestrale, mentre una percentuale più bassa (28 per cento) le aggiorna ogni mese. Rispetto al questionario specifico del 2008, una quota maggiore di partecipanti ora segnala di aggiornare le proprie previsioni almeno una volta a trimestre.

La maggior parte dei partecipanti ha indicato di comunicare per ciascuna edizione dell'SPF le loro ultime previsioni disponibili e solo una quota molto ridotta formula una nuova previsione appositamente per l'SPF. Delle previsioni inviate per una data edizione dell'SPF, meno della metà sono nuove, mentre circa un terzo consiste in aggiornamenti automatici delle precedenti previsioni sulla base dei dati o delle ipotesi più recenti. Nel complesso, in considerazione dell'elevata frequenza e della natura degli aggiornamenti, le risposte indicano che le aspettative dell'SPF sono piuttosto tempestive.

1) Una copia del questionario e una sintesi più dettagliata dei risultati sono reperibili nel sito Internet della BCE alla pagina <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>.

2) Per una sintesi del questionario specifico del SPF del 2008, cfr.

Tecniche e modelli previsionali

In base alle risposte, il tipo di modello privilegiato per formulare previsioni varia a seconda dell'orizzonte previsionale e della variabile oggetto della previsione. I modelli in forma ridotta, come quelli ad equazione singola, ad autoregressione vettoriale (VAR) o a correzione d'errore vettoriale (VECM), sarebbero usati diffusamente per tutti gli orizzonti e tutte le variabili, anche se in misura lievemente maggiore per prevedere l'inflazione anziché il PIL reale o la disoccupazione. I modelli strutturali, come i modelli macroeconomici basati su domanda e offerta oppure i modelli dinamici stocastici di equilibrio generale (DSGE), sono impiegati in misura crescente per gli orizzonti di previsione a più lungo termine.

La maggior parte delle risposte (84 per cento) ha segnalato di ricorrere almeno a un tipo di modelli in forma ridotta; una parte considerevole degli interpellati dichiara di impiegare due o più tipi di questi modelli per una determinata variabile su un dato orizzonte. Quanto ai modelli strutturali, le risposte suggeriscono un maggiore utilizzo dei modelli DSGE rispetto al questionario del 2008, che così hanno raggiunto ora una condizione pressoché di parità rispetto ai modelli macroeconomici più tradizionali basati su domanda e offerta. Più in generale, si utilizzano modelli diversi per gli stessi orizzonti e le stesse variabili per poter effettuare una verifica incrociata dei risultati oppure prevedere le componenti delle variabili fondamentali con modelli diversi e poi combinarli con un approccio dal basso verso l'alto (bottom-up). Ha inoltre rilevanza anche il vantaggio comparato di impiegare modelli diversi su orizzonti previsionali differenti.

Ai partecipanti all'SPF è stato chiesto in quale misura le loro previsioni discendono da modelli o da valutazioni soggettive. La maggior parte di essi (81 per cento in media sulla totalità delle variabili e degli orizzonti) ritengono che le loro previsioni siano, almeno in parte, basate su valutazioni soggettive, nel senso che gli esiti ottenuti dai modelli sono integrati da correzioni soggettive; per un terzo delle risposte le previsioni sono basate essenzialmente, ossia in un grado molto elevato, su valutazioni soggettive. Tra tutti gli orizzonti temporali, la quota di interpellati che segnalano previsioni sostanzialmente soggettive è lievemente superiore per la disoccupazione rispetto allo IAPC e al PIL. Se si considerano le percentuali combinate di previsioni essenzialmente soggettive e di previsioni basate su modelli integrate da una valutazione soggettiva, si ottengono dati sostanzialmente identici per tutte e tre le variabili. Quanto all'impatto della valutazione soggettiva sulle previsioni per diversi orizzonti temporali, la quota di partecipanti che formula previsioni essenzialmente sulla base di valutazioni soggettive è superiore per gli orizzonti a più lungo termine che per quelli a breve e medio termine. Questi risultati corrispondono a quelli riscontrati nel questionario specifico del 2008.

Nel formulare le loro aspettative a più lungo termine (su un orizzonte di cinque anni) per l'inflazione, la maggior parte dei partecipanti si avvale di un'ampia gamma di informazioni: più spesso di tutti è citato l'obiettivo di inflazione della BCE (81 per cento), cui seguono gli andamenti tendenziali dell'inflazione effettiva (54 per cento), l'inflazione attesa a lungo termine desunta dai mercati finanziari (43 per cento) e il trend dei salari e degli aggregati monetari (entrambi al 38 per cento).

Quasi tutti gli interpellati hanno dichiarato di aver cambiato i propri modelli a seguito della crisi finanziaria nel 2008 e che, da allora, è aumentata l'importanza della valutazione soggettiva nella formulazione delle aspettative. Alcune modifiche riguardano il trattamento dei parametri dei modelli: alcuni interpellati hanno accresciuto la rilevanza dei parametri post-crisi (50 per cento) e altri hanno congelato i parametri sui valori ereditati dal periodo pre-crisi (22 per cento). Circa un terzo degli interpellati ha introdotto maggiori collegamenti finanziari reali nei propri modelli.

La maggior parte degli esperti (72 per cento) hanno segnalato di usare modelli lineari, mentre altri tengono esplicitamente conto di non linearità quali quelle colte da discontinuità strutturali, lo 'zero lower bound' dei tassi di interesse nominali o i parametri variabili nel tempo.

Le previsioni per l'area dell'euro sono formulate sulla base di dati e modelli per l'area nel suo complesso, ma anche sulla base di un'aggregazione bottom-up delle previsioni per singoli paesi (prevalentemente le maggiori economie dell'area dell'euro). L'impiego di entrambe le prassi è imputabile, stando ad alcune risposte, a pratiche diverse a seconda della variabile, mentre secondo altre l'impiego di approcci bottom-up è uno strumento per effettuare un controllo incrociato dei risultati.

Ai partecipanti all'SPF è stato chiesto anche in che modo generano le distribuzioni di probabilità segnalate per l'inflazione misurata sullo IAPC, la crescita del PIL e il tasso di disoccupazione. Per la grande maggioranza (72 per cento in media per tutte le variabili e su tutti gli orizzonti) queste distribuzioni di probabilità sono stimate sulla base di valutazioni soggettive, mentre il 14 per cento le genera da modelli e il 13 per cento da modelli con correzioni soggettive³⁾.

Altre variabili e ipotesi determinanti

Quanto alle altre variabili e alle ipotesi determinanti, la maggior parte dei partecipanti producono previsioni internamente per corsi petroliferi, tassi di cambio, tassi di interesse e dinamica salariale. Le previsioni interne delle quotazioni petrolifere sono spesso integrate da dati di mercato, quali i prezzi di contratti future o le medie di prezzi a pronti recenti. Alcuni hanno dichiarato di ricorrere a previsioni esterne per integrare e verificare con controlli incrociati le previsioni per le quotazioni petrolifere formulate internamente. In termini di altre fonti, un numero ridotto di esperti si avvale di regole automatiche (ad esempio un random walk oppure ipotizzano un tasso costante di variazione nelle quotazioni petrolifere).

In sintesi, stando a queste rilevazioni le risposte dell'SPF possono riflettere un insieme relativamente diversificato di pareri e ipotesi, ma sono anche alquanto tempestive. Inoltre, sebbene siano ampiamente utilizzati modelli strutturali e modelli basati su serie temporali, anche la valutazione soggettiva svolge un ruolo importante, soprattutto per le distribuzioni di probabilità segnalate nonché in misura crescente dopo la crisi finanziaria nel 2008.

3) L'elevata incidenza delle probabilità basate almeno in parte su valutazioni soggettive potrebbe anche ricondursi al fatto che, per larga parte degli interpellati (circa l'80 per cento), sono calcolate esclusivamente ai fini dell'SPF.

La tabella riporta l'errore medio e l'errore assoluto medio per l'inflazione misurata sullo IAPC e la crescita del PIL relativi alle previsioni formulate nel periodo 2000-2012. Per evitare di abbinare proiezioni con orizzonti temporali diversi, la tabella opera una distinzione tra le previsioni formulate nel secondo trimestre da quelle formulate nel quarto trimestre di ogni anno. Considerando dapprima i risultati per l'inflazione, sia i partecipanti all'SPF sia gli esperti dell'Eurosistema hanno mostrato la tendenza a sottostimare soprattutto l'inflazione per l'anno successivo (per una media compresa tra 0,3 e 0,4 punti percentuali in ciascun esercizio di previsione). Le statistiche sull'errore medio celano errori consistenti in determinati momenti, di segno sia positivo sia negativo, come dimostra il valore più elevato delle statistiche relative agli errori assoluti medi. Poiché è in genere più difficile formulare previsioni accurate per periodi più lunghi, gli errori assoluti medi aumentano con l'orizzonte di previsione e sono più elevati per le previsioni formulate nel secondo trimestre rispetto al quarto. Se si analizzano i vari valori prospettati, per l'anno in corso e per entrambi gli esercizi gli errori assoluti medi sono in media lievemente più contenuti

Errori di previsione nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema e nelle previsioni dell'SPF

(punti percentuali)

	Inflazione		Crescita del PIL in termini reali	
	Anno corrente	Anno successivo	Anno corrente	Anno successivo
Previsioni e proiezioni formulate nel secondo trimestre¹⁾				
<i>Proiezioni degli esperti dell'Eurosistema</i>				
Errore medio	0,0	0,4	-0,1	-0,9
Errore assoluto medio	0,1	0,8	0,5	1,7
<i>Previsioni dell'SPF</i>				
Errore medio	0,2	0,3	-0,2	-1,0
Errore assoluto medio	0,2	0,7	0,5	1,6
Previsioni e proiezioni formulate nel quarto trimestre²⁾				
<i>Proiezioni degli esperti dell'Eurosistema</i>				
Errore medio	0,0	0,3	0,0	-0,6
Errore assoluto medio	0,0	0,5	0,1	1,0
<i>Previsioni dell'SPF</i>				
Errore medio	0,0	0,3	0,0	-0,7
Errore assoluto medio	0,1	0,7	0,1	1,2

Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'errore medio corrisponde alla differenza media tra il valore effettivo e il valore previsto, mentre l'errore assoluto medio è la media degli errori assoluti. Gli errori di previsione sono calcolati per la prima pubblicazione dei dati sull'inflazione e la terza pubblicazione dei dati sulla crescita del PIL.

1) Sulla base delle previsioni formulate dal 2001 al 2012 per l'anno corrente e dal 2001 al 2011 per l'anno successivo.

2) Sulla base delle previsioni formulate dal 2000 al 2012 per l'anno corrente e dal 2000 al 2011 per l'anno successivo.

nelle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema rispetto alle previsioni dell'SPF. Questa capacità previsiva leggermente maggiore potrebbe essere dovuta al fatto, per fare un esempio tra tanti, che le proiezioni dell'Eurosistema si avvalgono di un mese aggiuntivo di dati, circostanza particolarmente vantaggiosa quando si prevede l'inflazione su un orizzonte di breve termine⁷⁾. Per l'anno successivo, l'SPF ottiene risultati lievemente migliori nel primo esercizio di previsione (0,7 contro 0,8 punti percentuali), mentre l'Eurosistema ha una maggiore capacità previsiva nel secondo esercizio (0,5 contro 0,7 punti percentuali).

A differenza delle previsioni per l'inflazione, i tassi di crescita del PIL in termini reali sono stati tendenzialmente sovrastimati sia dall'Eurosistema sia dai partecipanti all'SPF. Per l'anno successivo, quando la sovrastima è maggiore, l'errore medio di previsione si colloca tra -0,6 e -0,7 punti percentuali per il secondo esercizio di previsione e tra -0,9 e -1,0 punti percentuali per il primo esercizio. Come nel caso dell'inflazione, gli errori assoluti medi aumentano con l'orizzonte temporale. Analizzando le misure degli errori, il grado di sovrastima da parte dei partecipanti all'SPF per l'anno successivo tende a essere maggiore rispetto a quello dell'Eurosistema (di circa 0,1 punti percentuali).

2.2 DIFFERENZE DI METODO TRA LE PREVISIONI DELL'SPF E LE PROIEZIONI MACROECONOMICHE DEGLI ESPERTI DELL'EUROSISTEMA

La discrepanza tra le proiezioni macroeconomiche dell'Eurosistema e le previsioni dell'SPF rispetto ai dati effettivi è imputabile probabilmente a vari fattori, tra cui la tempistica, il tipo di modello utilizzato, il grado e il ruolo delle valutazioni soggettive e le ipotesi sottostanti. La presente sezione

7) Le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema utilizzano i dati fino alla fine della terza settimana di maggio e fino alla fine della terza settimana di novembre per gli esercizi rispettivamente di giugno e dicembre. Per i dati utilizzati nelle previsioni dell'SPF la data limite di aggiornamento dei dati è meno netta. Per quanto le edizioni dell'indagine per il secondo e quarto trimestre siano condotte rispettivamente a metà aprile e a metà ottobre, la data limite per l'aggiornamento dei dati non è nota alla BCE. Stando a un questionario specifico, l'84 per cento dei partecipanti all'SPF comunica la propria ultima previsione disponibile, che nell'82 per cento dei casi è trimestrale o mensile.

si incentra sul ruolo delle ipotesi da cui dipendono le previsioni/proiezioni. L'Eurosistema fonda le proprie proiezioni su una serie di ipotesi tecniche concernenti i prezzi delle materie prime, i tassi di interesse e di cambio nonché le politiche di bilancio⁸⁾. Ad esempio, l'Eurosistema utilizza le quotazioni dei contratti future come ipotesi per i corsi delle materie prime in dollari statunitensi, mentre per il tasso di cambio applica un'ipotesi di "assenza di variazioni" rispetto ai dati più recenti. Le ipotesi per le misure delle politiche di bilancio possono avere una ricaduta notevole sulle proiezioni; nel caso dell'Eurosistema sono prese in considerazione solo le misure che sono state approvate dai parlamenti nazionali o sono già state definite nel dettaglio e supereranno verosimilmente l'iter legislativo. Nel caso dell'SPF, non è altrettanto noto il modo in cui i partecipanti formulano le proprie ipotesi, benché le risposte al questionario mirato indichino che si basano principalmente su previsioni prodotte internamente.

Tra le varie ipotesi determinanti, quelle relative all'evoluzione dei corsi petroliferi hanno causato storicamente gran parte degli errori di previsione concernenti l'inflazione⁹⁾. Nella figura 1 si riportano, per diversi esercizi di proiezione e di previsione, i prezzi effettivi del petrolio unitamente alle quotazioni dei contratti future per il greggio di qualità Brent, nonché le previsioni corrispondenti dei partecipanti all'SPF. Nella maggior parte del periodo le ipotesi sulle quotazioni petrolifere assumono contorni piuttosto simili per l'SPF e l'Eurosistema. Per contro, negli ultimi tre anni i partecipanti all'SPF hanno previsto un profilo dei corsi petroliferi sostanzialmente stabile o leggermente in aumento, mentre le quotazioni dei contratti future utilizzati dall'Eurosistema hanno seguito un andamento al ribasso. A parità di condizioni, questa differenza nell'ipotesi relativa ai corsi petroliferi spiegherebbe in ampia misura il motivo per cui le previsioni di inflazione dell'SPF siano state più elevate di quelle degli esperti dell'Eurosistema negli ultimi anni. In particolare, l'elasticità implicita nei modelli macroeconomici dell'Eurosistema suggerisce che queste differenze rappresentano circa tre quarti della differenza nell'inflazione prospettata su un orizzonte di due anni dal Broad Macroeconomic Projection Exercise (BMPE) e dai partecipanti all'SPF¹⁰⁾.

In una prospettiva di lungo termine, tuttavia, dal 1999 l'errore assoluto compiuto in relazione al livello dei corsi petroliferi ipotizzati nelle proiezioni e nelle previsioni è sostanzialmente simile per l'Eurosistema e l'SPF. Per il periodo a partire dal 2000, escludendo l'errore nel primo trimestre del 2009 (il maggiore in entrambi i casi), si è collocato attorno al 22 per cento¹¹⁾. Tale componente ha apportato un contributo significativo all'errore complessivo nelle rispettive proiezioni e previsioni per l'inflazione misurata sullo IAPC.

Nel caso dell'SPF una semplice analisi di regressione illustra l'impatto degli errori di previsione dei corsi petroliferi sulla previsione dell'inflazione misurata sullo IAPC un anno in avanti (figura 2)¹²⁾.

8) Per maggiori dettagli in merito alle ipotesi sottostanti alle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema, cfr. l'articolo *Una valutazione delle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema* nel numero di maggio 2013 di questo Bollettino.

9) Cfr. l'articolo *I corsi delle materie prime e il loro ruolo nella valutazione della crescita e dell'inflazione dell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2013 di questo Bollettino.

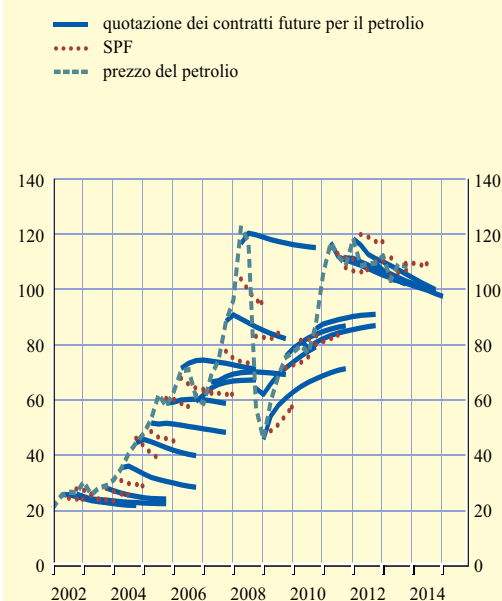
10) Per un approfondimento su questa elasticità, cfr. "Energy markets and the euro area macroeconomy", *Occasional Paper Series*, BCE, n. 113, giugno 2010.

11) L'errore medio assoluto è calcolato sulla base di un orizzonte previsionale mobile (utilizzando le previsioni a più lungo termine disponibili per l'SPF) anziché sulle proiezioni per l'anno in corso o quello successivo. Questo perché nell'SPF si è iniziato a formulare le ipotesi relative ai corsi petroliferi per l'anno in corso e l'anno successivo solo nel secondo trimestre del 2010.

12) L'analisi si basa su una regressione con variabili strumentali degli errori di previsione relativi all'inflazione sulla variabile dipendente ritardata e sugli errori di previsione per la crescita del PIL in termini reali e per il prezzo del petrolio. L'effetto stimato del tasso di cambio si è dimostrato insignificante. La crescita del PIL in termini reali è considerata come variabile endogena nella regressione poiché la maggior parte delle risposte dell'SPF a un questionario specifico indica che le previsioni per l'inflazione e la crescita del PIL in termini reali dipendono le une dalle altre nel breve e medio termine. Gli strumenti utilizzati nella regressione sono gli errori di previsione ritardati per la crescita del PIL in termini reali e le altre variabili esplicative.

Figura 1 Ipotesi relative alle quotazioni del greggio di qualità Brent nell'SPF e nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema e andamenti effettivi del prezzo del petrolio

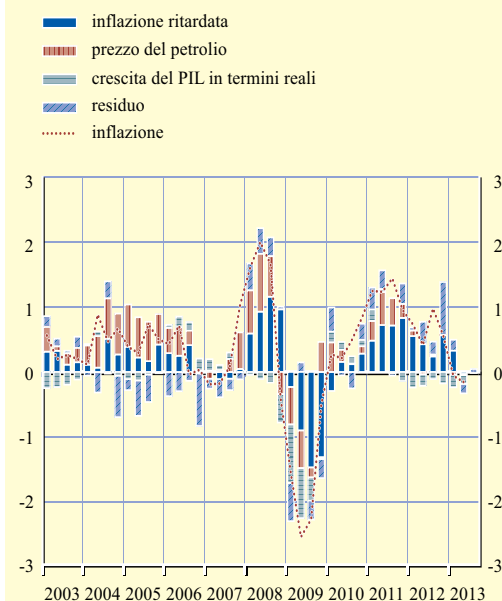
(USD per barile, dati trimestrali)



Fonti: BCE ed SPF.

Figura 2 Scomposizione degli errori di previsione per l'inflazione misurata sullo IAPC nell'SPF in base agli errori di previsione per la crescita del PIL reale e per il prezzo del petrolio

(punti percentuali)



Fonti: BCE ed SPF.

Nota: in base a previsioni su orizzonti mobili. Per maggiori dettagli, cfr. la nota 12 nel testo.

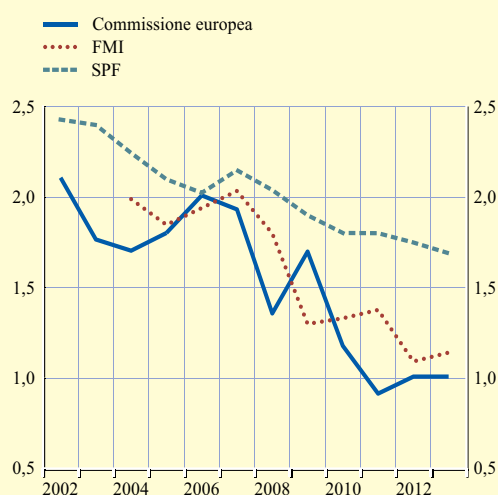
Tenendo conto degli errori nelle aspettative di crescita del PIL in termini reali, l'evidenza mostra che la sottostima dei corsi petroliferi da parte dei partecipanti all'SPF nel periodo a partire dal 2004 fino alla vigilia della crisi finanziaria è stata fortemente associata alla sottostima dell'inflazione durante il medesimo periodo. Per contro, la sovrastima sia dei corsi petroliferi sia della crescita del PIL al culmine della crisi finanziaria (tra la fine del 2008 e fino al 2009) è stata associata a una sovrastima corrispondente dell'inflazione. Più di recente, la sottostima dei corsi petroliferi nel 2010 e nel 2011 ha concorso anche alla sottostima dell'inflazione in tale periodo, mentre gli errori di previsione per la crescita del PIL in termini reali avrebbero svolto un ruolo solo marginale.

3 IL CONTENUTO INFORMATIVO DELLE ASPETTATIVE A PIÙ LUNGO TERMINE NELL'SPF

I partecipanti all'SPF forniscono anche aspettative a più lungo termine (ossia su un orizzonte di cinque anni) per la crescita del PIL in termini reali, la disoccupazione e l'inflazione nell'area dell'euro. Le risposte al questionario mirato suggeriscono che le aspettative a più lungo termine per la crescita del PIL in termini reali possono essere interpretate come il tasso di crescita del prodotto potenziale (68 per cento delle risposte) e quelle per la disoccupazione come il NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) (53 per cento). Allo stesso tempo le aspettative di inflazione a più lungo termine possono aiutare a valutare la credibilità della BCE per quanto concerne il mantenimento del suo obiettivo di stabilità dei prezzi. Le risposte sottolineano che tali aspettative sono determinate principalmente dall'obiettivo di stabilità dei prezzi della BCE di un tasso di inflazione inferiore ma prossimo al 2 per cento (81 per cento delle risposte) e dall'andamento dell'inflazione in passato (54 per cento delle risposte).

Figura 3 Aspettative a lungo termine per la crescita del PIL secondo l'SPF e stime a lungo termine della crescita del prodotto potenziale formulate da organizzazioni internazionali

(valori percentuali)

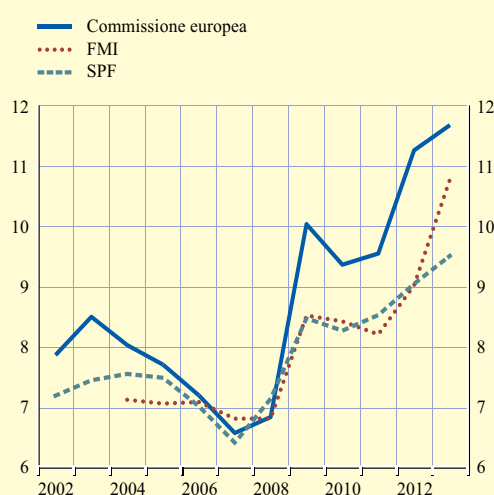


Fonti: Commissione europea, FMI ed SPF.

Note: per la Commissione europea e l'FMI, i dati fanno riferimento alle previsioni di autunno, mentre per l'SPF all'edizione del quarto trimestre. Il dato della CE per il 2006 è stato costruito utilizzando i valori nazionali (12 paesi) ponderati per le quote di PIL nel 2005.

Figura 4 Aspettative a lungo termine per la disoccupazione secondo l'SPF e stime a lungo termine del NAIRU formulate da organizzazioni internazionali

(valori percentuali)



Fonti: Commissione europea, FMI ed SPF.

Note: per la Commissione europea e l'FMI, i dati fanno riferimento alle previsioni di autunno, mentre per l'SPF all'edizione del quarto trimestre. Il dato della CE per il 2006 è stato costruito utilizzando i valori nazionali (12 paesi) ponderati per le quote di PIL nel 2005.

Le aspettative di crescita del PIL a più lungo termine nell'SPF sono costantemente diminuite dal 2,6 per cento agli inizi del campione all'1,7 per cento nel quarto trimestre 2013. Le previsioni in tempo reale da parte delle organizzazioni internazionali circa l'espansione del prodotto potenziale su un orizzonte di cinque anni mostrano un'analogia tendenza generale al ribasso dal 2000 al 2010, ma sono state costantemente inferiori alle aspettative dell'SPF in tale periodo. Il divario tra le due serie sembra essersi tutt'al più ampliato negli ultimi anni (figura 3).

Per quanto concerne la disoccupazione a lungo termine, le aspettative dell'SPF sono aumentate lievemente tra il 2002 e la prima metà del 2005, poi sono diminuite per raggiungere un livello minimo del 6,5 per cento nel 2007. In seguito, sono gradualmente salite per collocarsi a circa il 9½ per cento nel quarto trimestre del 2013 (figura 4). Rispetto alle previsioni in tempo reale delle organizzazioni internazionali per il NAIRU su un orizzonte di cinque anni, le aspettative dell'SPF hanno mostrato la tendenza a situarsi all'estremo inferiore: in particolare per il periodo a partire dal 2008 le previsioni a lungo termine per le stime del NAIRU sono cresciute in misura maggiore rispetto alle aspettative dell'SPF, specie nel caso della Commissione europea¹³⁾. Le attese di recente più contenute per la disoccupazione a lungo termine nell'SPF rispetto alle previsioni delle organizzazioni internazionali sono qualitativamente coerenti con le maggiori aspettative di crescita del PIL in termini reali nel lungo periodo nell'SPF.

13) Nel caso dell'SPF della BCE, è stato riscontrato che le revisioni apportate alle aspettative di disoccupazione a più lungo termine sono determinate in ampia misura dalle revisioni nelle prospettive di disoccupazione a breve termine, a indicazione del fatto che gli interpellati percepiscono un grado elevato di isteresi nei dati sulla disoccupazione. Cfr. Bowles, C., Friz, R., Genre, V., Kenny, G., Meyler, A. e Rautanen, T., "The ECB survey of professional forecasters (SPF) – A review after eight years' experience", *Occasional Paper Series*, n. 59, BCE, aprile 2007.

Le aspettative di inflazione a lungo termine nell'SPF sono rimaste piuttosto stabili negli anni recenti. L'aspettativa media su un orizzonte a cinque anni è rimasta tra l'1,9 e il 2,0 per cento circa, con una mediana che si mantiene ancora più stabile. Allo stesso tempo, l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC è stata soggetta a oscillazioni alquanto consistenti. I dati dell'SPF disponibili dall'inizio dell'UEM indicano un legame relativamente debole tra le aspettative di inflazione a lungo termine rilevate dall'indagine in un determinato trimestre e l'ultimo tasso di inflazione effettivo noto al momento dell'indagine. Il collegamento, tuttavia, è più forte tra le aspettative di inflazione a lungo termine e le medie mobili a più lungo termine dell'inflazione passata. È particolarmente marcato per la media cumulata dei tassi di inflazione sul periodo corrispondente per ciascun trimestre nel periodo a partire dal primo trimestre del 1999. Il tasso di inflazione medio cumulato può essere considerato una misura indiretta degli esiti positivi e della risultante credibilità della politica monetaria della BCE in termini di inflazione¹⁴.

Nel complesso, l'analisi delle aspettative a lungo termine suggerisce che quest'ultime forniscono informazioni importanti sulla solidità del proprio ancoraggio attorno all'obiettivo della BCE di stabilità dei prezzi e sulla percezione degli esperti circa l'evoluzione del potenziale di crescita a più lungo termine dell'area dell'euro.

4 COME VALUTANO GLI ESPERTI L'INCERTEZZA CHE CARATTERIZZA LE LORO PREVISIONI

Dall'inizio della crisi finanziaria nel 2008 le prospettive macroeconomiche sono state contraddistinte da un'incertezza maggiore del consueto. Benché sia generalmente riconosciuto che l'incertezza è aumentata, non sussiste alcuna misurazione convenuta a indicare in quale proporzione. Una valutazione del grado di incertezza è importante, poiché è probabile che abbia un impatto sulle decisioni di investimento delle imprese e di risparmio delle famiglie¹⁵.

Una caratteristica importante dell'SPF della BCE è che fornisce indicazioni sulle valutazioni da parte degli interpellati in merito al grado di incertezza insito nelle loro previsioni. Più specificamente, si chiede ai partecipanti all'SPF di attribuire una distribuzione di probabilità alle loro previsioni¹⁶. Sebbene l'SPF della BCE fornisca varie dimensioni per la misurazione dell'incertezza delle previsioni, questa sezione attinge le informazioni a tale proposito 1) dalla discordanza e 2) dalle probabilità, incentrando l'attenzione sull'incertezza aggregata e più specificatamente sulla deviazione standard della distribuzione di probabilità aggregata tra tutte le risposte¹⁷. In assenza di una misura diretta dell'incertezza, la discordanza è stata spesso utilizzata come misura indiretta. Tuttavia, non sembra essere una misura indiretta valida per l'incertezza macroeconomici-

14) Cfr. il riquadro *L'ancoraggio delle aspettative di inflazione a lungo termine nell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2013 di questo Bollettino.

15) Per una trattazione sull'evoluzione delle varie misure dell'incertezza e sulle loro potenziali implicazioni per le prospettive macroeconomiche, cfr. il riquadro *La misurazione dell'incertezza macroeconomica percepita* nel numero di gennaio 2010 di questo Bollettino, nonché il riquadro *L'evoluzione recente dell'incertezza macroeconomica nell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2013 sempre di questo Bollettino.

16) Questa distribuzione fornisce informazioni sulla probabilità, espressa in percentuale, che il dato effettivo futuro si collochi in un determinato intervallo. La distribuzione di probabilità risultante dall'aggregazione delle risposte aiuta anche a valutare in che modo, in media, i partecipanti all'indagine misurano il rischio che il risultato effettivo si situi al di sopra o al di sotto dell'intervallo più probabile.

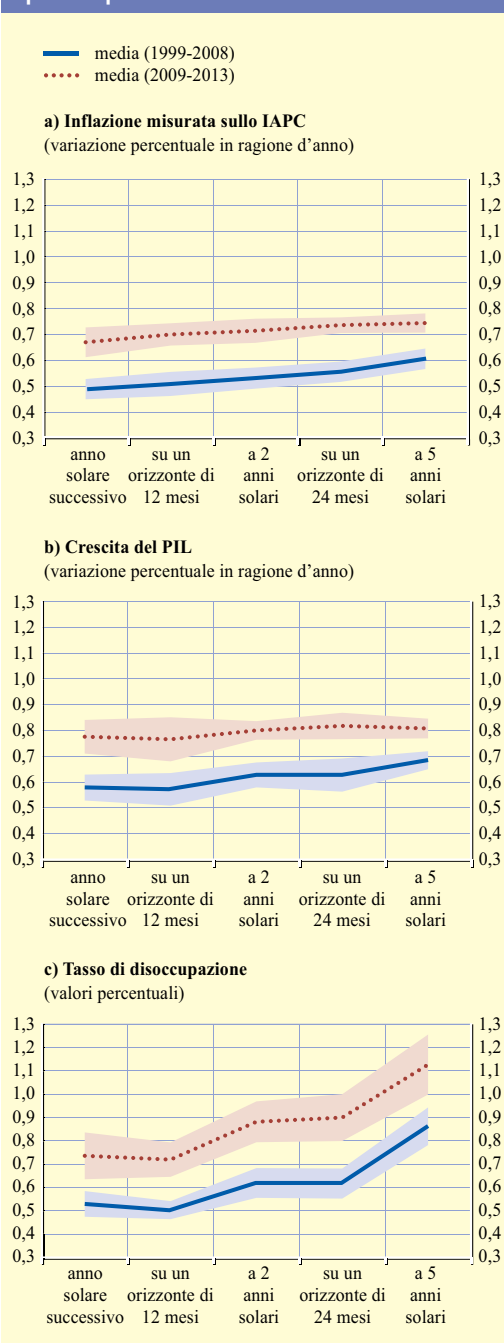
17) Calcolare la deviazione standard delle distribuzioni dell'SPF presenta alcune difficoltà nella pratica poiché i partecipanti attribuiscono le probabilità a intervalli specifici. Secondo l'approccio adottato in questa sede, si ipotizza che l'intera probabilità per un dato intervallo verta sul punto medio di tale intervallo. Benché questo possa spostare verso l'alto la deviazione standard stimata, poiché è più verosimile che la probabilità in un intervallo si collochi più vicina al centro della distribuzione che ai suoi estremi, neanche altri metodi (tra cui per esempio l'applicazione di forme funzionali quali le distribuzioni normali, normali asimmetriche o beta) sono privi di svantaggi, soprattutto a livello individuale.

ca in generale. Nel caso dell'SPF della BCE, tra tutte le variabili macroeconomiche e su tutti gli orizzonti, il differenziale tra le singole previsioni puntuali in rare occasioni è stato sufficientemente ampio da comprendere il risultato effettivo¹⁸⁾. L'incertezza aggregata abbina le informazioni sulla discordanza tra le singole previsioni puntuali (espressa come deviazione standard) e le singole valutazioni degli esperti sull'incertezza (incertezza individuale media) misurate dalla media delle deviazioni standard delle distribuzioni di probabilità segnalate da ciascun esperto interpellato¹⁹⁾.

Di norma è presumibile che l'incertezza aumenti sui diversi orizzonti di previsione richiesti ai partecipanti all'SPF (ossia per l'anno solare successivo, su un orizzonte di dodici mesi, a due anni solari, su un orizzonte di ventiquattro mesi e a cinque anni solari). La figura 5 riporta i valori per questa struttura per scadenza su due periodi: prima della crisi (1999-2008) e dopo la crisi (2009-2013). Si rilevano un paio di caratteristiche degne di nota. In primo luogo, sebbene l'incertezza aumenti in genere con il progredire dell'orizzonte di previsione, l'inclinazione verso l'alto è relativamente modesta per l'inflazione misurata sullo IAPC e soprattutto per la crescita del PIL, mentre è più marcata per la disoccupazione. Se da un lato è possibile che le aspettative a più lungo termine per inflazione e crescita del PIL siano ancorate rispettivamente dalla politica monetaria e dalla crescita potenziale, dall'altro la disoccupazione attesa a più lungo termine tende a essere collegata al NAIRU, che può variare sensibilmente nel tempo, come rilevato nella precedente sezione. In secon-

18) D'Amico e Orphanides segnalano anche che la discordanza potrebbe essere una debole misura indiretta per l'incertezza delle previsioni. Cfr. D'Amico, S. e Orphanides, A., "Uncertainty and Disagreement in Economic Forecasting", *Finance and Economics Discussion Series*, n. 2008-56, Board of Governors del Federal Reserve System, 2008.
 19) In questa sede non sono presi in considerazione altri momenti superiori della distribuzione aggregata in grado di fornire informazioni sul bilanciamento dei rischi oppure sul rischio di eventi estremi, in particolare l'asimmetria e la curtosi. Cfr. Kenny, G., Kostka, T e Masera, F., "How informative are the subjective density forecasts of macroeconomists?", *Working Paper Series*, n. 1446, BCE, luglio 2012.

Figura 5 Struttura per scadenza dell'incertezza macroeconomica secondo i partecipanti all'SPF



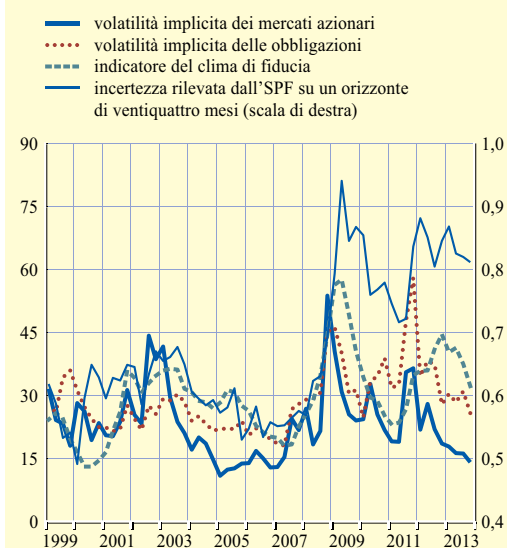
Fonti: SPF ed elaborazioni della BCE.
 Note: le figure riportano la dispersione media (misurata come standard) delle distribuzioni di probabilità aggregate dell'SPF. Le ombreggiature indicano la variazione attorno alla media e rappresentano una deviazione standard in più e in meno rispetto alla media osservata per ciascun periodo. L'asse delle ascisse denota l'orizzonte temporale. Si noti che l'orizzonte dell'anno solare in corso non figura in quanto risente considerevolmente della stagionalità dovuta al numero di mesi rimanenti nel momento in cui è condotta l'edizione dell'indagine.

do luogo, si è osservato un netto spostamento verso l'alto nel grado di incertezza percepita in riferimento alle previsioni macroeconomiche dall'inizio della crisi. Per ciascuna variabile e ciascun orizzonte di previsione, l'incertezza aggregata si è innalzata nel periodo post-crisi.

L'aumento dell'incertezza percepita è sostanzialmente in linea con altri indicatori dell'incertezza macroeconomica. Si è osservato un grado elevato di comovimento con altri indicatori macroeconomici dell'incertezza, come la volatilità nei mercati azionari e obbligazionari e le indagini sul clima di fiducia. La figura 6 riporta la misura dell'incertezza riguardante i dati su un orizzonte di due anni (media non ponderata della misura dell'incertezza riguardante le previsioni relative all'inflazione misurata sullo IAPC, alla crescita del PIL in termini reali e al tasso di disoccupazione), poiché questo è probabilmente l'orizzonte di previsione più prossimo a quelli impliciti nell'orientamento a medio termine della politica monetaria. Questo comovimento indica che le misure dell'incertezza desunte dall'SPF possono essere complementi utili degli indicatori finanziari che misurano la direzione del movimento dell'incertezza. Nel complesso, dagli inizi del 2008 tutte le misure dell'incertezza insita nelle previsioni riportate nell'SPF della BCE sono aumentate per tutte le variabili sulla totalità degli orizzonti temporali. Sebbene questo incremento sia stato in parte riassorbito, l'incertezza rimane piuttosto elevata in confronto agli indicatori ricavati dai mercati finanziari. Ciò suggerisce che, mentre potrebbe essersi attenuata la percezione di rischi specifici ai singoli mercati, la percezione dei rischi macroeconomici nel loro insieme è rimasta elevata, stando agli esperti di previsioni.

A differenza delle previsioni puntuali, tuttavia, non vi è a tale riguardo un termine di raffronto direttamente osservabile per le probabilità delle previsioni in grado di rendere più semplice verificare quanto da vicino queste seguano la densità reale della variabile in esame. Nondimeno vi sono evidenze indirette del fatto che i partecipanti all'SPF della BCE, al pari di molti altri esperti di previsioni macroeconomiche, sembrano aver in genere sottostimato l'incertezza nell'ultimo decennio²⁰. Le evidenze ricavate dal SPF statunitense indicano che gli esperti ad essa partecipanti tendono anche a manifestare eccessiva fiducia circa l'incertezza insita nelle loro previsioni²¹. A questo proposito, è anche possibile che il perdurare di un elevato rischio percepito rilevato nella figura 6 rifletta semplicemente l'adozione di una valutazione più realistica dell'incertezza macroeconomica rispetto a prima, anziché un effettivo incremento nel grado di incertezza di fondo.

Figura 6 Controllo incrociato con altri indicatori selezionati dell'incertezza macroeconomica



Fonti: Bloomberg, Commissione europea, SPF ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'indicatore del clima di fiducia è invertito ed espresso in proporzione.

20) Cfr. Bowles et al. (2010) "An Evaluation of the Growth and Unemployment Forecasts in the ECB Survey of Professional Forecasters", *OECD Journal: Journal of Business Cycle Measurement and Analysis*, vol. 2010/2.

21) Cfr. Clements, M.P., "Subjective and Ex Post Forecast Uncertainty: US Inflation and Output Growth", *The Warwick Economics Research Paper Series (TWERPS)*, n. 995, settembre 2012.

5 CONCLUSIONI

In linea con l'importanza delle aspettative per l'economia, la Survey of Professional Forecasters della BCE raccoglie informazioni sulle prospettive a breve e medio termine per il settore privato. L'indagine si è dimostrata molto utile ai responsabili delle politiche per la valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi, offrendo una ricca fonte di informazioni sulle prospettive per gli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro e sull'incertezza che li contraddistingue. Al riguardo, l'SPF ha offerto un utile termine di paragone per le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema in termini di previsioni puntuali. Inoltre, le aspettative a più lungo termine circa la crescita del PIL, la disoccupazione e l'inflazione nell'SPF hanno fornito indicazioni preziose sulle forze generali sottostanti alle dinamiche di lungo periodo dell'area dell'euro e sulla credibilità della politica monetaria della BCE in relazione al suo obiettivo di stabilità dei prezzi. Infine, l'SPF ha fornito informazioni sulle valutazioni degli esperti di previsioni riguardanti l'incertezza insita nelle loro previsioni, aspetto che può essere considerato un valore aggiunto essenziale dell'SPF.



GLI ANDAMENTI RECENTI DELLA LIQUIDITÀ IN ECCESSO E DEI TASSI DEL MERCATO MONETARIO

Da quando nell'ottobre 2008 sono state introdotte le procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione della liquidità richiesta, le banche dell'area dell'euro operano in condizioni di eccesso di liquidità, che hanno raggiunto il culmine nel marzo 2012, dopo l'aggiudicazione delle due operazioni di rifinanziamento a lungo termine (ORLT) con scadenza a tre anni. A partire dagli inizi del 2013 le banche hanno avuto la possibilità di rimborsare settimanalmente i fondi ottenuti nelle ORLT a tre anni, una possibilità che, a sua volta, ha indotto un sensibile calo nel livello di liquidità eccedente. Questo articolo si propone di analizzare i motivi all'origine delle tendenze della liquidità in eccesso e valutare l'impatto di tali tendenze sui tassi del mercato monetario. Tale analisi permette di trarre diverse conclusioni. In primo luogo, la flessione graduale della liquidità eccedente a seguito del rimborso volontario delle ORLT a tre anni è dovuta soprattutto alle migliorate condizioni di accesso al mercato per le banche dell'area dell'euro. Il calo della domanda di liquidità in eccesso dovrebbe continuare, ceteris paribus, per tutto il 2014, poiché la scadenza residua delle operazioni di rifinanziamento a tre anni si ridurrà a meno di un anno e i fattori autonomi di liquidità continueranno ad accrescere il fabbisogno di liquidità delle banche. In secondo luogo, al livello attuale di liquidità in eccesso i tassi del mercato monetario sono rimasti perlopiù stabili, sebbene gli andamenti dei fattori autonomi di liquidità e gli effetti di calendario abbiano provocato volatilità a breve termine. Infine, risulta più difficile anticipare i tassi futuri del mercato monetario in un contesto in cui lo stock di liquidità in eccesso potrebbe scendere a un livello troppo basso per ancorare i tassi del mercato overnight al tasso sui depositi overnight presso l'Eurosistema, ma non abbastanza basso da far sì che i tassi si avvicinino a quello delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema.

I INTRODUZIONE

Il sistema di gestione della liquidità dell'Eurosistema è stato elaborato attorno al concetto di condizioni neutrali di liquidità, con l'intenzione di creare condizioni di liquidità equilibrate nel mercato monetario e consentire alla BCE di manovrare i tassi di interesse a brevissimo termine mantenendoli prossimi al tasso minimo di offerta delle operazioni di rifinanziamento principali. Tuttavia, dopo l'introduzione nell'ottobre 2008 delle procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione della liquidità richiesta e, in particolare, dopo le due operazioni a tre anni condotte nel dicembre 2011 e nel febbraio 2012, le condizioni di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro sono divenute assai abbondanti. Il 1° marzo 2012 la liquidità in eccesso (definita come le giacenze dei depositi overnight presso l'Eurosistema, più le giacenze del conto di riserva eccedenti l'obbligo di riserva) ha raggiunto un massimo di 850 miliardi di euro. Dal gennaio 2013, tuttavia, la liquidità in eccesso del sistema bancario è andata progressivamente calando via via che le banche si sono avvalse in misura crescente della facoltà di rimborso anticipato prevista dalle operazioni a tre anni.

Questo articolo esamina i tassi del mercato monetario e le aspettative sui tassi futuri a breve termine alla luce della flessione della liquidità in eccesso e del cambiamento delle condizioni di mercato. Esso fornisce pertanto elementi importanti per comprendere le problematiche che potrebbero presentarsi in caso di ulteriore calo della liquidità in eccesso. L'articolo passa in rassegna gli andamenti della liquidità e del mercato fino al 10 dicembre 2013, ossia l'ultimo giorno dell'undicesimo periodo di mantenimento di quest'anno. Più in particolare, la sezione 2 dell'articolo descrive le tendenze recenti della liquidità, analizzando le principali modifiche apportate durante la crisi finanziaria al sistema di offerta della liquidità dell'Eurosistema. Essa tratta inoltre i fattori associati al calo generale dell'importo in essere delle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema. La

sezione 3 analizza varie determinanti della potenziale domanda futura di liquidità in eccesso da parte delle banche, illustrando il comportamento dei fattori autonomi sulla base sia delle tendenze storiche sia dei profili stagionali. La sezione 4 analizza l'impatto degli andamenti della liquidità in eccesso sui tassi del mercato monetario. Essa esamina il meccanismo di trasmissione della liquidità in eccesso ai mercati monetari sulla base della relazione storica fra i tassi di interesse overnight e la liquidità eccedente. In seguito, analizza l'impatto della liquidità in eccesso e della volatilità dei tassi a breve termine sulle aspettative circa i tassi futuri del mercato monetario. La sezione 5 conclude discutendo alcune delle problematiche che discenderanno verosimilmente dalla graduale normalizzazione dei mercati monetari e dal conseguente calo della liquidità in eccesso.

2 LE TENDENZE DELLA LIQUIDITÀ IN ECCESSO

La liquidità in eccesso è andata tendenzialmente calando dal massimo storico di 850 miliardi di euro del 2012. Gran parte del suo calo si deve al miglioramento delle condizioni di mercato e alla minore avversione al rischio, che hanno consentito alle banche di ridurre le riserve precauzionali di liquidità. Ciò nonostante, potrebbe comunque persistere un eccesso di liquidità a causa della frammentazione dei mercati e dei vincoli prudenziali imposti dalla regolamentazione. A questo riguardo, si prevede che a 2014 inoltrato si verifichi un calo significativo della domanda delle banche di riserve in eccesso, soprattutto per effetto di un'accelerazione del ritmo dei rimborsi delle due ORLT a tre anni, la cui vita residua si ridurrà a meno di un anno.

2.1 LE MODIFICHE AL SISTEMA DI OFFERTA DELLA LIQUIDITÀ DELL'EUROSISTEMA

Prima della crisi il quadro di attuazione della politica monetaria¹⁾ prevedeva che l'offerta complessiva di liquidità da parte dell'Eurosistema fosse determinata sulla base della stima del fabbisogno aggregato di liquidità del settore bancario, che dipendeva principalmente dalla riserva obbligatoria imposta dall'Eurosistema, nonché dagli andamenti dei fattori autonomi di liquidità²⁾ (condizioni neutrali di liquidità). L'Eurosistema considerava il fabbisogno aggregato di liquidità del mercato, anziché quello delle singole banche. L'importo voluto era aggiudicato settimanalmente mediante un'asta a tasso variabile (nota come operazione di rifinanziamento principale, ORP), con un tasso minimo di offerta determinato dal Consiglio direttivo della BCE. Questo meccanismo era sufficiente per manovrare i tassi del mercato monetario a breve termine fintantoché il mercato monetario è stato in grado di redistribuire la liquidità dalle banche con eccedenze a quelle con carenze di liquidità. La liquidità in eccesso era assai contenuta, poiché era remunerata a tassi inferiori a quelli di mercato, e le banche non erano incentivate a mantenere importi considerevoli di riserve in eccesso per tutelarsi dal rischio di liquidità poiché vi era pronta disponibilità di liquidità privata.

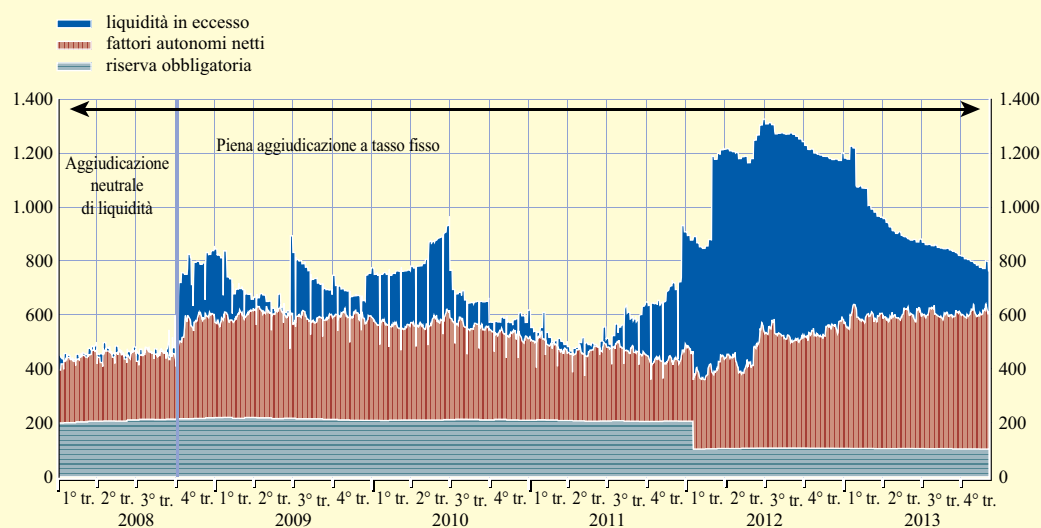
La crisi finanziaria, tuttavia, ha modificato profondamente il funzionamento dei mercati monetari dell'area dell'euro, il che, a sua volta, ha comportato modifiche significative nelle tradizionali modalità attuative della gestione della liquidità da parte dell'Eurosistema. Durante la crisi si è verificato un razionamento del credito nel mercato interbancario, dal momento che le banche con

1) L'assetto operativo standard dell'Eurosistema è descritto in maggiore dettaglio nella pubblicazione della BCE intitolata "L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro – Caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema".

2) I fattori autonomi di liquidità sono definiti come le poste del bilancio consolidato dell'Eurosistema, diverse dalle operazioni di politica monetaria, che forniscono o ritirano liquidità e quindi incidono sui conti correnti che le istituzioni creditizie detengono presso l'Eurosistema (cfr. il riquadro 2, *Bollettino mensile*, BCE, luglio 2001). Sono un esempio di fattori autonomi le banconote in circolazione, i depositi delle amministrazioni pubbliche presso l'Eurosistema e le attività nette sull'estero.

Figura 1 Fabbisogno di liquidità e liquidità in eccesso dal 2008

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

eccedenze di liquidità sono divenute restie a prestare alle banche in deficit di liquidità, specie quelle di altri paesi, ostacolando così la circolazione efficiente di liquidità da parte dei mercati monetari. In queste condizioni, la domanda di operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema è divenuta volatile e difficile da prevedere. Di conseguenza, nell'ottobre 2008 il Consiglio direttivo ha deciso di soddisfare interamente (a un tasso fisso) la domanda delle singole banche nelle operazioni di rifinanziamento, comprese quelle principali e quelle con scadenza superiore ai sette giorni, note come operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT). Nel novembre 2013 la procedura d'asta a tasso fisso con pieno soddisfacimento della domanda è stata estesa per tutto il tempo necessario, e quantomeno fino a luglio 2015.

La procedura d'asta a tasso fisso con pieno soddisfacimento della domanda ha provocato un cambiamento nell'offerta di liquidità da parte dell'Eurosistema. Di fatto, l'offerta di liquidità mediante questa procedura è determinata dalla domanda complessiva delle singole banche, mentre in precedenza era determinata dall'Eurosistema sulla base della stima da esso effettuata del fabbisogno aggregato di liquidità del sistema bancario. Il nuovo regime operativo ha generato liquidità in eccesso poiché la domanda di rifinanziamento (e di aggiudicazione della liquidità dell'Eurosistema) da parte delle banche ha superato il fabbisogno aggregato di liquidità derivante dai fattori autonomi di liquidità e dagli obblighi di riserva. Le banche hanno intenzionalmente richiesto più liquidità del necessario per tutelarsi dal rischio di non poter accedere al mercato monetario a un costo ragionevole. La figura 1 mostra il fabbisogno di liquidità derivante dai fattori autonomi e dagli obblighi di riserva, nonché la liquidità in eccesso. Quest'ultima risultava contenuta quando vigeva la procedura di aggiudicazione neutrale della liquidità, ma è cresciuta una volta introdotta la procedura di piena aggiudicazione degli importi a tasso fisso. Il massimo aumento dell'ammontare di liquidità eccedente, tuttavia, si è verificato dopo l'aggiudicazione delle due ORLT a tre anni nel dicembre 2011 e nel febbraio 2012. L'elevata domanda in occasione di queste due operazioni era dovuta, da un lato, a un effettivo fabbisogno di finanziamento (cfr. il riquadro 1) e, dall'altro lato, all'intenzione di accumulare riserve di liquidità a fini precauzionali,

la quale si è tradotta in un'impennata dell'ammontare di liquidità in eccesso, che ha raggiunto livelli eccezionalmente elevati.

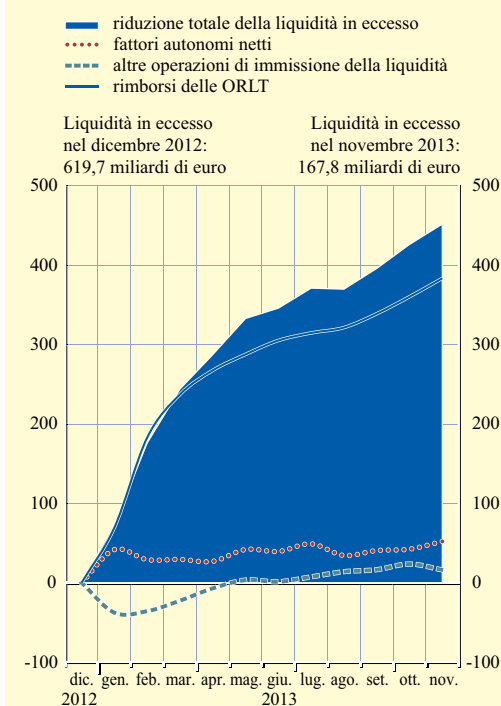
2.2 LE TENDENZE RECENTI DELLA LIQUIDITÀ IN ECCESSO

Diversi riscontri indicano che la domanda di rifinanziamento delle banche è calata all'indomani del massimo storico raggiunto dalla liquidità in eccesso nel marzo 2012. In primo luogo, è diminuita la domanda delle normali operazioni di rifinanziamento, mentre il fabbisogno di liquidità, a causa dei fattori autonomi, ha continuato a crescere. In secondo luogo, a partire dal gennaio 2013 le banche si sono adoperate per sfruttare l'opportunità offerta dai termini delle ORLT a tre anni di rimborsare anticipatamente i fondi ricevuti. Dal dicembre 2012 al novembre 2013 la liquidità in eccesso, nella media dei periodi di mantenimento, è calata di 452 miliardi di euro, a 168 miliardi. L'89 per cento circa di questa contrazione, pari a 400 miliardi di euro, è dovuto a un minore ricorso alle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema, compresi 384 miliardi di euro di rimborsi delle ORLT a tre anni. La parte restante del calo è ascrivibile a un aumento di 52,3 miliardi di euro dei fattori autonomi di liquidità (figura 2). La liquidità in eccesso fornita da altri schemi e operazioni dell'Eurosistema si è anch'essa ridotta, di 16,3 miliardi di euro, dal dicembre 2012.

A novembre 2013 le banche avevano restituito circa il 40 per cento dei fondi inizialmente presi in prestito. In base alle analisi effettuate dagli esperti della BCE sui bilanci delle banche partecipanti, le condizioni di provvista e le considerazioni di rifinanziamento, principalmente sul breve-medio termine, sono state importanti determinanti della partecipazioni alle ORLT a tre anni (cfr. il riquadro 1). Coerentemente con ciò, i maggiori rimborsi sono stati effettuati dai partecipanti che più avevano accresciuto la loro base di depositi e l'accesso al mercato. Questo si era tradotto a sua volta in un sensibile miglioramento della loro posizione di liquidità verso la fine del 2012, mentre tali banche si preparavano a effettuare i primi rimborsi in gennaio e febbraio 2013. Anche in base a un'indagine condotta presso le banche che hanno optato per il rimborso, due dei fattori più importanti che hanno influito sui rimborsi iniziali sono stati la capacità di finanziarsi sul mercato a tassi competitivi e la disponibilità a ridurre le riserve di liquidità visti il graduale miglioramento delle condizioni dei mercati dei capitali e i primi segnali di riduzione della frammentazione dei mercati. Alcune banche hanno mantenuto sui rispettivi conti presso l'Eurosistema un ammontare di riserve in eccesso equivalente all'importo inizialmente preso in prestito, un'indicazione del loro atteggiamento prudente. Queste banche hanno rimborsato l'82 per cento dei prestiti a tre anni alla prima occasione possibile, mentre altre banche hanno rimborsato il 28 per cento dei fondi nel novembre 2013.

Figura 2 Scomposizione dell'assorbimento della liquidità in eccesso

(variazioni cumulate dal dicembre 2012; miliardi di euro)



Fonte: BCE.
Nota: Dati calcolati sulla media del periodo di mantenimento.

Riquadro I

I FATTORI ALLA BASE DEI RIMBORSI DELLE DUE ORLT A TRE ANNI: EVIDENZE EMPIRICHE TRATTE DAI BILANCI DELLE BANCHE

Questo riquadro fornisce informazioni sulle principali determinanti della partecipazione delle banche alle due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza a tre anni condotte nel dicembre 2011 e nel febbraio 2012 e sui potenziali motivi del rimborso anticipato dei fondi presi in prestito in queste operazioni. Le informazioni presentate sono tratte dalle situazioni contabili annuali pubbliche di 393 banche, nonché da quelle mensili non pubbliche di 238 banche. Le due serie di dati coprono rispettivamente 220 e 131 banche che hanno partecipato ad almeno una delle due operazioni di rifinanziamento a tre anni, pari al 78 e all'80 per cento dell'importo totale aggiudicato di 1.018,7 miliardi di euro¹⁾.

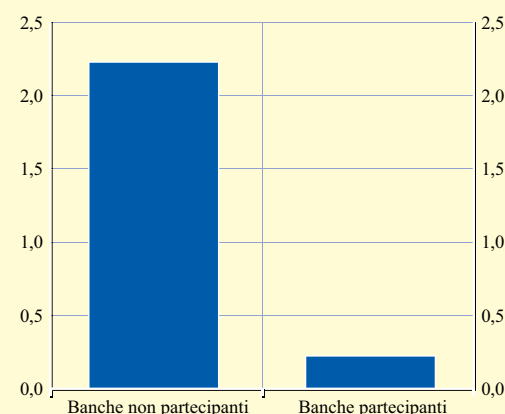
I fattori all'origine della partecipazione alle due ORLT a tre anni

Da un confronto fra le caratteristiche di bilancio pertinenti delle banche partecipanti e non partecipanti alle due ORLT a tre anni emerge che le considerazioni di provvista hanno svolto un ruolo importante nella decisione di prendere parte alle suddette operazioni. Ciò concorda con i dati esistenti sui fattori all'origine della partecipazione a queste operazioni, basati sulle informazioni relative al fabbisogno di rifinanziamento delle banche e ai differenziali di interesse delle obbligazioni bancarie²⁾.

La figura A mostra che nei 15 mesi prima del marzo 2012, ossia al momento del regolamento della seconda ORLT a tre anni, le banche che avevano partecipato ad almeno una delle due ORLT a tre anni avevano registrato in media afflussi assai inferiori di depositi del settore privato non finanziario rispetto alle banche che non vi avevano partecipato. Ciò indica che la partecipazione alle operazioni era stata in parte motivata dalla situazione di provvista delle singole banche. La figura B mostra inoltre che il rapporto fra debito senior non garantito (con vita residua superiore all'anno) e passività totali è diminuito in misura maggiore per le banche partecipanti rispetto a quelle non partecipanti fra il dicembre 2011 e il dicembre 2012. Ciò mostra che la domanda di operazioni a tre anni è stata in parte determinata dall'incombenza del fabbisogno di rifinanziamento a breve e a medio

Figura A Flussi cumulati di depositi del settore privato non finanziario fra il gennaio 2011 e il marzo 2012

(media dei flussi cumulati; in percentuale delle attività principali nel gennaio 2011)

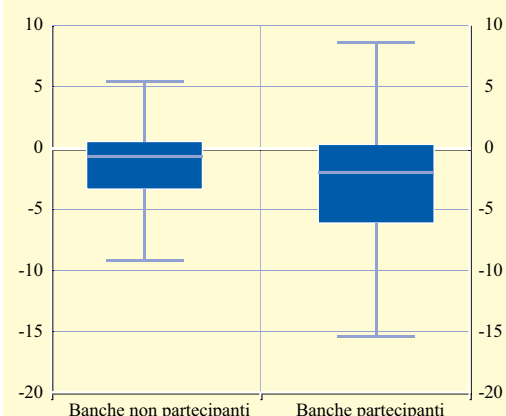


Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

- 1) Cfr. l'articolo intitolato "Il rimborso anticipato dei fondi raccolti mediante le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a tre anni: motivazioni economiche e impatto sul mercato monetario", *Bollettino mensile*, BCE, febbraio 2013 e l'articolo intitolato "Rimborso anticipato dei fondi raccolti mediante le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a tre anni: evoluzione dal febbraio del 2013", *Bollettino mensile*, BCE, luglio 2013.
- 2) Cfr. l'articolo intitolato "L'impatto della prima operazione di rifinanziamento a più lungo termine a tre anni", *Bollettino mensile*, BCE, gennaio 2012; e l'articolo intitolato "L'impatto delle due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre anni", *Bollettino mensile*, BCE, marzo 2012.

Figura B Variazione nel rapporto fra il debito senior con scadenza superiore all'anno e le passività totali fra il dicembre 2011 e il dicembre 2012

(punti percentuali)

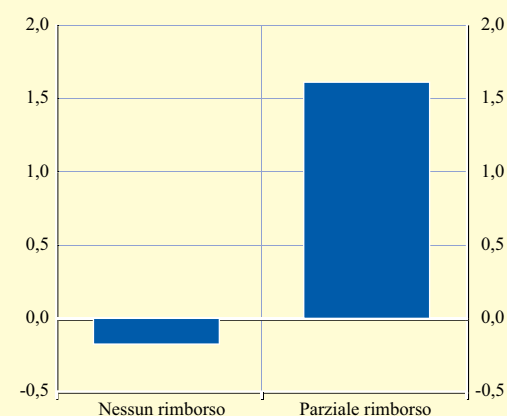


Fonti: Fitch ed elaborazioni della BCE.

Nota: La fascia blu inferiore rappresenta il 25° percentile della distribuzione, quella superiore il 75° percentile. La linea blu nel mezzo corrisponde alla mediana. I valori massimo e minimo rappresentano il massimo e il minimo della distribuzione.

Figura C Flussi cumulati di depositi del settore privato non finanziario fra il marzo 2012 e il giugno 2013

(media dei flussi cumulati; in percentuale delle attività principali nel marzo 2012)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

termine. Evidentemente, le banche che hanno partecipato ad almeno una delle operazioni stavano anche cautelandosi dalla riduzione attesa nella vita residua e, potenzialmente, dall'ammontare in essere del debito senior non garantito, nell'attesa che migliorassero le condizioni di emissione.

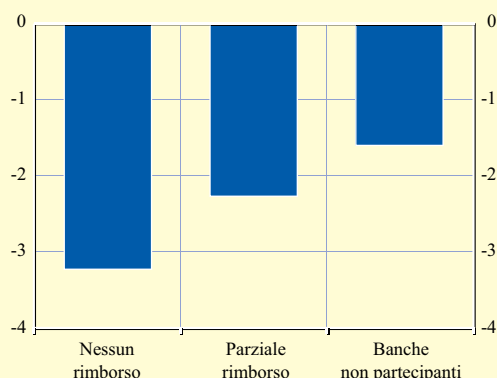
Le caratteristiche delle banche che hanno iniziato a rimborsare i fondi ottenuti nelle ORLT a tre anni

Le evidenze tratte dai bilanci delle banche individuano nelle migliorate condizioni di finanziamento e nella minore necessità di riserve di liquidità due importanti fattori all'origine delle decisioni di rimborso delle banche.

La figura C mostra che, in media, dalla conduzione della seconda ORLT a tre anni nel febbraio 2012 le banche che hanno effettuato rimborsi hanno beneficiato di un afflusso molto maggiore di depositi rispetto a quelle che non ne hanno effettuati, e che invece hanno subito, in media, un deflusso di depositi da parte del settore non finanziario. La migliorata raccolta di depositi, di conseguenza, sembra essere stata un importante fattore all'origine delle decisioni di rimborso. L'afflusso di depositi registrato dal marzo 2012 dalle banche che hanno effettuato rimborsi è stato di circa 150 miliardi di euro, un ammontare significativo rispetto al rimborso aggregato di 380 miliardi di euro. In aggiunta, queste stesse banche hanno registrato in media un calo solo contenuto dello stock di titoli di debito dalla conduzione della seconda ORLT. Tale calo è stato analogo per entità a quello registrato dalle banche che non avevano partecipato nelle ORLT a tre anni. Per contro, le banche partecipanti che non hanno effettuato rimborsi hanno registrato in media un calo più ingente dei titoli di debito emessi, come mostra la figura D. Questi andamenti dello stock di titoli emessi indicano che le condizioni applicate alla provvista di mercato sono state un importante fattore alla base delle decisioni di rimborso dei fondi ottenuti nel quadro delle ORLT a tre anni.

Figura D Flussi cumulati di emissioni di titoli di debito fra il marzo 2012 e il giugno 2013

(media dei flussi cumulati; in percentuale delle attività principali nel marzo 2012)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

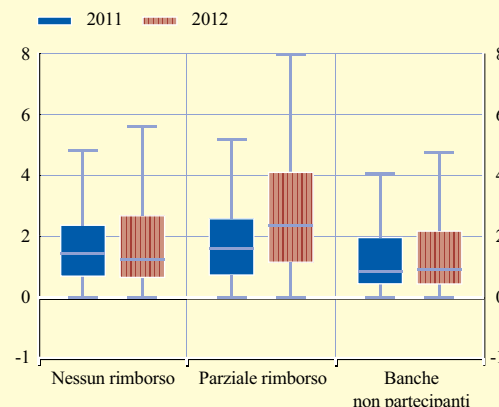
A fine 2012 la banca rimborsante mediana deteneva inoltre una quota maggiore di liquidità sulle attività totali rispetto alle banche non rimborsanti o non partecipanti alle operazioni (cfr. figura E). Alcune banche avevano infatti adottato la strategia di accumulare riserve di liquidità per prepararsi al rimborso entro gennaio 2013. La banca rimborsante mediana ha inoltre beneficiato fra il 2011 e il 2012 di un miglioramento del coefficiente patrimoniale di base (tier 1) maggiore rispetto alle altre due categorie di banche (cfr. figura F). Ciò implica che il miglioramento dei bilanci bancari riveste notevole importanza in relazione alle decisioni di rimborso.

I miglioramenti nelle condizioni di provvista aggregate e il profilo dei rimborsi

Le informazioni aggregate sui depositi e sulle condizioni applicate alla provvista bancaria non garantita di mercato corroborano in ampia misura i risultati ottenuti dai dati di bilancio. A partire dalla conduzione della prima ORLT a tre anni nel dicembre 2011 il costo del finanziamento tramite emissioni di titoli di debito è calato significativamente per le banche. Il miglioramento delle condizioni aggregate di provvista bancaria è risultato particolarmente marcato fino all'inizio del 2013 ed è verosimilmente stato un'importante determinante degli ingenti rimborsi avvenuti nel periodo iniziale, quando è divenuto possibile usufruire della facoltà di rimborso. Le condizioni della provvista bancaria hanno continuato a

Figura E Rapporto fra liquidità e attività totali nel dicembre 2011 e nel dicembre 2012

(percentuali)

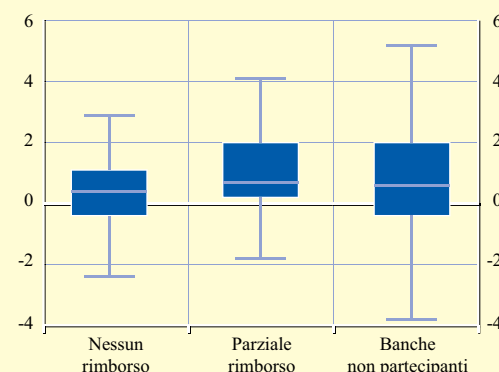


Fonti: Fitch ed elaborazioni della BCE.

Nota: La fascia blu inferiore rappresenta il 25° percentile della distribuzione, quella superiore il 75° percentile. La linea blu nel mezzo corrisponde alla mediana. I valori massimo e minimo rappresentano il massimo e il minimo della distribuzione.

Figura F Variazioni del coefficiente patrimoniale di base (Tier 1) fra il dicembre 2011 e nel dicembre 2012

(percentuali)



Fonti: Fitch ed elaborazioni della BCE.

Nota: La fascia blu inferiore rappresenta il 25° percentile della distribuzione, quella superiore il 75° percentile. La linea blu nel mezzo corrisponde alla mediana. I valori massimo e minimo rappresentano il massimo e il minimo della distribuzione.

migliorare dall'inizio del 2013, sebbene a un ritmo inferiore, il che è pienamente in linea con la riduzione dei flussi di rimborso.

I risultati sopradescritti vanno a integrare le indicazioni esistenti, secondo cui il miglioramento della raccolta di depositi e dell'accesso al mercato obbligazionario rappresenta un'importante determinante delle decisioni di rimborso anticipato da parte delle banche. I rimborsi, quindi, riflettono in ampia misura il miglioramento delle condizioni del mercato finanziario nell'area dell'euro, con un calo della frammentazione a partire dall'estate 2012. Nel contempo l'accesso delle banche a quantitativi illimitati di liquidità è garantito dal mantenimento della procedura d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione degli importi richiesti fino a quando sarà necessario e quantomeno fino al luglio 2015, stabilito dalla decisione presa il 7 novembre 2013.

3 I POTENZIALI FATTORI ALLA BASE DELL'ANDAMENTO DELLA LIQUIDITÀ IN ECCESSO

È probabile che alcune fonti della domanda di liquidità in eccesso vengano meno in futuro, mentre altre dovrebbero persistere. Fra queste, alcune sono sotto il diretto controllo delle banche a seguito del sistema di allocazione della liquidità adottato dall'introduzione della procedura di pieno soddisfacimento della domanda a tasso fisso nel 2008 e della facoltà di rimborso nel 2013. Altre, invece, attengono ai fattori autonomi di liquidità che sono tipicamente al di fuori del controllo diretto delle banche.

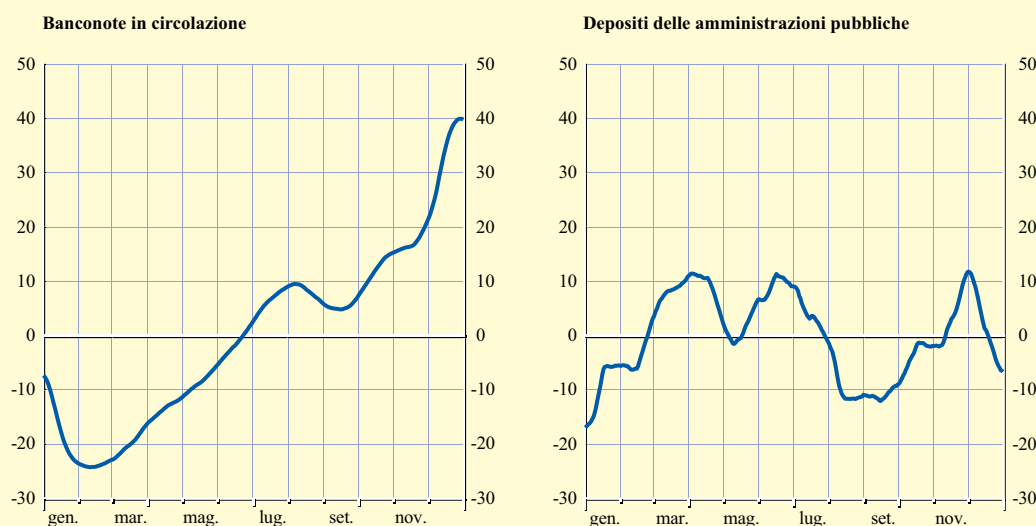
La regolamentazione mirata a una gestione prudentiale della liquidità potrebbe indurre un aumento della domanda di rifinanziamento presso la banca centrale. Ciò si deve al fatto che l'insieme di garanzie stanziabili nelle operazioni dell'Eurosistema è più ampio rispetto a quello di attività liquide di elevata qualità computabili ai fini dell'indicatore di breve termine (Liquidity Coverage Ratio). Al tempo stesso, i rimborsi delle ORLT a tre anni potrebbero crescere quando la vita residua di tali operazioni scenderà al disotto di un anno (ossia a partire dagli inizi del 2014), poiché i finanziamenti della banca centrale con scadenza inferiore a un anno non concorrono a migliorare il profilo per scadenze delle banche da un punto di vista regolamentare.

La domanda di finanziamenti dell'Eurosistema e, di conseguenza, di liquidità in eccesso dipende in maniera cruciale dagli andamenti del clima di mercato. Se da un lato un aumento delle turbolenze di mercato potrebbe indurre una maggiore domanda di rifinanziamento presso l'Eurosistema, dall'altro la liquidità in eccesso potrebbe venire meno una volta ripristinata la fiducia dei mercati e venuta meno la frammentazione dei mercati. Il calo nella domanda di operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema potrebbe in definitiva proseguire laddove i rischi attinenti alle condizioni creditizie e ai paesi seguitino a calare e quindi le banche con eccedenze di liquidità diventino più propense a prestare fondi alle banche in deficit di liquidità. Inoltre, il livello dei tassi del mercato monetario rispetto al tasso di interesse dell'ORLT può influenzare l'andamento dei rimborsi e quindi il livello di liquidità in eccesso: un aumento del costo dei finanziamenti privati comporterebbe, a parità di altre condizioni, minori rimborsi, e viceversa. Nel contempo, il livello dei tassi del mercato monetario è endogeno, poiché l'entità dei rimborsi influisce sullo stock di liquidità in eccesso, e potrebbe pertanto produrre un impatto sul livello dei tassi del mercato monetario.

Nel quadro delle procedure di asta a tasso fisso e pieno soddisfacimento della domanda si è osservato un aumento temporaneo dell'ammontare aggiudicato nella ORP nei mesi di giugno, luglio e novembre 2013, quando le banche si sono rivolte all'Eurosistema per compensare un temporaneo

Figura 3 Profilo stagionale di alcuni fattori autonomi di liquidità (2008-2012)

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: La figura mostra la deviazione rispetto alla media delle banconote in circolazione e dei depositi in essere delle amministrazioni pubbliche durante l'intero anno.

peggiore delle condizioni di finanziamento nei mercati monetari nazionali. Poiché, a causa della frammentazione del mercato, questa domanda addizionale non è stata interamente soddisfatta dalle operazioni del mercato monetario fra paesi diversi appartenenti all'Eurosistema, è stato necessario ricorrere alle operazioni dell'Eurosistema per assorbire gli shock temporanei di liquidità. Fintantoché sarà in vigore la procedura di asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti, è possibile che le condizioni di liquidità in eccesso si protraggano ulteriormente, nell'ipotesi che le banche continuino a ricorrere alle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema per compensare gli shock temporanei di liquidità.

Nel breve periodo le variazioni dei fattori autonomi rappresentano la principale fonte di volatilità della liquidità in eccesso. I depositi delle amministrazioni pubbliche, in particolare, tendono a drenare ingenti importi di liquidità dal mercato (ossia dai conti delle banche presso l'Eurosistema) nel periodo di riscossione dei tributi. Questa liquidità viene rilasciata nel mercato soltanto quando gli erari nazionali effettuano versamenti, ad esempio per pagare stipendi o rimborsare debiti³⁾. Di conseguenza, le variazioni nei depositi delle amministrazioni pubbliche non modificano mediamente la liquidità in eccesso complessiva, ma introducono un elemento di volatilità nel breve periodo (cfr. figura 3). Sotto questo stesso aspetto, le banconote in circolazione seguono un andamento stagionale regolare collegato ai periodi di vacanza in cui la domanda di denaro contante è tipicamente elevata.

La volatilità della liquidità in eccesso innescata dai fattori autonomi non rappresenta una novità. Tuttavia, considerata la tendenza calante della liquidità eccedente, la volatilità in rapporto all'ammontare di liquidità eccedente è cresciuta nei mesi recenti, aumentando così la possibilità che in-

3) Il Tesoro di alcuni paesi ha gestito attivamente i propri flussi di cassa reinvestendo temporaneamente parte del proprio avanzo di liquidità nel mercato, riducendo così l'impatto delle proprie operazioni sulla liquidità in eccesso. Questa strategia, tuttavia, non è ancora riuscita ad attenuare completamente l'impatto delle operazioni del Tesoro.

fluisca sull'attività nel mercato monetario. In aggiunta, in presenza di frammentazione dei mercati, i flussi intra area dell'euro non possono attutire gli shock interni ai singoli paesi in modo altrettanto efficace che in passato.

4 L'IMPATTO DELLA LIQUIDITÀ IN ECCESSO SUI TASSI DEL MERCATO MONETARIO DELL'AREA DELL'EURO

La liquidità in eccesso è rimasta abbastanza elevata da mantenere mediamente stabili i tassi del mercato monetario a brevissimo termine all'incirca fino al giugno 2013, quando le condizioni di liquidità meno abbondanti hanno dato luogo a un leggero aumento della volatilità dei tassi di interesse a breve termine, specie verso la fine del mese. Questa maggiore volatilità rende a sua volta più complesso il processo di estrazione dei segnali e rende più difficile per gli operatori formarsi un'opinione sull'andamento futuro dei tassi del mercato monetario.

4.1 IL MECCANISMO DI TRASMISSIONE AL MERCATO MONETARIO DELLA LIQUIDITÀ IN ECCESSO

Il sistema di attuazione della politica monetaria dell'Eurosistema mira a manovrare i tassi di interesse a brevissimo termine in linea con la decisione sui tassi di riferimento presa dal Consiglio direttivo. Negli anni prima dello scoppio della crisi finanziaria, il conseguimento di questo obiettivo era puntellato da tre elementi principali. Primo, il livello dei tassi a brevissimo termine era manovrato verso un livello prossimo al tasso minimo di offerta mediante l'offerta settimanale di liquidità nelle ORP⁴⁾. Secondo, i tassi sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quelli sui depositi overnight presso l'Eurosistema assicuravano che i tassi del mercato monetario a breve termine (tipicamente i tassi interbancari overnight) rimanessero all'interno di un corridoio (cfr. figura 4). Infine, il meccanismo di mobilitazione della riserva obbligatoria consentiva di limitare le oscillazioni dei tassi a breve termine.

Gli operatori di mercato cercano di norma di anticipare le variazioni dei tassi ufficiali al fine di determinare i tassi su altre scadenze del mercato monetario. Nell'area dell'euro gli swap sul tasso overnight (overnight indexed swaps, OIS) sono i principali strumenti utilizzati dagli operatori al fine di prendere posizione sulle decisioni attese della banca centrale. Gli swap sul tasso di interesse EONIA⁵⁾ indicano il livello medio a cui gli operatori si attendono che l'EONIA si attesterà durante un periodo di mantenimento (che dura all'incirca un mese) futuro. Ad esempio, a fine novembre 2013 il prezzo dello swap sull'EONIA per un periodo di mantenimento e un orizzonte di sei mesi indicava le attese circa la media dei tassi EONIA che sarebbero prevalsi sei mesi dopo. I tassi della provvista, come il tasso euro interbank offered rate (Euribor), ricalcano tipicamente i tassi OIS, con un differenziale che dipende dai premi a termine e dal rischio di controparte, poiché forniscono un'indicazione del costo a breve termine futuro della provvista.

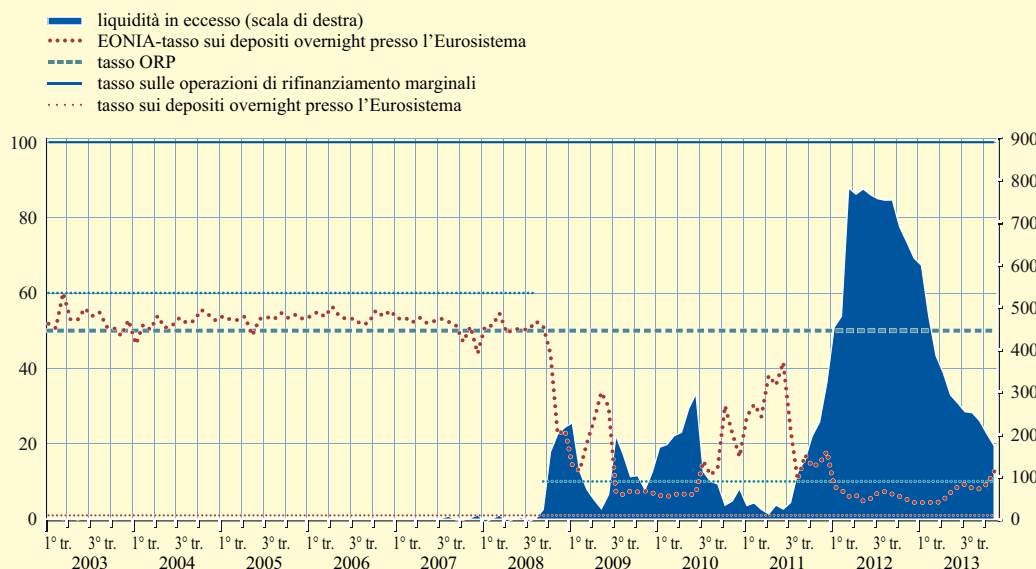
Nel periodo antecedente la crisi, fino all'ottobre 2008, il quadro attuativo della politica monetaria dell'Eurosistema consentiva di manovrare i tassi overnight verso livelli prossimi al tasso minimo di offerta nelle ORP. Stime precedenti mostrano che fra l'EONIA e il tasso ORP permaneva ten-

4) L'offerta di liquidità settimanale mediante le ORP si basava fino all'ottobre 2008 su un'asta a tasso variabile, con un tasso minimo di offerta. Quest'ultimo era il tasso al di sotto del quale l'Eurosistema non avrebbe accettato alcuna offerta. Successivamente è stata introdotta una procedura d'asta a tasso fisso e il tasso minimo di offerta è diventato quello a cui tutte le offerte sono state accolte.

5) Il tasso euro overnight index average (EONIA) è il tasso di riferimento effettivo overnight per l'euro. È calcolato come media ponderata di tutte le operazioni di prestito non garantito overnight nel mercato interbancario effettuate nei paesi dell'Unione europea e dell'Associazione europea di libero scambio da un gruppo di banche.

Figura 4 EONIA, corridoio dei tassi di interesse della BCE normalizzati e liquidità in eccesso

(punti base; media mensile in miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: Il tasso EONIA è normalizzato per un corridoio dei tassi di interesse costante pari a 100 punti base. Il differenziale ridotto indica l'intervallo nel quale si attesta solitamente l'EONIA rispetto al tasso ORP, fino al terzo trimestre del 2008 e, da questo periodo in avanti, rispetto al tasso sui depositi overnight.

denzialmente in quel periodo un piccolo differenziale (cfr. figura 4), dovuto al fatto che l'EONIA corrisponde a un'operazione non garantita, mentre le operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema sono assistite da garanzia reale. Tale differenziale è stato attribuito al rischio di credito che comporta trattare nel mercato su base overnight e al grado di incertezza riguardo alla distribuzione dell'ammontare aggiudicato nelle ORP.

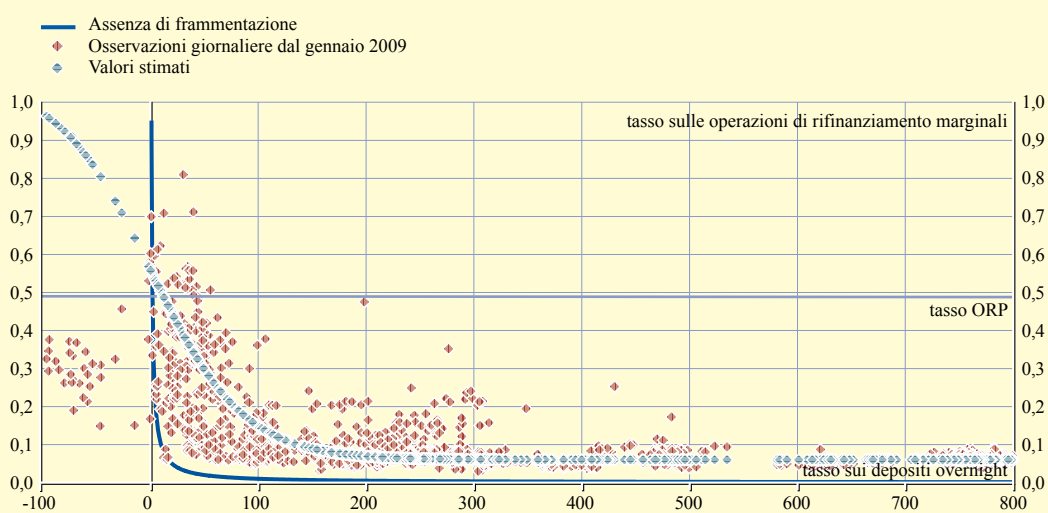
La crisi finanziaria ha modificato la posizione del tasso di interesse overnight all'interno del corridoio dei tassi allorché l'Eurosistema ha abbandonato le condizioni di liquidità neutrali (cfr. figura 4). Per effetto della liquidità in eccesso, l'EONIA si è dissociato dal tasso ORP ed è diminuito al livello minimo possibile, a pochi punti base sopra al tasso dei depositi overnight presso l'Eurosistema. Quest'ultimo tasso rappresenta la soglia minima dei tassi nel mercato monetario interbancario, essendo poco probabile che le banche con accesso ai conti di deposito overnight presso l'Eurosistema prestino fondi nel mercato monetario a tassi meno favorevoli di quello delle operazioni di deposito, nelle quali potrebbero investire quantità illimitate di liquidità in eccesso. Considerato l'elevato livello di liquidità in eccesso prevalente nel 2012, il differenziale fra l'EONIA e il tasso sui depositi presso la banca centrale è rimasto all'interno di un intervallo ristretto, compreso fra tre e dieci punti base. Tale differenziale è attribuibile al rischio di credito che comporta trattare con il mercato rispetto all'alternativa che rappresenta il deposito della liquidità presso l'Eurosistema.

4.2 LA RELAZIONE STORICA FRA L'EONIA E LA LIQUIDITÀ IN ECCESSO

Il tasso EONIA è aumentato, sulla media di un periodo di mantenimento, a 11,8 punti base, mentre la liquidità in eccesso calava intorno a 168,4 miliardi di euro il 20 novembre 2013 nell'undicesimo periodo di mantenimento.

Figura 5 Relazione storica fra il tasso EONIA e la liquidità in eccesso (2009-2013)

(punti percentuali; miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: Il tasso EONIA è normalizzato per un corridoio dei tassi di interesse costante pari a 100 punti base.

Al fine di inquadrare queste variazioni nella giusta prospettiva, ma anche al fine di ottenere indicazioni sulla potenziale traiettoria dell'EONIA in un contesto di calo della liquidità eccedente, è utile esaminare l'evidenza empirica sulla relazione storica fra EONIA e liquidità in eccesso. La figura 5 riporta la stima in-sample di una funzione logistica del tasso EONIA sulla liquidità in eccesso. La relazione è stimata per il periodo dal gennaio 2009 al novembre 2013, caratterizzato dall'applicazione della procedura d'asta a tasso fisso e pieno soddisfacimento della domanda e da un elevato livello di liquidità in eccesso e comprendente una fase di forte tensione nel mercato interbancario e notevole turbolenza finanziaria.

Nell'ipotesi che i mercati monetari funzionino correttamente, la relazione fra i tassi di interesse a brevissimo termine e la liquidità in eccesso dovrebbe caratterizzarsi per un grado assai elevato di sensibilità. In tale contesto, livelli relativamente bassi di liquidità eccedente sono sufficienti ad ancorare i tassi di interesse a breve in prossimità del tasso sui depositi overnight presso l'Eurosistema. Ciò si deve al fatto che le banche aventi un'eccedenza di liquidità non sono incentivate ad accumulare fondi liquidi al di là di una modesta riserva a fini precauzionali, e preferiscono quindi dare in prestito la parte restante di liquidità alle banche carenti.

Tuttavia, la reattività dei tassi del mercato monetario alla liquidità eccedente dipende altresì dalle condizioni di mercato prevalenti e, in particolar modo dal grado di frammentazione del mercato interbancario. Un grado più elevato di frammentazione si associa tipicamente a un aumento della domanda di riserve di liquidità. Le banche accumulano riserve di liquidità addizionali poiché confidano meno nella capacità del mercato di assorbire gli shock di liquidità. Di conseguenza, nei periodi di turbolenza di mercato e difficoltà economiche, le domande di assicurazione da parte delle banche tendono ad aumentare in maniera più che proporzionale, una situazione che, a sua volta, dovrebbe ridurre la quota di liquidità eccedente negoziabile e prontamente disponibile nel mercato interbancario. In una situazione di questo tipo, la sensibilità dei tassi a brevissimo termine alla liquidità in eccesso cala, riducendo la pendenza della rispettiva curva rispetto a quanto osservabile in condizioni di mercato normali.

4.3 L'ANCORAGGIO DEI TASSI DI INTERESSE A BREVE TERMINE E LA VOLATILITÀ DEI TASSI

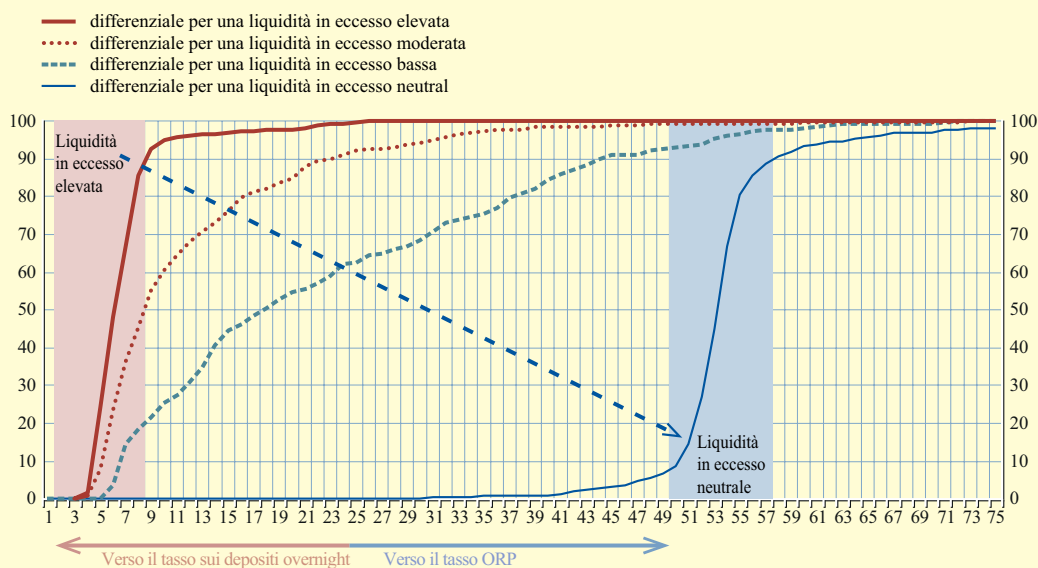
Come descritto in precedenza, l'ancoraggio dei tassi del mercato monetario funziona correttamente in condizioni neutrali di liquidità (ancoraggio al tasso di offerta minimo delle ORP), nonché in situazioni di abbondante liquidità in eccesso (ancoraggio al tasso sui depositi overnight presso l'Eurosistema). Per contro, nei periodi in cui lo stock di liquidità in eccesso è troppo alto per mantenere i tassi di mercato overnight in prossimità del tasso ORP, ma non abbastanza alto da mantenerli in prossimità del tasso sui depositi overnight presso l'Eurosistema, la formazione delle aspettative sui tassi di interesse a breve termine futuri si complica.

La figura 6 mostra la distribuzione cumulata del differenziale fra il tasso EONIA e il tasso sui depositi overnight presso l'Eurosistema per diversi livelli di liquidità in eccesso. Ciascuna curva si basa sullo stesso numero di osservazioni in termini di differenziali EONIA per intervalli di liquidità in eccesso decrescente. La curva blu rappresenta la distribuzione cumulata del differenziale durante l'intero periodo in cui era in vigore l'aggiudicazione neutrale della liquidità, ossia fino alla introduzione della procedura di piena aggiudicazione della domanda a tasso fisso nell'ottobre 2008. Il differenziale fra il tasso EONIA e quello sui depositi overnight presso l'Eurosistema supera più spesso i sette punti base allorché la liquidità in eccesso cala, indebolendo così il legame fra i tassi sui depositi overnight presso l'Eurosistema e i tassi del mercato monetario a brevissimo termine. Allorché la liquidità in eccesso si collocava già su livelli bassi ma le condizioni di liquidità non erano ancora neutrali, il differenziale risultava in genere distribuito ampiamente, in maniera quasi casuale, all'interno del corridoio.

Vari fattori possono far sì che il tasso EONIA si discosti da quello sui depositi overnight presso l'Eurosistema in presenza di un minor ammontare di liquidità in eccesso. Ad esempio, le banche

Figura 6 Distribuzione cumulata del differenziale fra l'EONIA e il tasso sui depositi overnight presso l'Eurosistema per diversi livelli di liquidità in eccesso (2003-2013)

(punti base; percentuali)



Fonte: BCE.

Nota: Il tasso EONIA è normalizzato per un corridoio dei tassi di interesse costante pari a 100 punti base.

preferiscono non trattare con il mercato a fine mese o a fine trimestre. In particolare, tesoreggiare liquidità in prossimità di queste scadenze consente loro di riportare all'interno delle segnalazioni di bilancio una posizione di liquidità più solida. Ciò induce un balzo del tasso EONIA e di quelli pronti contro termine. Al riguardo un fattore aggravante è che l'entità di questi aumenti di fine mese dipende dal fabbisogno di liquidità nel mercato, e quindi dallo stock di liquidità in eccesso, il quale è difficile da prevedere in maniera accurata.

I depositi delle amministrazioni pubbliche possono influire sui mercati monetari poiché creano un ciclo della liquidità che non viene interamente attutito dai flussi interni all'Eurosistema. Questo ciclo indotto dal versamento dei tributi è ben noto agli operatori di mercato, ma il suo impatto sui tassi in un mercato frammentato, nonché l'esatta entità delle corrispondenti oscillazioni della liquidità, sono di difficile previsione. Nei mesi di maggio, giugno e luglio 2013 l'impatto sulla liquidità della riscossione dei tributi è stato particolarmente pronunciato, costituendo più del 30 per cento della liquidità in eccesso nel giugno 2013. In questi mesi alcuni paesi hanno conosciuto cicli tributari relativamente ampi, che hanno indotto aumenti sensibili dei tassi non garantiti overnight e dei tassi pronti contro termine nei mercati locali. Questi effetti locali sono stati avvertiti nel resto del mercato monetario dell'area dell'euro.

4.4 LA TRASMISSIONE DEGLI ANDAMENTI DELLA LIQUIDITÀ IN ECCESSO ALLE ASPETTATIVE DEL MERCATO MONETARIO

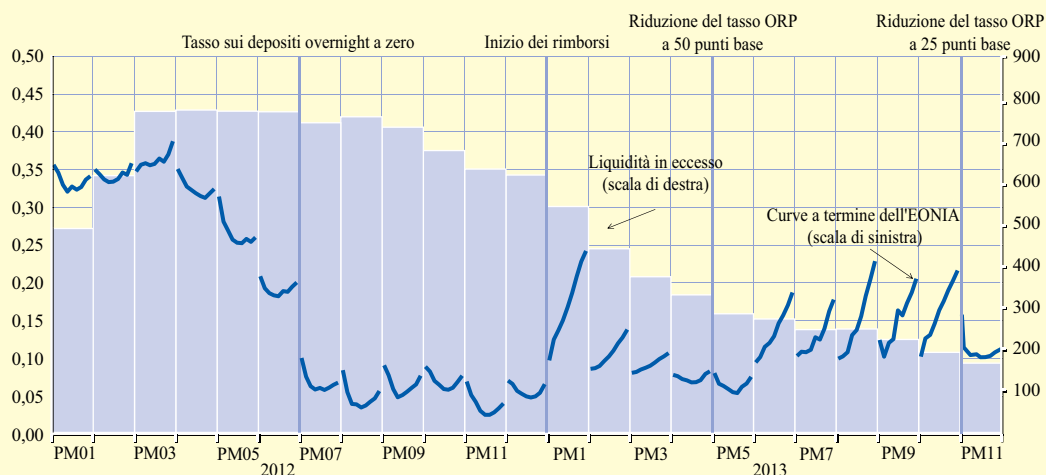
Laddove i tassi a breve termine siano collegati meno strettamente al tasso sui depositi overnight presso l'Eurosistema, gli operatori incontrerebbero maggiori difficoltà a prevedere tali tassi. Di conseguenza, è probabile che i tassi attesi del mercato monetario incorporino un qualche grado di incertezza. Le oscillazioni giornaliere della liquidità in eccesso sono difficili da anticipare accuratamente, poiché restano in ampia misura sotto il controllo diretto delle banche e potrebbero riflettere condizioni di liquidità specifiche ai singoli istituti. A seguito della non linearità della relazione fra liquidità in eccesso e tassi a breve termine, un calo della liquidità in eccesso può comportare un aumento relativamente ampio dei tassi di mercato, mentre un suo incremento può esercitare un effetto, minore, di freno sui tassi. Questa incertezza dovrebbe in media fare leggermente aumentare i tassi attesi rispetto al tasso effettivo o a pronti, poiché gli operatori devono essere compensati per i rischi associati alla minore prevedibilità dei tassi overnight. Per ciascuno dei primi nove periodi di mantenimento dal 2012, la figura 7 presenta la curva dei tassi medi swap sull'EONIA in ciascun periodo di mantenimento. L'evoluzione di questa curva illustra il cambiamento intervenuto nell'ottica del mercato.

Dalla riduzione del tasso sui depositi overnight presso l'Eurosistema da parte della BCE nel luglio 2012 fino all'inizio del periodo di rimborso nel gennaio 2013, la curva a termine dell'EONIA era piatta, evidenziando una leggera pendenza calante per le scadenze brevi che rifletteva la tendenza del tasso EONIA a calare lentamente in presenza di un'elevatissimo ammontare di liquidità eccedente. La curva per il periodo di mantenimento del dicembre 2012 conservava la stessa configurazione malgrado l'imminenza dei rimborsi, in parte per il dibattito sui tassi di interesse negativi in corso fra i responsabili delle politiche.

Dal gennaio al maggio 2013 i rimborsi superiori alle attese hanno modificato significativamente l'atteggiamento del mercato nei confronti degli andamenti della liquidità rispetto al dicembre 2012, come mostra il repentino aumento della pendenza della curva. Nonostante l'ampiezza dei rimborsi, tuttavia, lo stock di liquidità è rimasto abbastanza elevato da mantenere i tassi overnight in prossimità di quello sui depositi overnight presso l'Eurosistema, innescando un rapido riprezzamento della curva in linea con l'aspettativa di tassi a pronti stabili nei due periodi di mantenimento successivi. Il processo di

Figura 7 Curve a termine dell'EONIA e liquidità in eccesso

(percentuali; miliardi di euro)



Fonti: BCE e Bloomberg.
Nota: PM indica "periodo di mantenimento".

appiattimento della curva ha raggiunto il culmine in maggio, nel contesto del rinnovato dibattito sui tassi negativi. A partire dal giugno 2013 il miglioramento dei dati economici ha indotto il mercato a una revisione delle aspettative riguardo a ulteriori riduzioni dei tassi o misure di potenziamento della liquidità. Di conseguenza, la bilancia dei fattori che potrebbero influenzare le aspettative del mercato si è spostata in favore di un aumento dei tassi, provocando un aumento della pendenza della curva a termine dell'EONIA. L'inclinazione più accentuata della curva potrebbe riflettere anche l'incertezza del mercato riguardo all'andamento della liquidità in eccesso, che pure si ritiene continuerà a calare, e alla sua volatilità. Inoltre, diversamente dal periodo gennaio-maggio 2013, la volatilità dei tassi ha di fatto cominciato ad aumentare in giugno e luglio, e i tassi overnight sono parsi dipendere meno dai tassi sui depositi overnight presso l'Eurosistema rispetto al passato. Infine, la curva si è appiattita nel novembre 2013 a seguito della riduzione di 25 punti base del tasso ORP della BCE e del restringimento del corridoio dei tassi di interesse.

In sintesi, le aspettative riguardo alle condizioni di liquidità future rappresentano un importante fattore in grado di influenzare le aspettative sui tassi del mercato monetario, ma non ne sono la sola determinante decisiva.

5 CONCLUSIONI

L'offerta di liquidità in eccesso da parte dell'Eurosistema ha raggiunto l'apice nel marzo 2012. Più di recente, il miglioramento delle condizioni di mercato hanno ridotto la domanda di riserve precauzionali di liquidità, e ripristinato l'accesso al mercato della provvista all'ingrosso per le controparti che avevano incontrato problemi di accesso nel 2011. Ciò trova riflesso in un calo della domanda di liquidità in eccesso nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema e nella sostituzione dei finanziamenti dell'Eurosistema con le fonti di mercato. Di conseguenza, le banche dell'area dell'euro si sono avvalse attivamente della facoltà di rimborsare anticipatamente i fondi presi in prestito nelle ORLT a tre anni. Anche nelle altre operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema la domanda di liquidità è calata.

Qualora la liquidità in eccesso dovesse restare abbondante, i tassi del mercato monetario continuerebbero a essere ancorati su livelli prossimi a quelli dei tassi sui depositi overnight presso l'Eurosistema. Se, tuttavia, la liquidità in eccesso dovesse calare riportandosi su condizioni più normali, i tassi del mercato monetario tenderebbero ad ancorarsi al tasso ORP. Il periodo di transizione e normalizzazione dell'offerta di liquidità comporterebbe una maggiore volatilità, che potrebbe portare a un minore ancoraggio dei tassi a breve termine a quello sui depositi overnight presso l'Eurosistema. Ciò complicherebbe l'interpretazione delle aspettative sui tassi futuri del mercato monetario, poiché i tassi overnight indexed swap incorporerebbero svariati fattori, come gli andamenti futuri della liquidità e l'incertezza, oltre alle aspettative circa l'andamento futuro dei tassi di politica monetaria.



LE PROSPETTIVE A MEDIO TERMINE PER L'ECONOMIA CINESE E L'INTERNAZIONALIZZAZIONE DEL RENMINBI

L'eccezionale crescita dell'economia cinese nel decennio trascorso ha rafforzato l'influenza del paese su scala mondiale. Tuttavia, se gli squilibri esterni della Cina hanno registrato un miglioramento sostanziale a partire dal 2008, quelli interni si sono accentuati. Per affrontarli occorrerà attuare riforme strutturali ambiziose volte a ridurre gli incentivi che da tempo privilegiano investimenti e risparmio a scapito dei consumi. I programmi di riforma annunciati nel periodo recente sono promettenti in questo senso. Un ulteriore contributo al superamento di queste difficoltà può altresì provenire dal perseguimento dell'internazionalizzazione del renminbi da parte delle autorità. Riforme intese a liberalizzare i mercati finanziari nazionali, i movimenti di capitale transfrontalieri e il tasso di cambio del renminbi costituiscono altrettanti presupposti fondamentali per un utilizzo diffuso della valuta cinese negli scambi e nella finanza a livello internazionale. Poiché alcune delle riforme vitali per l'internazionalizzazione del renminbi coincidono con quelle necessarie per riequilibrare la crescita in Cina, ciò potrebbe tradursi in un circolo virtuoso.

I INTRODUZIONE

Il progressivo consolidamento della presenza della Cina sulla scena internazionale solleva interrogativi circa la possibilità che l'economia continui a espandersi agli stessi ritmi degli ultimi decenni. I persistenti squilibri interni segnalano la necessità di riformare il modello di crescita. Al tempo stesso, da alcuni anni le autorità si adoperano per promuovere un maggiore utilizzo internazionale del renminbi.

L'emissione di una valuta di riserva a livello internazionale comporta benefici che agevolano la crescita, come la riduzione dei costi di finanziamento per le imprese nazionali e lo Stato. La conquista dello status di divisa internazionale presuppone tuttavia un'economia di norma piuttosto grande e stabile, contraddistinta da mercati finanziari interni molto sviluppati, dal libero movimento dei capitali e da un regime di cambio flessibile. Tutte queste caratteristiche possono stimolare la crescita a prescindere dal loro effetto sull'utilizzo della moneta a livello internazionale e sono spesso interdipendenti. Ad esempio, la liberalizzazione del conto capitale permette agli operatori del paese di diversificare i rispettivi portafogli e ciò agevola una migliore allocazione del capitale promuovendo di conseguenza la crescita. Perché avvenga in modo ordinato, è tuttavia necessario che i mercati finanziari interni abbiano raggiunto un livello di sviluppo – in termini sia di spessore e ampiezza sia di capacità adeguate di gestione del rischio da parte delle istituzioni finanziarie e di vigilanza da parte delle autorità – tale da consentire la gestione di flussi di capitale a volte volatili. Analogamente, un tasso di cambio flessibile contribuisce a ridurre il rischio di crisi valutarie e bancarie alimentate da un aumento repentino di detti flussi.

Esiste quindi un chiaro nesso tra le riforme strutturali e quelle finanziarie, indipendentemente dal fatto che siano volte a perseguire obiettivi interni oppure internazionali. Alcuni arrivano ad affermare che le politiche adottate di recente dalle autorità con lo scopo di rafforzare il ruolo internazionale del renminbi agiscono da catalizzatori per la realizzazione delle necessarie riforme sul piano interno. Da questo punto di vista, sembra che le riforme richieste per sostenere la crescita dell'economia cinese nel medio periodo e quelle necessarie a promuovere l'internazionalizzazione del renminbi si rafforzino a vicenda.

Il presente articolo analizza la natura e l'evoluzione degli squilibri nell'economia e del profilo della crescita in Cina per individuare le riforme strutturali di importanza cruciale. Inoltre, esaminando gli andamenti recenti dell'utilizzo internazionale del renminbi e le sue determinanti, considera altresì il ruolo che l'internazionalizzazione della moneta cinese potrebbe svolgere nell'attuazione delle riforme strutturali atte a garantire un percorso di crescita più sostenibile.

2 PROSPETTIVE A MEDIO TERMINE PER L'ECONOMIA

Grazie all'espansione della sua economia negli ultimi decenni, la Cina si è imposta come importante attore sulla scena mondiale. I ritmi sostenuti di crescita sono stati tuttavia associati a squilibri: ne costituiscono degli esempi i persistenti avanzi di conto corrente, il livello elevato degli investimenti in rapporto al PIL e il rapido incremento del credito. Mentre si registrano progressi nella riduzione degli squilibri esterni, quelli interni continuano ad ampliarsi nonostante l'indebolimento della crescita dal 2008. Il governo cinese ha ripetutamente manifestato il desiderio di portare l'economia su un sentiero di crescita più lenta ma maggiormente sostenibile, basata principalmente sui consumi privati. Le autorità hanno annunciato le linee guida delle riforme economiche da adottare nel prossimo decennio per agevolare tale transizione (cfr. riquadro 1), ma gli effetti di tali riforme dipenderanno dalle modalità e dal ritmo della loro attuazione.

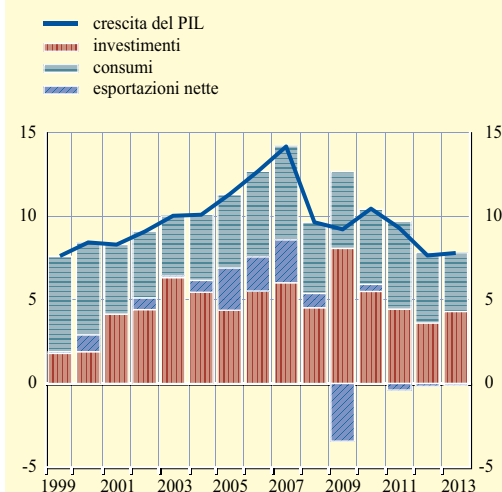
2.1 ANDAMENTI RECENTI DEL PROFILO DI CRESCITA

La crescita dell'economia cinese si sta indebolendo. Il tasso di espansione del PIL in termini reali si è praticamente dimezzato, passando dal massimo del 14,2 per cento del 2007 al 7,8 per cento nel terzo trimestre del 2013. Il calo è stato temporaneamente attutito dall'ampio pacchetto di stimolo, stimato a 4.000 miliardi di renminbi (482 miliardi di euro, corrispondenti al 12 per cento del PIL nel 2009), introdotto nel periodo 2008-09 come risposta alla crisi finanziaria. Al venir meno degli effetti dello stimolo, è diminuito il contributo alla crescita di tutte le componenti principali del PIL (cfr. figura 1).

Le ragioni di questo rallentamento sono varie e ancora oggetto di discussione. Alcuni studi¹⁾ suggeriscono che l'economia sia destinata a decelerare mano a mano che esaurisce le sue fonti di crescita estensiva e passerà a una fase di crescita intensiva. Altri segnalano il graduale venir meno degli effetti di shock positivi della produttività e della domanda²⁾ che hanno dato origine a ingenti introiti straordinari e fatto aumentare il tasso di risparmio, gli investimenti e infine la crescita del PIL. Più controverso è il suggerimento che paesi in rapida espansione registrino un indebolimento della stessa pari ad almeno 2 punti percentuali quando il loro reddito pro capite si avvicina a 17.000 dollari statunitensi (a prezzi internazionali costanti del 2005). Poiché si ritiene che la Cina raggiunga tale livello attorno al 2015, viene postulato che tale economia debba rallentare nel decennio fino al 2020³⁾.

Figura 1 Scomposizione della crescita del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; punti percentuali)



Fonti: CEIC Data e National Bureau of Statistics.

Nota: i dati riguardanti il 2013 si riferiscono al periodo fino al terzo trimestre.

- 1) Cfr. Dorrucchi, E., Gabor, P. e Santabàrbara, D., "China's economic growth and rebalancing", *Occasional Paper Series*, n. 142, BCE, Francoforte sul Meno, febbraio 2013.
- 2) Andamenti demografici favorevoli, una profonda ristrutturazione delle imprese pubbliche negli anni '90 e la liberalizzazione del mercato prima dell'adesione all'Organizzazione mondiale del commercio nel 2001. Cfr. Ma, G., McCauley, R.N. e Lam, L., "The Roles of Saving, Investment and the Renminbi in Rebalancing the Chinese economy", *Review of International Economics*, vol. 21(1), febbraio 2012, pagg. 72-84.
- 3) Cfr. Eichengreen, B., Park, D. e Shin, K., "When Fast-Growing Economies Slow Down: International Evidence and Implications for China", *NBER Working Paper*, n. 16919, 2011; Eichengreen, B., Park, D. e Shin, K., "Growth Slowdowns Redux: New Evidence on the Middle-Income Trap", *NBER Working Paper*, n. 18673, 2013.

Il recente indebolimento della crescita in Cina sembra seguire un profilo storico evidenziatosi in diversi paesi asiatici e in altre grandi economie emergenti e avanzate a partire dal 1950. Secondo tale profilo, che cela tuttavia ampie variazioni tra paesi, il tasso di espansione si riduce quando il PIL pro capite raggiunge i 6.500-8.000 dollari statunitensi in termini di parità di potere di acquisto (PPA)(cfr. figura 2). Il PIL pro capite della Cina è salito a 8.000 dollari nel 2007. A prescindere dalle sue esatte ragioni, il rallentamento è andato solo in parte di pari passo con una riduzione degli squilibri che hanno contraddistinto lo sviluppo economico cinese, vale a dire della dipendenza dagli investimenti e dalle esportazioni.

LA RIDUZIONE DEGLI SQUILIBRI ESTERNI

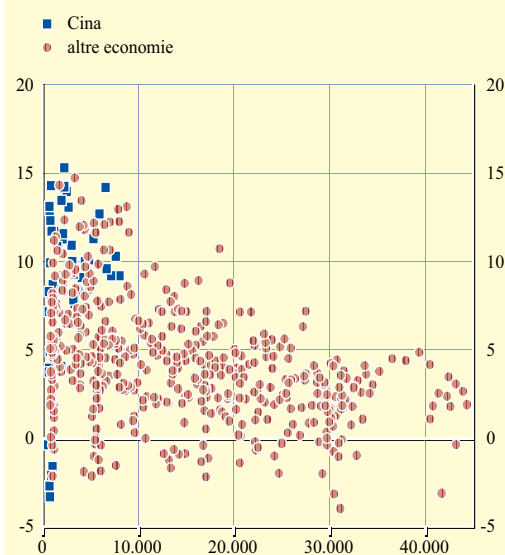
L'avanzo corrente della Cina è sceso dal 10,2 al 2,0 per cento fra il 2007 e i primi tre trimestri del 2013.

La misura in cui tale flessione sia congiunturale, piuttosto che strutturale, è oggetto di discussione. Essa va ricondotta in parte all'indebolimento della dinamica commerciale mondiale e della crescita economica nell'area dell'euro e negli Stati Uniti dallo scoppio della crisi finanziaria internazionale, a segnalare la possibilità che l'avanzo esterno torni a salire. Tuttavia, il tasso di cambio effettivo reale è aumentato del 29,6 per cento dal 2007 e anche i salari sono cresciuti rapidamente. Il rapporto *World Economic Outlook* pubblicato dal Fondo monetario internazionale (FMI) a ottobre 2013 prevede che l'avanzo corrente salga a circa il 4 per cento nel 2018, un livello ben inferiore ai precedenti massimi.

Il ridimensionamento dell'avanzo di parte corrente ha notevolmente ridotto l'accumulo di riserve ufficiali. Dopo essere più che triplicate fra il 2000 e il 2009, passando dal 14 al 48 per cento del PIL, le riserve si aggirano al momento attorno ai 3.700 miliardi di dollari statunitensi e la loro incidenza sul PIL è diminuita, al 41 per cento a settembre 2013 (cfr. figura 3).

Figura 2 Tassi di crescita e PIL pro capite nel periodo 1951-2011: un confronto internazionale

(asse delle ascisse: PIL pro capite in PPA; asse delle ordinate: crescita annua del PIL in termini reali)

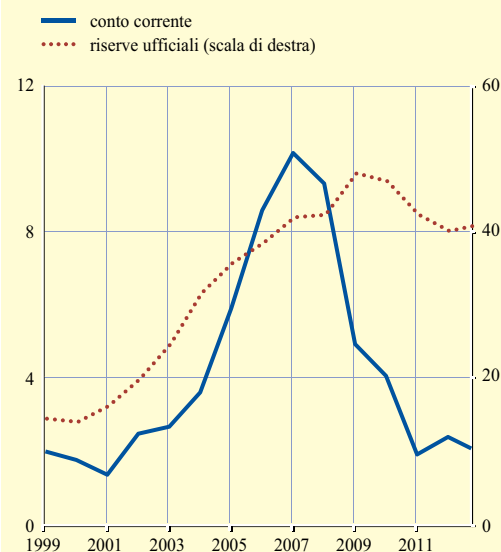


Fonte: Penn World Tables 8.0.

Nota: per "altre economie" si intendono Brasile, Corea del Sud, Francia, Germania, Giappone, India, Regno Unito, Stati Uniti e Sud Africa.

Figura 3 Conto corrente e riserve ufficiali

(in percentuale del PIL)



Fonti: CEIC Data e National Bureau of Statistics.

Nota: i dati relativi al conto corrente riguardano il periodo fino al terzo trimestre del 2013; i dati concernenti le riserve ufficiali si riferiscono al periodo fino a settembre 2013.

LE PROBLEMATICHE ANCORA IRRISOLTE SUL PIANO INTERNO

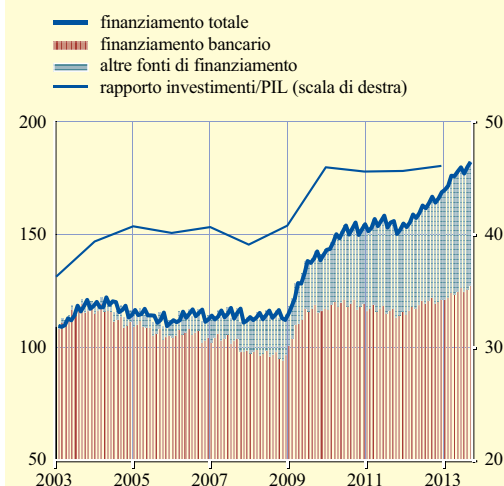
Nonostante la riduzione degli squilibri esterni, dal 2008 la composizione della domanda interna si è ancor più sbilanciata verso gli investimenti e nel 2012 questi ultimi hanno raggiunto un massimo storico al 46,1 per cento del PIL in termini reali. Al tempo stesso, è aumentata la dipendenza della crescita dal credito: tra la fine del 2007 e settembre 2013 il finanziamento totale all'economia⁴⁾ è salito dal 113 al 182 per cento del PIL. Questo grado di leva finanziaria è molto superiore a quello di altri paesi con un livello analogo di sviluppo e trova riscontri solo in economie ad alto reddito quali gli Stati Uniti e il Regno Unito. Il vigore della crescita è stato accompagnato da una ricomposizione del finanziamento a scapito del credito bancario (cfr. figura 4).

Le amministrazioni locali hanno contribuito a determinare i suddetti andamenti. Esse hanno svolto un ruolo fondamentale nell'attuazione di una parte considerevole degli investimenti in infrastrutture previsti dal pacchetto di stimolo fiscale per il periodo 2008-09 e a tale scopo hanno fatto ampio ricorso al finanziamento per il tramite dei cosiddetti "veicoli finanziari per le amministrazioni locali" (Local Government Financing Vehicles, LGFV). L'ente nazionale cinese di revisione ritiene che il pacchetto di stimolo del 2008-09 abbia fatto raddoppiare il debito delle amministrazioni locali e degli LGFV tra il 2008 e il 2010, portandolo a 10.700 miliardi di renminbi (equivalenti al 27 per cento del PIL nel 2010)⁵⁾.

Il profilo degli investimenti cinesi si discosta altresì in misura crescente dall'esperienza storica delle altre economie, anche asiatiche, a partire dal 1960. Il rapporto investimenti/PIL ha registrato un aumento rapido e sostanziale, superiore a quello registrato nelle altre principali economie avanzate ed emergenti. Ciò potrebbe segnalare che il livello attuale degli investimenti è eccessivo (cfr. figura 5). L'eccesso nello stock di capitale della Cina è oggetto di dibattito. Anche se l'incidenza degli investimenti sul PIL è molto alta, il fabbisogno di infrastrutture resta considerevole come parziale conseguenza del perdurante processo di urbanizzazione. Dal raffronto con le infrastrutture (urbane) e ad esempio con la densità stradale (ferroviaria) di altre economie emerge come in Cina rimanga spazio per un'espansione degli investimenti in infrastrutture pubbliche. Il rapporto tra lo stock di capitale produttivo e il PIL della Cina, stimato dall'OCSE pari a 2,6 nel 2012, è tuttavia relativamente alto rispetto al grado di sviluppo del paese e ha già raggiunto un livello uguagliato solo da economie con un PIL pro capite molto superiore (quali Francia e Germania) e superato esclusivamente dal Giappone. Tuttavia, l'OCSE ritiene altresì che tra il 1992 e il 2009 la redditività nei settori diversi dall'agricoltura e dalle abitazioni sia rimasta elevata rispetto agli standard internazionali, a indicare

Figura 4 Credito e rapporto investimenti/PIL

(in percentuale del PIL)



Fonti: CEIC Data, Banca centrale della Repubblica popolare cinese, National Bureau of Statistics e Banca mondiale.
Nota: l'ultima osservazione è relativa a settembre 2013.

- 4) Il finanziamento totale comprende il finanziamento al settore privato attraverso il credito sia bancario sia non bancario e l'emissione di azioni e obbligazioni societarie, mentre non include i titoli di Stato in essere.
- 5) Secondo stime dell'FMI, il debito delle amministrazioni pubbliche cinesi potrebbe collocarsi al 45 per cento in base a una definizione ampliata del concetto di debito pubblico che include la spesa per infrastrutture delle amministrazioni locali (cfr. *People's Republic of China: Staff Report for the 2013 Article IV Consultation*, FMI, luglio 2013).

che fino a tale periodo gli investimenti nell'intera economia fossero ancora efficienti⁶⁾. Misure quali lo stock di capitale pro capite, molto più basso che nei paesi ad alto reddito, stanno a indicare come la dotazione sia in linea con quella di altre economie tenuto conto del livello di sviluppo. La crescita dello stock di capitale pro capite si è tuttavia intensificata dal 2000 e si mantiene al di sopra di quella del PIL dal 2008.

Segnali di eccesso di capacità in diversi settori manifatturieri sono evidenti da qualche tempo e sono stati riconosciuti esplicitamente dalle autorità cinesi. Il piano quinquennale per il periodo 2011-15 ha già auspicato il riassorbimento della capacità obsoleta e in eccesso in settori manifatturieri quali l'acciaieria, la cantieristica e le costruzioni, a favore di una maggiore attenzione verso le attività di ricerca e sviluppo, oltre che la razionalizzazione dell'utilizzo dell'energia e delle risorse come fonte di crescita. Come emerge dai suoi rapporti trimestrali di politica monetaria, dal 2007 la banca centrale della Repubblica popolare cinese utilizza gli orientamenti forniti alle banche in materia di politica creditizia per ridurre i flussi di credito ai settori industriali caratterizzati da un eccesso di capacità (cfr. anche la sezione 2.2).

Secondo il Ministero dell'Industria e delle Tecnologie dell'informazione, tra la fine del 2009 e il secondo trimestre del 2013 il grado di utilizzo della capacità nel settore manifatturiero è sceso dall'81,5 al 78,6 per cento e in 21 dei 39 settori considerati – compresi quelli delle acciaierie, dell'alluminio e del cemento – si è collocato al di sotto del 75 per cento. L'FMI stima che l'andamento calante del grado di utilizzo della capacità a partire dagli anni '90 si sia accentuato dal 2008⁷⁾. Inoltre, dal 2012 l'inflazione tendenziale dei prezzi alla produzione è negativa e questo conferma i riscontri aneddotici di una caduta dei prezzi come conseguenza di un eccesso di produzione di articoli quali i pannelli solari.

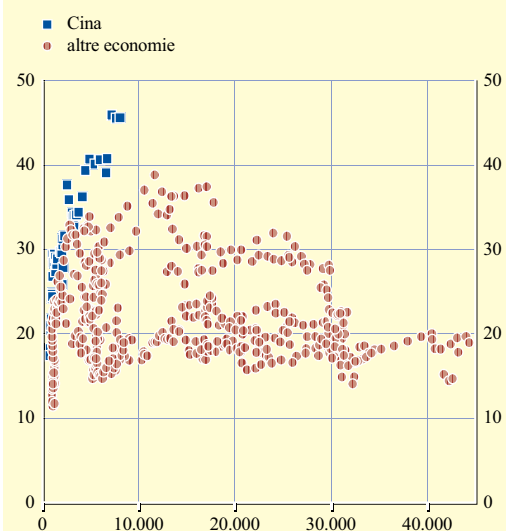
Reagendo ai segnali più recenti di eccesso di capacità, a luglio e agosto 2013 il Ministero dell'Industria e delle Tecnologie dell'informazione ha pubblicato piani intesi a ridurre la capacità mediante la chiusura di impianti produttivi datati e promuovere fusioni aziendali. Alcuni analisti di settore hanno tuttavia calcolato che le riduzioni proposte sono relativamente modeste e che potrebbero non esercitare un impatto rilevante.

2.2 VERSO UNA CRESCITA TRAINATA DAI CONSUMI

L'apparente persistere di squilibri interni indica che le misure amministrative volte a controllare l'espansione degli investimenti e del credito sono state solo parzialmente efficaci. Le riforme strutturali intese ad affrontare gli incentivi che da tempo privilegiano gli investimenti possono altresì contri-

Figura 5 Investimenti in rapporto al PIL nel periodo 1960-2011: un confronto internazionale

(asse delle ascisse: PIL pro capite in termini di PPA; asse delle ordinate: investimenti in percentuale del PIL in termini reali)



Fonti: Penn World Tables 8.0 e Banca mondiale.
Nota: per "altre economie" si intendono Brasile, Corea del Sud, Francia, Germania, Giappone, India, Regno Unito, Stati Uniti e Sud Africa.

6) Cfr. *Economic Surveys: China*, OCSE, marzo 2013.

7) Cfr. *People's Republic of China: Staff Report for the 2012 Article IV consultation*, FMI, luglio 2012.

buire a riequilibrare la crescita. Tali riforme produrranno verosimilmente delle tensioni, poiché gli operatori economici, le autorità e gli organismi di regolamentazione dovranno assumere nuovi ruoli. Ciò potrebbe indebolire la crescita nel breve periodo. Tuttavia, la maggiore efficienza allocativa risultante dalle riforme strutturali dovrebbe far aumentare la produttività totale dei fattori e limitare quindi l'indebolimento atteso all'avanzare del processo di convergenza.

È probabile che un sostanziale riequilibrio dell'economia richieda un tasso di espansione degli investimenti molto inferiore, soprattutto al moderarsi della crescita complessiva. Secondo stime della Banca mondiale, il ritmo di incremento del PIL scenderà rispettivamente al 7 e 5 per cento nel 2020 e nel 2030. Un aumento del 7 per cento l'anno del PIL pro capite cinese porterebbe quest'ultimo a circa 30.000 dollari statunitensi (in termini di PPA) entro il 2030. A tale livello di sviluppo, il rapporto investimenti/PIL di Giappone e Corea del Sud era di circa il 30 per cento. La Cina potrebbe conseguire un risultato analogo se i suoi investimenti registrassero un tasso di incremento annuo di circa il 4-5 per cento (3 per cento se il PIL pro capite dovesse aumentare di appena il 5 per cento), che si pone in netto contrasto con il 10 per cento circa osservato fino a poco tempo fa. Potrebbe quindi essere necessario più tempo del previsto per riequilibrare in misura significativa la composizione della domanda cinese.

Le prossime sezioni analizzano alcuni degli incentivi che privilegiano gli investimenti rispetto ai consumi, prima di esaminare i possibili elementi di un programma di riforme strutturali.

GLI INCENTIVI A FAVORE DEGLI INVESTIMENTI

Il modello di crescita della Cina contiene una serie di incentivi che favoriscono gli investimenti rispetto ai consumi. Gli investimenti sono al centro del modello di sviluppo cinese dall'inizio delle riforme nel 1978. Quelli in infrastrutture influirebbero altresì positivamente sul potenziale di crescita regionale e accrescerebbero il gettito fiscale delle amministrazioni locali. Essi sono risultati utili, specie nelle zone in rapida crescita che richiamano immigrati alla ricerca di opportunità di lavoro, seppur con delle eccezioni, in particolare nelle regioni più periferiche.

L'esistenza di quote che limitano i flussi transfrontalieri per investimenti e di conseguenza le opportunità di investimento per i risparmiatori influisce altresì sugli investimenti interni in rapporto al PIL. L'effetto congiunto della ridotta capacità di investire a livello internazionale e dello sviluppo limitato dei mercati finanziari interni (cfr. sezione 3.2) sulla struttura economica crea un inevitabile sbilanciamento a favore delle alternative disponibili domesticamente, ad esempio nel settore immobiliare. Il mercato interno delle abitazioni è cresciuto rapidamente: le nuove superfici residenziali sono raddoppiate, da 400 a poco meno di 800 milioni di metri quadri, tra il 2005 e i dodici mesi fino a ottobre 2013. La crescente attività nel mercato immobiliare è sorretta dal perdurante processo di urbanizzazione, che dovrebbe continuare ancora per qualche decennio⁸⁾. Essa riflette inoltre la riqualificazione dello stock abitativo esistente e il desiderio di alloggi più ampi e moderni. Le autorità hanno nondimeno adottato delle misure volte a evitare investimenti speculativi, imponendo ad esempio requisiti elevati per il deposito iniziale. Studi dell'FMI⁹⁾ segnalano la possibilità che la piena liberalizzazione dei movimenti di capitale sia seguita da un aumento delle attività cinesi all'estero (dell'ordine del 15-25 per cento del PIL) e – in misura inferiore – di quelle estere in Cina (2-10 per cento del PIL), con una conseguente espansione delle attività nette sull'estero pari all'11-

8) Secondo le Nazioni Unite, la percentuale di cinesi che vivono in centri urbani salirà dal 49,2 al 68,7 per cento fra il 2010 e il 2030 e al 77,3 per cento nel 2050 (cfr. *World Urbanization Prospects: the 2011 Revision*, Nazioni Unite, aprile 2012).

9) Cfr. Bayoumi, T. e Ohnsorge, F., "Do Inflows or Outflows Dominate? Global Implications of Capital Account Liberalization in China", *Working Paper Series*, FMI, n. 189, 2013.

18 per cento del PIL. Ciò implica che le maggiori opportunità di investimento disponibili a livello internazionale spiazzerebbero alcuni investimenti sull'interno in termini netti, riducendo quindi il contributo degli investimenti alla crescita.

Il ridotto costo del capitale ha altresì promosso gli investimenti. I tassi di riferimento su depositi e prestiti sono da tempo stabiliti dalla banca centrale della Repubblica popolare cinese, il che garantisce alle banche un margine di interesse positivo e al contempo mantiene i tassi reali entro livelli contenuti. Il tasso di riferimento sui depositi a un anno si aggira attorno allo zero in termini reali dal 2000 ed è persino rimasto in territorio negativo per periodi prolungati, mentre quello sui prestiti a un anno si colloca in media al 3,6 per cento. I tassi di interesse amministrati hanno mantenuto bassi i rendimenti sui risparmi delle famiglie e determinato di conseguenza un considerevole trasferimento forzato dalle famiglie alle imprese, stimato al 4 per cento del PIL nel 2008, deprimendo i redditi e pertanto i consumi¹⁰⁾. Inoltre, la banca centrale influisce sulle politiche di credito delle banche per assicurare che restino in linea con le priorità nazionali. Tale sistema, noto come *window guidance*, ricorre a pressioni morali per orientare le decisioni di prestito. Ad esso si aggiungono altri canali di influenza politica sui flussi di credito in Cina, uno dei quali è rappresentato dal fatto che le banche più grandi sono di proprietà pubblica. Di conseguenza, rispetto alle imprese private, quelle pubbliche cinesi sembrano godere di un più agevole accesso al credito¹¹⁾.

GLI ELEMENTI DI UN PROGRAMMA DI RIFORME STRUTTURALI

La riduzione degli incentivi che favoriscono gli investimenti richiederà l'attuazione di un programma ambizioso di riforme strutturali. Per riflettere correttamente il costo del capitale, i tassi di interesse di mercato dovranno svolgere un ruolo maggiore e il capitale disponibile dovrà godere di una crescente libertà di movimento a livello transfrontaliero alla ricerca di rendimenti più elevati e diversificati. È probabile che qualunque misura adottata per ridurre il livello di risparmio (precauzionale) nell'economia agevoli ulteriormente la transizione verso una crescita maggiormente basata sui consumi. Per diminuire l'alto grado di autofinanziamento delle imprese, il sistema finanziario dovrà diventare più efficiente e competitivo. Esso dovrà inoltre dimostrarsi capace di fornire fondi tanto alle piccole e medie imprese private quanto alle grandi imprese pubbliche. L'apertura del settore bancario ai capitali privati, sia interni sia esteri, potrebbe esercitare le necessarie pressioni concorrenziali. Per ridurre il risparmio precauzionale delle famiglie, la copertura del sistema di sicurezza sociale dovrà diventare più generalizzata. Un ulteriore contributo potrebbe essere fornito da una maggiore offerta di abitazioni a prezzi accessibili e agevolati, che attenuerebbe anche le pressioni speculative.

Un programma di riforme siffatto è più che ambizioso, in quanto ridefinisce il rapporto tra Stato e mercato permettendo in misura crescente a individui e imprese private di prendere decisioni di natura economica. Gli ostacoli alla sua attuazione sono significativi considerata la loro complessità intrinseca. Inoltre, in passato tali riforme si sono rivelate insidiose. Ad esempio, in molte economie emergenti questo tipo di iniziative di liberalizzazione ha provocato crisi bancarie e valutarie¹²⁾.

10) Cfr. Lardy, N., "Financial Repression in China", *Peterson Institute for International Economics Working Paper*, n. PB08-8, settembre 2008.

11) Cfr. Herrala, R. e Yandong, J., "Has the Chinese Growth Model Changed? A View from the Credit Market", *BOFIT Discussion Paper*, n. 5, marzo 2012.

12) Cfr. Ishii, S. e Habermeier, K., "Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability", *Occasional Paper Series*, FMI, n. 211, 2002; Schmukler, S., "Financial Globalisation: Gain and Pain for Developing Countries", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, 2004, pagg. 39-66.

PRIORITÀ DI POLITICA ECONOMICA NEL PERIODO FINO AL 2020

Tra il 9 e il 12 dicembre 2013 il comitato centrale del Partito comunista cinese ha stabilito una serie articolata di priorità sul piano delle politiche e delle riforme, da attuare in gran parte entro il 2020 con la supervisione di un “leading group” ad alto livello. Questo riquadro fornisce una breve descrizione di tali priorità e ne valuta l’impatto probabile sugli andamenti economici in Cina e sull’internazionalizzazione del renminbi.

Le riforme economiche proposte si fondano sui seguenti principi: 1) anche se la proprietà pubblica continuerà a svolgere un ruolo predominante nell’economia, i mercati saranno decisivi nell’allocazione delle risorse; 2) tutte le imprese, sia private sia pubbliche, potranno competere in gran parte dei mercati a condizioni pari ed eque; 3) il governo cinese si concentrerà sul mantenimento della stabilità macroeconomica e su una regolamentazione efficace, più che sulla micro-gestione delle decisioni degli operatori economici.

Per raggiungere tali obiettivi è stata proposta un’ampia serie di riforme. Il ruolo delle forze di mercato sarà rafforzato attraverso una minore regolamentazione dei prezzi dell’acqua, dei prodotti energetici e dei servizi di trasporto e telecomunicazione. La mobilità del lavoro sarà migliorata offrendo agli abitanti delle zone rurali maggiori opportunità di trasferimento in città e di accesso ai servizi pubblici urbani. Al tempo stesso, sarà agevolato il trasferimento dei diritti di proprietà. Verranno inoltre abolite le restrizioni sull’accesso ai mercati, fatto salvo un numero limitato di settori industriali sensibili. Le procedure di approvazione e gli altri adempimenti amministrativi saranno ridotti e gestiti al livello più basso possibile delle amministrazioni pubbliche. Per offrire pari condizioni a tutti gli operatori di mercato, saranno eliminati i regimi preferenziali e le barriere occulte; nel contempo, per assicurare l’uguaglianza di fronte alla legge, si provvederà a rafforzare il sistema giuridico. Allo scopo di garantire che la capacità di finanziamento delle amministrazioni locali resti in linea con le responsabilità delle stesse, saranno riviste le modalità per la ripartizione del gettito tra i vari livelli amministrativi e accresciute le competenze di tali amministrazioni in materia tributaria, accelerando tra l’altro l’introduzione di imposte sulla proprietà immobiliare. È stato altresì proposto di innalzare al 30 per cento il contributo al bilancio degli utili delle imprese pubbliche. Nel settore bancario, sarà aumentata la concorrenza permettendo l’apertura di banche private di piccole e medie dimensioni. Si prevede inoltre l’introduzione di un sistema di garanzie sui depositi e di un meccanismo per la risoluzione delle crisi delle istituzioni finanziarie. Lo sviluppo dei mercati finanziari interni sarà promosso attraverso un rafforzamento della vigilanza. Infine, le forze di mercato potranno altresì svolgere un ruolo maggiore nella definizione del tasso di cambio del renminbi e le opportunità di effettuare operazioni transfrontaliere in conto capitale saranno ampliate. In aggiunta, gli investimenti esteri beneficeranno di un ulteriore aumento delle possibilità di accesso al mercato. La zona di libero scambio recentemente istituita a Shanghai costituisce un importante banco di prova in questo senso.

Poiché le decisioni adottate costituiscono degli orientamenti generali in materia di politiche, più che dei piani pienamente sviluppati, risulta difficile valutarne l’impatto economico. È tuttavia possibile trarre alcune conclusioni preliminari. Il maggior ruolo delle forze di mercato dovrebbe accrescere l’efficienza nell’allocazione di lavoro e capitale, mentre condizioni di mercato uniformi e maggiori spinte competitive dovrebbero ridurre gli spazi per la ricerca di posizioni di

rendita e ampliare il margine per i guadagni di produttività. Una corretta definizione del costo del capitale dovrebbe ridurre il peso degli investimenti tra le componenti della crescita, mentre un maggiore accesso ai servizi di sicurezza sociale potrebbe far scendere il risparmio precauzionale e promuovere i consumi. L'ulteriore apertura del conto capitale e lo sviluppo dei mercati finanziari interni dovrebbero a loro volta accrescere l'efficienza dell'allocazione del credito e favorire un maggior utilizzo del renminbi a livello internazionale.

Le riforme proposte rappresentano una prosecuzione e un'intensificazione del processo di riforma e di apertura avviato nel 1978. La loro natura sistemica segnala il desiderio di affrontare le cause sottostanti gli squilibri economici emersi, rafforzando nel contempo la capacità di crescita dell'economia.

3 L'INTERNAZIONALIZZAZIONE DEL RENMINBI

La crescente influenza economica della Cina nell'economia mondiale ha suscitato un dibattito sulla possibilità che il renminbi diventi un'importante valuta internazionale negli anni a venire. Tale dibattito è stato altresì alimentato dall'annuncio di riforme che finirebbero con il tradursi in una liberalizzazione del conto capitale, del regime di cambio e dei mercati finanziari interni¹³). Inoltre, a giudizio di alcuni, l'internazionalizzazione del renminbi potrebbe catalizzare riforme intese ad affrontare gli squilibri della Cina (cfr. sezione 2.1) e quindi portare l'economia su un sentiero di crescita più sostenibile. Questa sezione esamina gli andamenti recenti nell'uso internazionale del renminbi e le relative determinanti economiche, oltre a considerare le prospettive future e analizza i diversi punti di vista sui progressi gradualmente del processo di internazionalizzazione.

3.1 ANDAMENTI RECENTI NELL'USO INTERNAZIONALE DEL RENMINBI NEL COMMERCIO E NELLA FINANZA

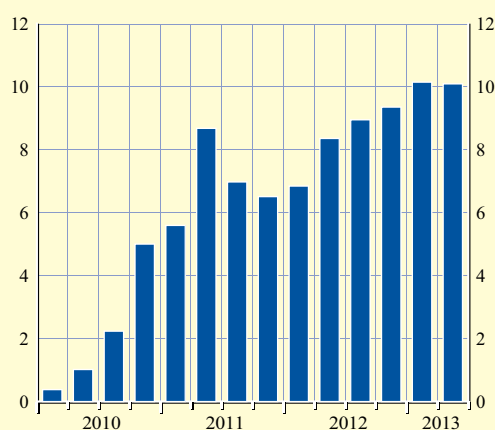
Negli ultimi anni il renminbi è stato sempre più utilizzato per il regolamento delle operazioni finanziarie e commerciali internazionali della Cina. Ad esempio, tra il 2010 e la metà del 2013 la quota del commercio di beni della Cina regolata in tale divisa è salita da un livello praticamente pari a zero a oltre il 10 per cento (cfr. figura 6). L'impiego crescente del renminbi nel regolamento di operazioni commerciali ha dato origine a consistenti depositi in tale valuta a Hong Kong, che alla metà del 2013 erano superiori a 100 miliardi di dollari statunitensi ed equivalenti a circa il 10 per cento dei depositi locali totali (cfr. figura 7)¹⁴). Inoltre, le emissioni di obbligazioni denominate in renminbi ("Dim-Sum") a Hong Kong sono notevolmente aumentate dal 2007 (cfr. figura 7). Anche se a livello mondiale gran parte delle obbligazioni denominate nella divisa cinese è emessa a Hong Kong, i collocamenti internazionali nelle altre piazze sono cresciuti dopo che Lon-

13) Cfr. *The timing, path and strategies of renminbi internationalisation*, Banca centrale della Repubblica popolare cinese, 2006; Dodicesimo Piano quinquennale del Consiglio di Stato cinese, 2011; *The conditions for accelerating the opening of China's capital account are basically mature*, Banca centrale della Repubblica popolare cinese, 2013.

14) I depositi in renminbi a Hong Kong si sono stabilizzati dalla fine del 2011 per il più frequente ricorso alla valuta cinese nel pagamento delle importazioni dalla Cina, con la conseguenza di un maggiore - seppur non perfetto - equilibrio nel rapporto introiti/esborsi. È stata ventilata la possibilità che il calo di tale rapporto sia dovuto in misura importante al ridimensionamento, a partire dal 2012, delle aspettative di un apprezzamento del renminbi rispetto al dollaro statunitense; cfr. Yu, Y., "Revisiting the Internationalization of the Yuan", *ADB Working Paper*, n. 366, luglio 2012. La minore crescita dei depositi denominati in renminbi a Hong Kong potrebbe essere riconducibile all'introduzione del regime per gli investitori istituzionali qualificati in renminbi, che permette di investire nella Cina continentale i fondi in renminbi detenuti all'estero (cfr. sezione 3.2). Un'ulteriore determinante potrebbe essere costituita dalle maggiori emissioni di certificati di deposito denominati in renminbi a Hong Kong, salite da 6,8 a 117,3 miliardi di renminbi tra il 2010 e il 2012 secondo dati dell'Autorità monetaria di Hong Kong (cfr. <http://www.hkma.gov.hk/eng/key-information/insight/20130221.shtml>).

Figura 6 Quota del commercio di beni della Cina regolata in renminbi

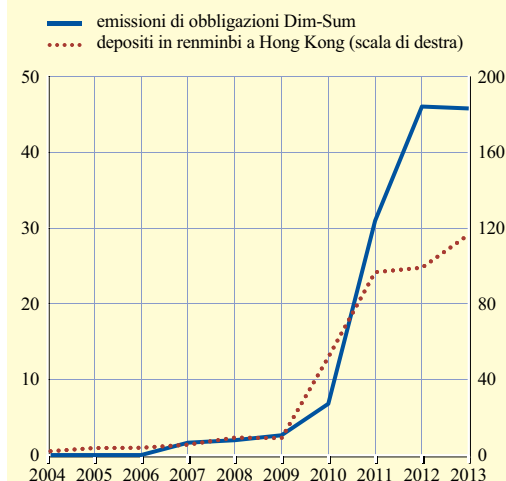
(percentuali)



Fonte: CEIC e Banca centrale della Repubblica popolare cinese.

Figura 7 Depositi denominati in renminbi a Hong Kong ed emissioni di obbligazioni Dim-Sum

(miliardi di dollari statunitensi)



Fonti: CEIC e HKM per i depositi e Bloomberg per le emissioni di obbligazioni Dim-Sum.
Nota: le statistiche per il 2013 si riferiscono al 31 agosto per i depositi e al 6 ottobre per le emissioni di obbligazioni Dim-Sum.

dra, Singapore e Taiwan hanno adottato delle misure per divenire anch'essi centri finanziari per il renminbi. Statistiche della Banca dei regolamenti internazionali segnalano un forte incremento delle emissioni internazionali di obbligazioni denominate in renminbi, da un livello pressoché pari a zero nel 2007 a 60 miliardi di dollari statunitensi nel primo trimestre del 2013.

Il renminbi è stato finora utilizzato in misura limitata come valuta di riserva a livello internazionale, soprattutto a causa del fatto che rimane in larga misura inconvertibile a fini di investimento. Solo alcune banche centrali (di Austria, Corea del Sud, Hong Kong, Giappone, Indonesia, Sud Africa e Thailandia) sono state autorizzate dalla Cina a partecipare al programma che offre agli investitori l'accesso al mercato interbancario onshore per le obbligazioni (Interbank Bond Market Program)¹⁵, anche se gli importi investiti a titolo di tale programma sono considerati al momento marginali¹⁶. Sembra tuttavia esistere un ampio potenziale di espansione della base degli investitori: da una recente indagine tra i gestori di riserve è emerso che il 37 per cento degli intervistati prenderebbe in considerazione la possibilità di investire in renminbi nei prossimi 5-10 anni¹⁷.

Nonostante la sua impressionante crescita, l'utilizzo del renminbi nelle transazioni commerciali e finanziarie resta limitato. Per quanto concerne il commercio, esso riguarda principalmente gli scambi tra la Cina e le economie asiatiche confinanti: secondo statistiche della banca centrale

15) Cfr. Ballantyne, A. Garner, M. e Wright, M., "Developments in Renminbi Internationalisation", *Bulletin*, Reserve Bank of Australia, June Quarter, 2013.

16) Secondo alcuni riscontri, appena lo 0,17 per cento circa delle riserve mondiali è rappresentato da titoli denominati in renminbi; cfr. McDowell, D., "Taking on the Dollar: Japanese and Chinese Currency Internationalization in Comparative Perspective", documento redatto per il *Workshop on Crisis and Change in the Global Monetary System*, Ghent Institute of International Studies, Belgio, 20 marzo 2013. Di recente, l'Australia ha annunciato l'intenzione di investire il 5 per cento delle proprie riserve ufficiali in titoli di Stato cinesi (cfr. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/f679dad8-aca0-11e2-9454-00144feabdc0.html?siteedition=intl#axzz2iLF76J9s>).

17) Cfr. *RBS Reserve Management Trends 2013*, Royal Bank of Scotland, 2013.

della Repubblica popolare cinese, nel 2012 quasi il 60 per cento delle operazioni commerciali regolate in renminbi era riconducibile all'interscambio con Hong Kong e un ulteriore 15 per cento all'insieme di Giappone, Macao, Singapore e Taiwan¹⁸⁾. In modo analogo, le consistenze di obbligazioni internazionali denominate in renminbi – pur aumentate in misura significativa – rappresentavano appena lo 0,3 per cento circa del totale globale di quelle in essere nel secondo trimestre del 2013.

3.2 DETERMINANTI DEL CRESCENTE UTILIZZO INTERNAZIONALE DEL RENMINBI

Le economie con valute ampiamente utilizzate nelle operazioni commerciali e finanziarie internazionali costituiscono di norma una quota considerevole del prodotto e del commercio mondiale, evidenziano un quadro macroeconomico stabile e hanno mercati finanziari interni spessi, liquidi e ampi. È stato frequentemente affermato che, oltre a riunire queste caratteristiche classiche, un'economia la cui moneta ambisca a svolgere un ruolo importante nel sistema monetario internazionale – in particolare come valuta di riserva – deve altresì permettere il libero movimento dei capitali e dotarsi di un tasso di cambio flessibile^{19), 20)}. Le sezioni che seguono illustrano la misura in cui la Cina e il renminbi soddisfano tali criteri.

PESO ECONOMICO E STABILITÀ MACROECONOMICA

La Cina è al momento la terza economia mondiale in termini di PIL nominale, dopo aver superato il Giappone nel 2010, e in base alle proiezioni dell'FMI sostituirà presto l'area dell'euro al secondo posto della classifica. Analogamente, secondo dati dell'FMI, la sua quota sul totale del commercio mondiale di beni è salita dal 4 per cento del 2000 all'11 per cento del 2012, un livello simile a quello degli Stati Uniti. Tuttavia, nonostante le dimensioni crescenti dell'economia cinese e della quota del paese sul totale del commercio mondiale, il passaggio dall'utilizzo di una valuta locale o veicolo a quella del produttore nel regolamento delle operazioni di esportazione dipenderà tra l'altro dall'intensità del ricorso al dollaro o all'euro in molti dei mercati di esportazione della Cina e dal potere di mercato e contrattuale degli esportatori cinesi, che alcuni considerano limitato²¹⁾. Per quanto concerne la stabilità macroeconomica, nel decennio trascorso la Cina ha ottenuto risultati degni di nota in termini di inflazione e crescita del prodotto: dal 2000 l'inflazione media si mantiene bassa al 2,3 per cento e la crescita media del prodotto è pari al 10 per cento. Non è tuttavia chiaro se la Cina riuscirà a mantenere questi risultati nel medio-lungo periodo (cfr. sezione 2.1).

LO SVILUPPO DEI MERCATI FINANZIARI INTERNI

In Cina i mercati finanziari interni rimangono significativamente meno sviluppati che, ad esempio, negli Stati Uniti. Al fine di promuoverne la crescita, nel 2011 il paese ha varato un programma di riforme da attuare entro il 2015 nel quadro del dodicesimo Piano quinquennale per lo sviluppo e la riforma del settore finanziario con i seguenti obiettivi: maggior ruolo del mercato nella determinazione dei tassi di interesse, innovazione finanziaria e copertura, sorveglianza e gestione più sofisticata del rischio. Alcuni di questi obiettivi, ad esempio la liberalizzazione dei tassi di prestito, sono

18) Cfr. Jin, Z., "The use of RMB in international transactions: Background, development and prospect", intervento principale alla conferenza *Internationalization of the Renminbi*, University of California, San Diego, 7 giugno 2012.

19) Cfr. Ito, T., *The internationalisation of the RMB: Opportunities and pitfalls*, Council on Foreign Relations, Washington D.C., 2011; Prasad, E. e Ye, L., *The Renminbi's Role in the Global Monetary System*, Brookings, Washington D.C., febbraio 2012.

20) Per un'analisi volta ad accertare se tali condizioni costituiscano una necessaria premessa oppure un semplice contributo al processo di internazionalizzazione della moneta, cfr.: Prasad, E., Rumbaugh, T. e Wang, Q., "Putting the Cart Before the Horse? Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility in China", *Policy Discussion Paper*, FMI, n. 05/1, 2005; Vallée, S., "The internationalisation path of the renminbi", *Bruegel Working Paper*, 2012/05, Bruxelles, 2012. È stato altresì argomentato che la convertibilità rappresenta una condizione necessaria per l'acquisizione dello status di valuta di riserva a livello internazionale; cfr. Prasad, E. e Ye, L., *ibid*, 2012.

21) Cfr. Jin, Z., *op. cit.*

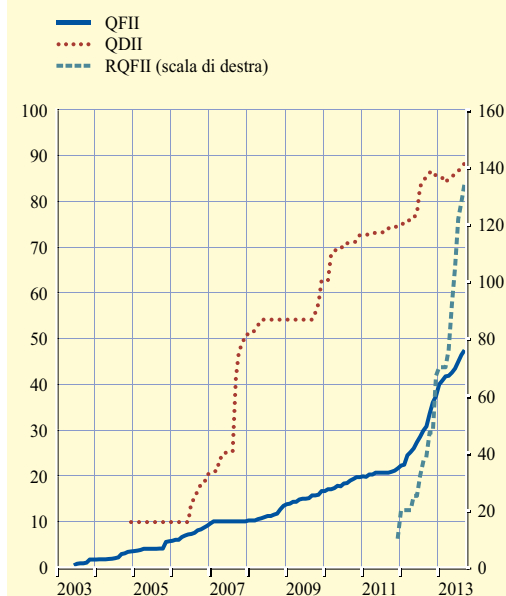
già stati raggiunti²²⁾. Ciò nonostante, malgrado gli sforzi dispiegati finora, lo spessore, la liquidità e l'ampiezza dei mercati finanziari della Cina sono ancora insufficienti a generare una domanda internazionale consistente di strumenti finanziari denominati in renminbi²³⁾.

LA LIBERALIZZAZIONE DEL CONTO CAPITALE

Se si escludono gli investimenti diretti esteri (IDE), i movimenti di capitale in Cina restano in larga parte sottoposti a limitazioni e normative più stringenti che nelle economie avanzate. In particolare, gli investimenti di portafoglio sono soggetti a restrizioni significativamente maggiori rispetto agli IDE e possono entrare nel mercato finanziario della Cina continentale solo in virtù di regimi particolari. Gli investimenti di portafoglio in valuta estera nel paese sono ad esempio incanalati attraverso il Qualified Foreign Institutional Investor (QFII) Scheme, che impone un periodo di immobilizzo (lock-in) di durata fino a un anno con un massimale aggregato di 150 miliardi di dollari statunitensi (da luglio 2013), limita il pool di potenziali partecipanti idonei escludendo i soggetti privati e subordina il rimpatrio dei capitali investiti all'approvazione della State Administration of Foreign Exchange (SAFE), richiesta anche per gli utili in determinate circostanze. Un regime simile, il Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor (RQFII) Scheme, si applica agli afflussi di portafoglio attraverso valuta domestica detenuta all'estero²⁴⁾, mentre per i deflussi di portafoglio è stato previsto il Qualified Domestic Institutional Investor (QDII) Scheme. Gli investimenti di portafoglio transfrontalieri incanalati attraverso questi regimi a partire dalla loro introduzione sono aumentati costantemente in termini assoluti, raggiungendo circa 270 miliardi di dollari statunitensi a settembre 2013 (cfr. figura 8), ma rappresentano appena il 2 per cento circa del PIL cinese. Esiste inoltre la possibilità, per un numero ridotto di istituzioni finanziarie (vale a dire per le banche che offrono servizi di compensazione in renminbi a Hong Kong e Macao e le banche estere autorizzate a regolare operazioni in renminbi) e per le banche centrali di paesi esteri nel quadro dell'Interbank Bond Market Program, di effettuare investimenti di portafoglio allo scopo di rimpatriare renminbi detenuti all'estero. Anche gli importi investiti in questo modo sono tuttavia ridotti. L'entità limitata degli investimenti di portafoglio veicolati attraverso i suddetti canali trova riflesso anche nella posizione patrimoniale sull'estero della Cina, al cui interno gli investimenti di portafoglio costituiscono una quota mode-

Figura 8 Fondi di investimento approvati in base al QFII, al QDII e all'RQFII

(miliardi di dollari statunitensi)



Fonte: CEIC Data.

22) In un altro tentativo di introdurre riforme graduali, dagli inizi del 2013 le autorità cinesi permettono a prestatori e mutuatari di negoziare liberamente il tasso di interesse sui prestiti transfrontalieri in renminbi all'interno della Zona finanziaria speciale di Qianhai; cfr. Sekine, E., "Start of Chinese experimentation in financial deregulation", *Nomura Journal of Capital Markets*, vol. 5(1), 2013.

23) Cfr. anche: Eichengreen, B., "Renminbi Internationalization: Tempest in a teapot?", *Asian Development Bank Distinguished Lecture*, Manila, 11 gennaio 2013; Yu, Y., *op. cit.*

24) Il regime RQFII è stato recentemente esteso a Londra e Singapore (cfr. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/9579f608-356e-11e3-b539-00144feab7de.html?siteedition=intl#axzz2iLF76J9s> e <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/f3fe0f00-3ae8-11e3-87fa-00144feab7de.html?siteedition=intl#axzz2iLF76J9s>).

sta rispetto agli IDE e agli altri investimenti (cfr. figura 9)²⁵⁾.

Nell'insieme, nonostante alcuni progressi, in Cina i movimenti di capitale rimangono per lo più soggetti a limitazioni. Ciò vale in particolare per i flussi diversi da quelli per IDE. Poiché gli investitori esteri difficilmente emetteranno ingenti quantitativi di strumenti finanziari in renminbi fino a quando non avranno agevole accesso ai mercati finanziari della Cina, il grado limitato di convertibilità del conto capitale costituisce un serio ostacolo alla crescita dell'utilizzo internazionale della moneta cinese.

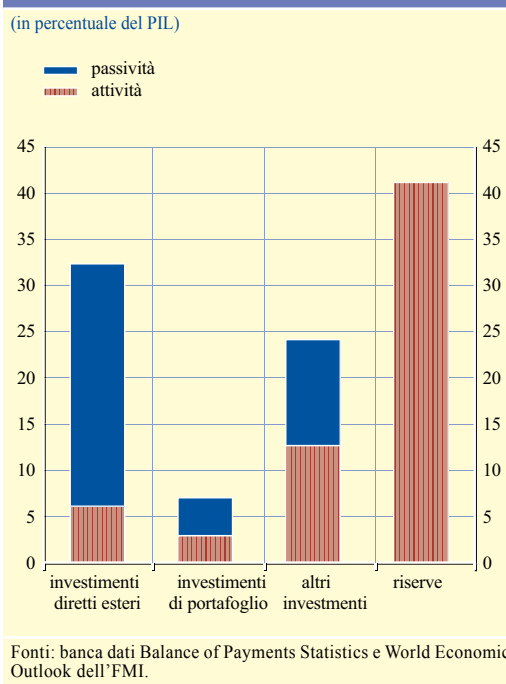
FLESSIBILITÀ DEL TASSO DI CAMBIO

L'esperienza di diversi paesi emergenti insegna che una limitata flessibilità del tasso di cambio dopo l'apertura del conto capitale può accrescere la vulnerabilità dell'economia di fronte a flussi di capitale volatili, ad esempio attraverso disallineamenti valutari tra le attività e le passività a breve termine. Apprezzandosi nelle fasi di forte espansione degli afflussi di capitali, permettendo la conduzione di una politica monetaria indipendente e generando incentivi per lo sviluppo dei mercati finanziari interni, un tasso di cambio flessibile costituisce un presupposto importante per un'efficace liberalizzazione dei movimenti di capitale²⁶⁾. Di conseguenza, malgrado il recente ampliamento della banda di oscillazione, la flessibilità limitata del tasso di cambio della valuta cinese continua a essere vista come un ulteriore ostacolo all'internazionalizzazione del renminbi^{27), 28)}.

3.3 LE POLITICHE CHE FAVORISCONO L'UTILIZZO INTERNAZIONALE DEL RENMINBI

Oltre al peso economico, alla stabilità macroeconomica, al grado di sviluppo dei mercati finanziari interni, al grado di apertura del conto capitale e alla flessibilità del cambio, un'ulteriore determinante dell'utilizzo internazionale di una divisa è rappresentata dall'esistenza di politiche in grado di svolgere un ruolo di sostegno. In Cina, tali politiche sono state per esempio volte a liberalizzare il conto corrente. A titolo di esempio, nel 2009 è stato varato un progetto pilota per il regolamento delle operazioni commerciali in renminbi. Inizialmente limitato a un numero ridotto di città, im-

Figura 9 Composizione della posizione patrimoniale verso l'estero della Cina nel 2012



25) Un passo degno di nota compiuto di recente dalle autorità cinesi lungo il sentiero di graduale liberalizzazione dei movimenti di capitale è rappresentato dall'introduzione della Zona finanziaria speciale di Qianhai. Dagli inizi del 2013 le autorità permettono nello specifico il rimpatrio a Qianhai, a determinate condizioni, di renminbi detenuti all'estero attraverso prestiti transfrontalieri in renminbi da Hong Kong. Esse incoraggiano anche l'emissione da parte di residenti di obbligazioni denominate in renminbi a Hong Kong, la creazione di fondi di fondi a Qianhai e gli investimenti esteri in capitale azionario a Qianhai. Come per i regimi che disciplinano gli investimenti di portafoglio transfrontalieri descritti in precedenza nel testo principale dell'articolo, anche i prestiti transfrontalieri veicolati a Qianhai da Hong Kong sono tuttavia di entità finora ridotta e a gennaio 2013 ammontavano a circa 8 miliardi di renminbi; cfr. Sekine, E., *op. cit.*

26) Cfr. Rajan, R. e Subramanian, A., "Exchange rate flexibility is in Asia's interest", *Financial Times*, 26 settembre 2004; Prasad, E., Rumbaugh, T. e Wang, Q., *op. cit.*; Yu, Y., *op. cit.*

27) Cfr. He, D., Cheung, L., Zhang, W.L. e Wu, T., "How would capital account liberalization affect China's capital flows and the renminbi real exchange rate?", *China and the World Economy*, vol. 20, 2012, pagg. 29-54.

28) Dal 2005 il tasso di cambio del renminbi è libero di oscillare entro una banda ristretta attorno a una parità centrale determinata con riferimento a un paniere di valute mondiali. Ad aprile 2012 tale banda è stata ampliata e portata a ± 1 per cento.

prese e partner commerciali del paese, nel 2012 è stato ampliato e al momento la (quasi) totalità delle operazioni commerciali della Cina può essere regolata in moneta nazionale. Per promuovere l'utilizzo internazionale del renminbi nel commercio, le autorità hanno altresì sviluppato una rete di accordi bilaterali di swap tra la banca centrale della Repubblica popolare cinese e le banche centrali di 25 paesi per un importo totale superiore a 400 miliardi di dollari statunitensi (a ottobre 2013). Finora, tuttavia, tali linee di swap sono state utilizzate in misura marginale²⁹⁾.

Riquadro 2

L'ISTITUZIONE DI UN ACCORDO BILATERALE DI SWAP IN VALUTA TRA LA BANCA CENTRALE EUROPEA E LA BANCA CENTRALE DELLA REPUBBLICA POPOLARE CINESE

L'8 ottobre 2013 la Banca centrale europea (BCE) e la banca centrale della Repubblica popolare cinese hanno istituito un accordo bilaterale di swap in valuta per l'acquisto e il successivo riacquisto reciproco di renminbi ed euro. L'accordo, della durata di tre anni, prevede l'offerta di un massimo di 350 miliardi di renminbi alla BCE e di 45 miliardi di euro alla banca centrale della Repubblica popolare cinese. Dal punto di vista della BCE, esso funge da meccanismo di sostegno in caso di problemi improvvisi e temporanei nel mercato del renminbi connessi a carenze di liquidità. La calibrazione dei parametri operativi in base ai quali i renminbi verranno offerti alle banche dell'area dell'euro sarà coerente con tale finalità. La linea di swap euro/renminbi non mira a gestire alcun problema attuale di funzionamento; serve piuttosto a rassicurare gli operatori, i quali sapranno che esiste una rete di sicurezza in caso di possibili problematiche future, e le banche quanto alla continua disponibilità di renminbi. Quest'ultimo aspetto riveste un'importanza sempre maggiore data la rapida crescita dei flussi commerciali e di investimento bilaterali tra la Cina e l'area dell'euro, che ha fatto aumentare la domanda di servizi finanziari denominati in renminbi all'interno dell'area. Nelle intenzioni, l'accordo di swap sarà utilizzato soltanto come meccanismo di sostegno per affrontare problemi improvvisi e temporanei nel mercato del renminbi dovuti a carenze di liquidità. Non è stato concepito per un utilizzo prolungato e non potrebbe quindi costituire uno strumento di policy per influire sul tasso di cambio o allentare le pressioni collegate a restrizioni sui trasferimenti transfrontalieri. Esso è coerente con la rete di linee di swap istituite con altre banche centrali di economie di importanza sistemica, la crescente rilevanza sistemica della Cina su scala mondiale, i rapporti più stretti tra Europa e Cina, l'espansione del mercato offshore del renminbi in Europa (in cui operano attivamente numerose banche dell'area dell'euro) e le azioni della BCE volte ad assicurare e mantenere la stabilità dei mercati finanziari. La conclusione dell'accordo di swap con la banca centrale della Repubblica popolare cinese riflette pertanto le peculiarità della Cina e la rapida crescita dell'importanza sistemica dell'economia del paese. In questo senso, essa non costituisce un precedente e non prelude all'apertura di ulteriori linee di swap con altri paesi.

3.4 LE PROSPETTIVE PER L'INTERNAZIONALIZZAZIONE DEL RENMINBI

Risulta difficile prevedere il ruolo del renminbi nel futuro sistema monetario internazionale. In primo luogo, alcuni hanno affermato che l'approccio graduale all'internazionalizzazione della moneta cinese scaturisce dall'intenzione delle autorità nazionali di sfruttare i vantaggi offerti dalla liberalizzazione del conto capitale e del tasso di cambio limitando nel contempo i possibili rischi³⁰⁾. Si ritiene ad esempio che la lentezza del processo di liberalizzazione dei movimenti di capitale sia da attribuire alla volontà

29) Cfr. *The PBoC Annual Report*, Banca centrale della Repubblica popolare cinese, 2012.

30) Cfr. Yu, Y., *op. cit.*; Prasad, E. e Ye, L., *op. cit.*

di non esporre troppo rapidamente mercati finanziari interni poco sviluppati a flussi di capitale volatili. Viene al tempo stesso ipotizzato che la Cina abbia liberalizzato determinate transazioni in conto capitale per permettere una limitata partecipazione estera ai mercati finanziari interni con lo scopo di importare tecnologia e know-how e godere di conseguenza dei cosiddetti benefici collaterali³¹⁾. Anche la scelta della sequenza nell'introduzione delle misure di liberalizzazione del conto capitale della Cina – in base a un principio che dà la precedenza agli afflussi sui deflussi, agli investimenti a lungo termine su quelli a breve termine e agli investimenti istituzionali su quelli privati – è stata attribuita a questo spirito³²⁾. Si reputa in tale ottica che il conto capitale e il regime di cambio della Cina possano alla fine essere liberalizzati in misura consistente e che, come conseguenza della solidità delle variabili economiche fondamentali e grazie al sostegno di politiche favorevoli, il renminbi possa diventare una divisa internazionale importante. È stato altresì affermato che le politiche adottate a sostegno dell'internazionalizzazione del renminbi hanno agito da catalizzatori per la prosecuzione delle riforme sul piano interno³³⁾.

In secondo luogo, altri hanno argomentato che la gradualità dei progressi verso la liberalizzazione del conto capitale e del tasso di cambio del renminbi derivi da opinioni contrastanti all'interno della classe dirigente cinese quanto alla portata auspicabile delle riforme³⁴⁾. Da questo punto di vista, la possibilità per la moneta cinese di acquisire lo status di importante valuta internazionale dipenderà dalla misura in cui saranno le forze di mercato più che l'intervento dello Stato a determinare lo sviluppo economico della Cina.

4 CONCLUSIONI

Nonostante i progressi compiuti nella riduzione degli squilibri esterni, in Cina gli squilibri interni – rappresentati in particolare dal livello elevato del rapporto investimenti/PIL e della leva finanziaria – hanno continuato ad ampliarsi. Per affrontarli, servono riforme strutturali ambiziose volte a ridurre gli incentivi che favoriscono gli investimenti e il risparmio a scapito dei consumi. Tali riforme influiranno sia sull'economia reale sia sul settore finanziario e ridefiniranno il ruolo dello Stato nelle decisioni di natura economica. In tale contesto, le riforme intese a promuovere l'internazionalizzazione del renminbi potrebbero catalizzare l'attuazione di riforme sul piano interno. A loro volta, le riforme introdotte per ridurre gli squilibri promuovono altresì la stabilità interna e l'attrattiva del renminbi come valuta di investimento.

- 31) Cfr. Dell'Ariccia, G., Di Giovanni, J., Faria, A., Kose, A., Mauro, P., Ostry, J., Schindler, M. e Terrones, M., "Reaping the Benefits of Financial Globalization", *Occasional Paper Series*, FMI, n. 264, 2008; Kose, M.A., Prasad, E.S., Rogoff, K. e Wei, S.J., "Financial Globalization: A Reappraisal", *IMF Staff Papers*, FMI, vol. 56, n. 1, 2009, pagg. 8-62.
- 32) Cfr. "Financial Statistics Report", Banca centrale della Repubblica popolare cinese, 2011. L'approccio graduale della Cina alla liberalizzazione dei movimenti di capitale e alla riforma dei mercati finanziari interni è sostanzialmente in linea con le raccomandazioni recenti dell'FMI (cfr. *The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View*, FMI, novembre 2012). Esso è altresì coerente con le implicazioni di diversi studi empirici, secondo i quali i benefici della liberalizzazione del conto capitale possono essere colti solo se è stato raggiunto un livello minimo di sviluppo finanziario e istituzionale sul piano interno; cfr. Dell'Ariccia, G., Di Giovanni, J., Faria, A., Kose, A., Mauro, P., Ostry, J., Schindler, M. e Terrones, M., *op. cit.*; Kose, M.A., Prasad, E.S., Rogoff, K. e Wei, S.J., *op. cit.*; Kose, A. e Taylor, A., "Thresholds in the process of international financial integration", *Journal of International Money and Finance*, 30(1), 2011, pagg. 147-179. Alcuni osservatori hanno affermato che la Cina non soddisfa ancora i requisiti necessari per condurre a buon fine la liberalizzazione dei movimenti di capitale; cfr. Lardy, N., "Financial Repression in China", *Peterson Institute for International Economics Working Paper*, n. PB08-8, settembre 2008.
- 33) Cfr. Frankel, J., *Historical precedents for internationalisation of the RMB*, Council on Foreign Relations, Washington D.C., 2011; Subramanian, A., "Renminbi rules: the conditional imminence of the reserve currency transition", *Peterson Institute for International Economics Working Paper*, vol. 11-14, 2012; Thornton, A., *Anaemic ascent: Why China's currency is far from going global*, Lowy Institute for International Policy Analysis, 2012; Yu, Y., *op. cit.*; Ma, J. e Hui, M., "The impact of financial liberalization on China's financial sector" in Udaibir S.D., Fiechter, J. e Sun, T. (a cura di), *China's Road to Greater Financial Stability: Some Policy Perspectives*, FMI, Washington, D.C., luglio 2013, pagg. 191-199.
- 34) Cfr. Cohen, B., "The Yuan tomorrow? Evaluating China's currency internationalization strategy", *New Political Economy*, vol. 17(3), luglio 2012; Heep, S., *China in Global Finance: Domestic Financial Repression and International Financial Power*, Springer, Berlino, di prossima pubblicazione; Hess, P., "China's Financial System: Past Reforms, Future Ambitions and Current State" in Rövekamp, F. e Hilpert, H.G. (a cura di), *Currency Cooperation in East Asia*, Springer, Heidelberg, di prossima pubblicazione.

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 interesse ¹⁾

	M1 ²⁾	M2 ²⁾	M3 ^{2) 3)}	M3 ^{2) 3)} media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche ²⁾	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM ²⁾	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor; valori percentuali in ragione d'anno; valori medi)	Tassi a pronti a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno; fine periodo) ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	4,0	3,1	2,9	-	-0,2	1,2	0,58	1,72
2013							0,22	2,24
2013 1° trim.	6,8	4,3	3,2	-	-0,8	1,5	0,21	1,76
2° trim.	8,1	4,6	2,9	-	-1,1	0,2	0,21	2,14
3° trim.	7,0	4,1	2,2	-	-1,9	1,9	0,22	2,05
4° trim.							0,24	2,24
2013 lug.	7,1	4,1	2,2	2,3	-1,9	1,8	0,22	1,95
ago.	6,8	4,0	2,3	2,2	-2,1	2,4	0,23	2,17
set.	6,7	3,8	2,0	1,9	-2,1	2,7	0,22	2,05
ott.	6,6	3,2	1,4	1,7	-2,2	2,1	0,23	1,95
nov.	6,5	3,1	1,5		-2,3		0,22	1,99
dic.							0,27	2,24

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

	IAPC ¹⁾	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	PIL (dest.)	Produzione industriale (escluse costruzioni)	Utilizzo della capacità produttiva nell'industria 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	-0,7	11,4
2013	1,3							
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	-0,4	-1,1	78,4	-0,8	12,1
4° trim.	0,8							
2013 lug.	1,6	0,0	-	-	-2,0	78,3	-	12,1
ago.	1,3	-0,9	-	-	-1,5	-	-	12,1
set.	1,1	-0,9	-	-	0,2	-	-	12,1
ott.	0,7	-1,3	-	-	0,2	78,4	-	12,1
nov.	0,9	-1,2	-	-			-	12,1
dic.	0,8							

3. Statistiche sull'estero

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)			Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Posizione patrimoniale netta sull'estero (in percentuale del PIL)	Debito estero lordo (in percentuale del PIL)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-21 ⁶⁾ (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti e di portafoglio				Nominale	Reale (IPC)	
2012	131,2	94,9	68,8	689,4	-13,3	127,5	97,9	95,5	1,2848
2013							101,7	98,9	1,3281
2013 1° trim.	26,4	30,7	-7,5	687,8	-12,4	129,1	100,8	98,2	1,3206
2° trim.	58,1	52,1	18,4	564,3	-13,8	126,8	100,9	98,2	1,3062
3° trim.	58,0	41,7	-35,6	586,8			101,9	99,1	1,3242
4° trim.							103,1	99,9	1,3610
2013 lug.	28,4	19,7	-44,4	588,7	-	-	101,5	98,9	1,3080
ago.	13,8	8,3	17,4	613,0	-	-	102,2	99,5	1,3310
set.	15,8	13,7	-8,6	586,8	-	-	102,0	99,1	1,3348
ott.	28,5	19,6	-6,7	579,6	-	-	102,9	99,7	1,3635
nov.				561,5	-	-	102,7	99,5	1,3493
dic.					-	-	103,9	100,6	1,3704

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

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

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



STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

I.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

1. Attività

	6 dicembre 2013	13 dicembre 2013	20 dicembre 2013	27 dicembre 2013	3 gennaio 2014
Oro e crediti in oro	343.920	343.920	343.920	343.920	303.156
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	244.585	243.659	243.969	245.654	241.563
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	23.602	23.849	23.283	22.964	23.237
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	20.374	20.187	19.515	19.517	20.194
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	709.297	713.016	723.303	717.142	752.259
Operazioni di rifinanziamento principali	94.625	98.495	118.911	133.585	168.662
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	614.514	614.393	604.050	583.325	583.325
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	158	128	341	232	270
Crediti connessi a scarti di garanzia	1	1	1	0	2
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	75.888	73.234	74.194	74.985	73.545
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	591.441	591.937	585.284	586.050	591.184
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	241.421	241.251	235.412	235.412	235.929
Altri titoli	350.020	350.686	349.872	350.638	355.255
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	28.328	28.326	28.326	28.326	28.287
Altre attività	243.359	244.893	245.739	246.842	245.133
Attività totali	2.280.794	2.283.020	2.287.531	2.285.399	2.278.560

2. Passività

	6 dicembre 2013	13 dicembre 2013	20 dicembre 2013	27 dicembre 2013	3 gennaio 2014
Banconote in circolazione	935.063	938.657	950.471	958.265	952.900
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	442.136	446.054	462.481	443.733	492.037
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	203.674	223.637	256.078	244.083	298.943
Depositi overnight	54.069	38.341	53.345	59.628	88.213
Depositi a tempo determinato	184.000	184.000	152.251	139.920	104.842
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	394	76	808	102	39
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	5.226	4.980	4.208	4.204	3.239
Certificati di debito	0	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	103.771	104.310	81.371	82.342	81.007
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	114.323	110.181	109.631	115.209	114.211
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	1.976	2.049	2.372	4.434	4.791
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	5.590	5.042	4.024	3.193	3.170
Contropartite dei DSP dell'FMI	53.565	53.565	53.565	53.565	52.717
Altre passività	224.190	223.226	224.454	225.500	220.911
Rivalutazioni	304.534	304.534	304.534	304.534	262.876
Capitale e riserve	90.420	90.420	90.420	90.420	90.701
Passività totali	2.280.794	2.283.020	2.287.531	2.285.399	2.278.560

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 2 ott.	94.466	73	94.466	0,50	-	-	-	7
9	93.366	68	93.366	0,50	-	-	-	7
16	91.234	70	91.234	0,50	-	-	-	7
23	90.605	67	90.605	0,50	-	-	-	7
30	89.319	66	89.319	0,50	-	-	-	7
6 nov.	89.524	64	89.524	0,50	-	-	-	7
13	87.744	67	87.744	0,25	-	-	-	7
20	86.881	71	86.881	0,25	-	-	-	7
27	97.210	78	97.210	0,25	-	-	-	7
4 dic.	94.625	78	94.625	0,25	-	-	-	7
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
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine ⁵⁾								
2013 10 lug.	3.536	21	3.536	0,50	-	-	-	28
1 ago	2.683	43	2.683	0,50	-	-	-	91
7	3.910	24	3.910	0,50	-	-	-	35
29	6.823	38	6.823	0,46	-	-	-	91
11 set.	3.430	23	3.430	0,50	-	-	-	28
26	8.607	51	8.607	0,39	-	-	-	84
9 ott.	3.447	21	3.447	0,50	-	-	-	35
31 ⁶⁾	1.930	43	1.930	-	-	-	-	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

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 2 ott.	Raccolta di depositi a tempo determinato	265.066	117	187.500	-	-	0,50	0,09	0,08	7
9	Raccolta di depositi a tempo determinato	251.347	117	188.000	-	-	0,50	0,09	0,08	7
16	Raccolta di depositi a tempo determinato	219.440	117	188.000	-	-	0,50	0,15	0,09	7
23	Raccolta di depositi a tempo determinato	240.212	132	188.000	-	-	0,50	0,12	0,09	7
30	Raccolta di depositi a tempo determinato	215.802	119	188.000	-	-	0,50	0,18	0,12	7
6 nov.	Raccolta di depositi a tempo determinato	257.518	131	184.000	-	-	0,50	0,13	0,10	7
13	Raccolta di depositi a tempo determinato	254.702	126	184.000	-	-	0,25	0,10	0,09	7
20	Raccolta di depositi a tempo determinato	218.118	122	184.000	-	-	0,25	0,11	0,09	7
27	Raccolta di depositi a tempo determinato	157.764	108	157.764	-	-	0,25	0,25	0,16	7
4 dic.	Raccolta di depositi a tempo determinato	190.189	130	184.000	-	-	0,25	0,25	0,14	7
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

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	18.148,7	9.823,0	562,9	2.481,1	1.323,0	3.958,8	
2013 giu.	18.577,4	9.948,3	593,5	2.531,5	1.426,0	4.078,1	
lug.	18.343,3	9.826,4	596,3	2.515,3	1.422,1	3.983,3	
ago.	18.252,7	9.835,6	587,7	2.494,7	1.353,8	3.981,0	
set.	18.133,7	9.806,2	572,8	2.483,8	1.301,4	3.969,5	
ott. ²⁾	18.148,7	9.823,0	562,9	2.481,1	1.323,0	3.958,8	

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 6 ago.	104,5	269,6	165,1	0,0	0,50
10 set.	104,9	274,5	169,6	0,0	0,50
8 ott.	103,8	268,4	164,7	0,0	0,50
12 nov.	103,8	244,9	141,1	0,0	0,50
10 dic.	103,3	220,2	116,9	0,0	0,25
2014 14 gen. ³⁾	103,3	.	.	.	.

3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema											
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità ⁴⁾	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità ⁵⁾	Banconote in circolazione	Conti delle amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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 9 lug.	615,9	108,8	708,0	1,3	256,4	92,1	195,0	909,3	92,5	115,1	286,5	1.287,9
6 ago.	532,3	104,5	698,6	0,2	255,0	82,6	195,5	917,6	97,1	28,2	269,6	1.269,8
10 set.	531,8	97,5	692,3	0,4	251,1	79,2	191,7	920,4	72,6	34,7	274,5	1.274,2
8 ott.	538,2	96,2	674,6	0,2	248,2	58,9	189,8	918,3	80,1	41,9	268,4	1.245,6
12 nov.	550,9	90,8	652,4	0,1	244,6	52,1	187,2	920,4	70,9	63,4	244,9	1.217,4
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

Fonte: BCE.

- È applicato un coefficiente dell'1 per cento a partire dal periodo di mantenimento che comincia il 18 gennaio 2012. Un coefficiente del 2 per cento è applicato a tutti i periodi di mantenimento precedenti.
- L'aggregato soggetto a riserva a fine ottobre 2013 è utilizzato per il calcolo dell'obbligo di riserva delle istituzioni creditizie dell'area dell'euro per il periodo di mantenimento delle riserve che termina a fine gennaio 2014 e quindi include l'aggregato 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'euro ¹⁾

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività ³⁾
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2011	4.700,4	2.780,5	18,0	1,0	2.761,5	717,2	557,0	10,1	150,1	-	20,3	779,2	8,1	395,0
2012	5.287,6	3.351,2	16,9	1,0	3.333,3	723,1	568,4	10,5	144,2	-	23,4	799,9	8,3	381,8
2013 2° trim.	4.399,4	2.572,6	15,1	1,2	2.556,3	741,7	588,9	25,3	127,4	-	23,6	665,0	8,3	388,4
3° trim.	4.303,2	2.455,0	15,1	1,2	2.438,7	727,9	576,7	26,5	124,7	-	24,6	690,7	8,3	396,8
2013 ago.	4.353,7	2.485,8	15,0	1,2	2.469,5	730,1	579,4	25,9	124,8	-	24,0	711,3	8,3	394,2
set.	4.303,2	2.455,0	15,1	1,2	2.438,7	727,9	576,7	26,5	124,7	-	24,6	690,7	8,3	396,8
ott.	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. ^(p)	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
IFM escluso l'Eurosistema														
2011	33.533,5	18.476,5	1.159,6	11.163,1	6.153,8	4.765,1	1.395,9	1.517,3	1.852,0	50,2	1.212,0	4.253,5	232,3	4.543,9
2012	32.697,6	17.990,5	1.153,4	11.041,7	5.795,4	4.901,6	1.627,0	1.423,3	1.851,3	66,8	1.227,8	4.046,3	214,6	4.249,9
2013 2° trim.	32.009,2	17.528,2	1.101,8	10.978,0	5.448,4	4.959,6	1.785,2	1.407,3	1.767,1	50,9	1.246,4	4.004,8	209,5	4.009,8
3° trim.	31.386,0	17.300,6	1.090,4	10.779,4	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
2013 ago.	31.536,8	17.383,1	1.090,2	10.767,7	5.525,2	4.893,2	1.755,3	1.401,8	1.736,1	58,1	1.223,4	3.951,3	210,1	3.817,6
set.	31.386,0	17.300,6	1.090,4	10.779,4	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	10.730,0	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. ^(p)	31.344,3	17.179,7	1.085,1	10.725,3	5.369,2	4.814,3	1.761,0	1.371,7	1.681,6	56,9	1.239,5	3.969,0	209,7	3.875,5

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ⁴⁾	Obbligazioni ⁵⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività ³⁾
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2011	4.700,4	913,6	2.609,0	63,8	12,1	2.533,1	-	0,0	481,3	284,3	412,2
2012	5.287,6	938,2	3.062,2	81,4	64,5	2.916,4	-	0,0	536,1	298,7	452,4
2013 2° trim.	4.399,4	936,8	2.350,7	107,9	45,7	2.197,1	-	0,0	421,4	241,3	449,3
3° trim.	4.303,2	944,6	2.225,0	82,0	49,2	2.093,8	-	0,0	444,8	225,4	463,5
2013 ago.	4.353,7	945,3	2.250,3	81,3	46,3	2.122,7	-	0,0	469,1	229,4	459,5
set.	4.303,2	944,6	2.225,0	82,0	49,2	2.093,8	-	0,0	444,8	225,4	463,5
ott.	4.228,5	950,4	2.153,1	79,7	69,2	2.004,2	-	0,0	444,4	213,5	467,1
nov. ^(p)	4.147,9	953,5	2.093,0	88,2	58,9	1.945,9	-	0,0	426,9	203,6	470,9
IFM escluso l'Eurosistema											
2011	33.533,5	-	17.312,0	195,5	10.752,1	6.364,4	570,6	5.008,2	2.229,1	3.805,2	4.608,3
2012	32.697,6	-	17.197,8	169,7	10.869,1	6.159,1	534,7	4.848,9	2.343,9	3.495,0	4.277,3
2013 2° trim.	32.009,2	-	17.071,2	235,6	11.085,0	5.750,6	486,9	4.590,6	2.391,8	3.411,0	4.057,8
3° trim.	31.386,0	-	16.851,9	190,9	10.929,5	5.731,6	476,8	4.470,5	2.392,7	3.274,9	3.919,2
2013 ago.	31.536,8	-	16.945,5	180,4	10.950,3	5.814,8	502,5	4.506,4	2.388,8	3.343,0	3.850,6
set.	31.386,0	-	16.851,9	190,9	10.929,5	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	2.400,5	3.297,6	3.968,8
nov. ^(p)	31.344,3	-	16.806,9	175,4	10.940,5	5.691,0	475,0	4.435,6	2.400,8	3.270,9	3.955,1

Fonte: BCE.

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

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

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

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività ²⁾
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2011	26.718,7	12.341,7	1.177,6	11.164,1	3.480,2	1.952,8	1.527,4	741,0	5.032,7	240,4	4.882,7
2012	26.248,6	12.213,0	1.170,3	11.042,7	3.629,2	2.195,4	1.433,8	767,0	4.846,2	222,9	4.570,3
2013 2° trim.	25.930,2	12.096,1	1.116,9	10.979,2	3.806,8	2.374,1	1.432,6	792,5	4.669,8	217,7	4.347,3
3° trim.	25.416,9	11.886,1	1.105,5	10.780,6	3.741,7	2.321,4	1.420,3	792,6	4.587,2	218,7	4.190,6
2013 ago.	25.459,9	11.874,1	1.105,2	10.768,9	3.762,5	2.334,8	1.427,7	781,6	4.662,6	218,4	4.160,7
set.	25.416,9	11.886,1	1.105,5	10.780,6	3.741,7	2.321,4	1.420,3	792,6	4.587,2	218,7	4.190,6
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. ^(p)	25.419,0	11.826,7	1.100,2	10.726,5	3.732,3	2.334,8	1.397,5	795,1	4.618,9	218,1	4.228,1
Transazioni											
2011	992,9	60,3	-55,6	115,9	127,8	151,9	-24,1	-29,9	-37,5	7,8	864,3
2012	87,1	-38,0	-4,7	-33,4	113,1	183,6	-70,5	38,6	-151,1	-14,1	138,6
2013 2° trim.	-441,0	-69,9	-23,6	-46,3	79,7	79,7	0,0	9,1	2,6	-0,3	-462,3
3° trim.	-431,9	-98,3	-12,5	-85,8	-70,6	-58,6	-12,0	-8,4	-75,7	1,1	-180,0
2013 ago.	-160,0	-47,0	-15,0	-32,0	-6,3	-2,8	-3,5	-2,5	-15,9	0,1	-88,5
set.	-21,4	19,0	0,2	18,9	-24,3	-16,3	-8,1	6,1	-31,9	0,4	9,3
ott.	65,1	-22,6	12,5	-35,0	-15,4	5,3	-20,7	-5,6	66,6	-1,2	43,3
nov. ^(p)	-27,7	-15,7	-17,9	2,2	-12,3	-9,1	-3,1	1,4	6,8	0,8	-8,4

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle amministrazioni centrali	Depositi di altre amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ³⁾	Obbligazioni ⁴⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività ²⁾	Eccesso di passività tra IFM rispetto alle attività
Consistenze										
2011	26.718,7	857,5	259,3	10.764,3	520,4	3.006,2	2.219,1	4.089,5	5.020,5	-17,9
2012	26.248,6	876,8	251,0	10.933,5	467,9	2.853,4	2.395,9	3.793,7	4.729,7	-53,3
2013 2° trim.	25.930,2	885,9	343,5	11.130,7	435,9	2.696,1	2.335,8	3.652,2	4.507,1	-57,0
3° trim.	25.416,9	894,0	272,9	10.978,6	417,9	2.642,0	2.372,6	3.500,3	4.382,7	-44,2
2013 ago.	25.459,9	894,2	261,7	10.996,6	444,4	2.645,5	2.392,2	3.572,5	4.310,1	-57,3
set.	25.416,9	894,0	272,9	10.978,6	417,9	2.642,0	2.372,6	3.500,3	4.382,7	-44,2
ott.	25.461,3	897,9	245,2	10.976,8	419,1	2.637,3	2.378,3	3.511,1	4.435,9	-40,3
nov. ^(p)	25.419,0	903,4	263,6	10.999,4	418,1	2.630,4	2.358,3	3.474,5	4.426,0	-54,7
Transazioni										
2011	992,9	49,1	-0,8	168,1	-29,0	50,0	141,4	-199,9	860,3	-46,1
2012	87,1	19,5	-5,1	186,9	-18,2	-124,8	155,4	-251,2	148,2	-23,6
2013 2° trim.	-441,0	18,4	42,2	85,5	-23,4	-66,7	49,4	-105,0	-437,5	-3,8
3° trim.	-431,9	8,1	-70,6	-63,3	-18,1	-41,6	7,0	-130,7	-152,0	29,2
2013 ago.	-160,0	1,4	-55,7	21,2	9,5	-12,5	10,6	-49,9	-99,0	14,4
set.	-21,4	-0,2	11,2	-14,6	-26,4	4,4	-1,9	-54,8	50,7	10,2
ott.	65,1	3,9	-28,0	13,2	1,3	2,8	-6,6	30,5	48,4	-0,4
nov. ^(p)	-27,7	5,4	18,4	27,9	-1,0	-6,1	-3,1	-44,3	-8,4	-16,5

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	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		Prestiti		12
													9	10		11
	Consistenze														
2011	4.807,0	3.800,6	8.607,6	891,7	9.499,2	-	7.678,0	3.164,7	13.286,3	11.018,1	-	927,7			
2012	5.109,9	3.882,3	8.992,2	790,1	9.782,3	-	7.568,4	3.406,0	13.058,6	10.857,4	-	1.035,8			
2013 2° trim.	5.264,3	3.873,7	9.138,0	686,5	9.824,5	-	7.385,8	3.451,5	12.935,2	10.706,7	-	1.004,1			
3° trim.	5.345,8	3.852,4	9.198,2	664,8	9.863,0	-	7.365,9	3.437,3	12.865,1	10.629,0	-	1.079,6			
2013 ago.	5.338,8	3.855,8	9.194,6	685,7	9.880,4	-	7.393,7	3.452,4	12.878,2	10.649,2	-	1.077,9			
set.	5.345,8	3.852,4	9.198,2	664,8	9.863,0	-	7.365,9	3.437,3	12.865,1	10.629,0	-	1.079,6			
ott.	5.397,6	3.820,6	9.218,2	663,1	9.881,4	-	7.395,1	3.464,0	12.827,7	10.607,1	-	1.116,8			
nov. ⁵⁾	5.425,5	3.816,4	9.241,9	659,1	9.901,0	-	7.358,2	3.428,9	12.767,1	10.577,4	-	1.142,1			
	Transazioni														
2011	91,4	69,5	161,0	-8,1	152,8	-	211,9	95,8	49,6	104,0	130,7	162,2			
2012	310,2	78,1	388,3	-55,4	332,8	-	-116,9	184,9	-102,5	-70,8	-16,8	98,8			
2013 2° trim.	66,3	-7,5	58,8	-33,9	24,9	-	-32,9	23,2	-75,7	-94,2	-86,3	78,3			
3° trim.	84,8	-20,4	64,4	-28,8	35,7	-	-36,3	-21,2	-72,5	-71,9	-64,9	61,1			
2013 ago.	37,1	-16,3	20,8	-5,2	15,6	-	-3,8	4,7	-16,8	-18,9	-16,4	22,5			
set.	9,7	-2,3	7,5	-19,3	-11,9	-	-4,2	-18,1	-11,5	-13,0	-16,4	27,8			
ott.	53,6	-30,6	23,0	-1,6	21,4	-	24,9	13,0	-36,3	-14,0	-14,3	45,1			
nov. ⁵⁾	26,9	-4,7	22,2	-2,7	19,5	-	-20,1	-38,9	-59,1	-27,2	-24,2	47,2			
	Variazioni percentuali														
2011	1,9	1,9	1,9	-0,9	1,6	1,7	2,9	3,2	0,4	1,0	1,2	162,2			
2012	6,5	2,1	4,5	-6,5	3,5	3,6	-1,5	5,9	-0,8	-0,6	-0,2	98,8			
2013 2° trim.	7,6	0,1	4,3	-17,0	2,4	2,5	-1,0	2,7	-1,1	-1,6	-1,0	282,0			
3° trim.	6,7	0,1	3,8	-17,6	2,0	1,9	-1,3	0,7	-1,2	-2,1	-1,5	313,3			
2013 ago.	6,8	0,4	4,0	-16,4	2,3	2,2	-1,2	2,2	-1,2	-2,1	-1,5	282,9			
set.	6,7	0,1	3,8	-17,6	2,0	1,9	-1,3	0,7	-1,2	-2,1	-1,5	313,3			
ott.	6,6	-1,2	3,2	-17,9	1,4	1,7	-0,8	0,8	-1,4	-2,2	-1,7	329,9			
nov. ⁵⁾	6,5	-1,5	3,1	-16,2	1,5	.	-0,9	-0,6	-1,6	-2,3	-1,8	315,8			

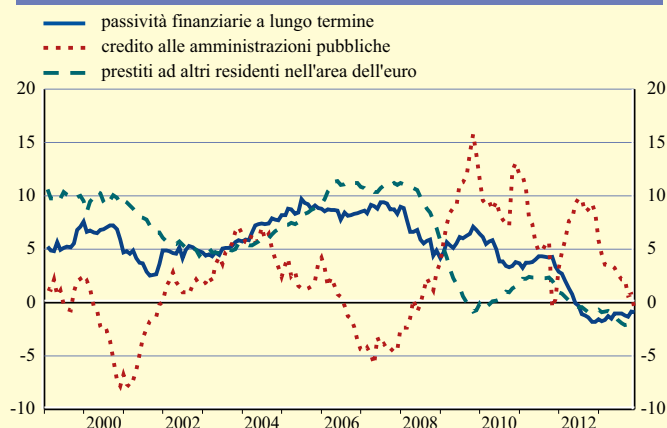
F1 Aggregati monetari ¹⁾

(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⁾

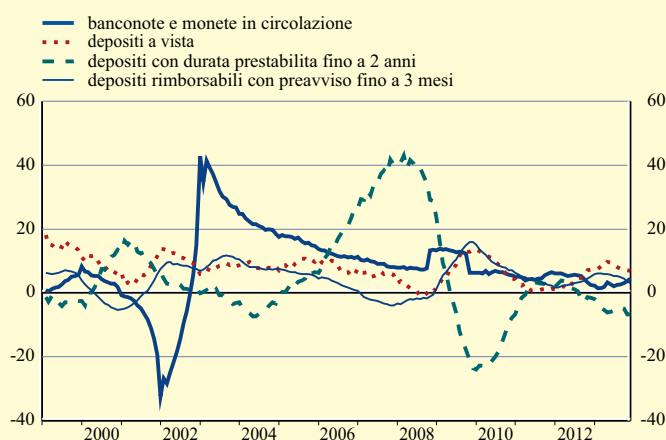
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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											
2011	843,9	3.963,1	1.838,6	1.961,9	146,2	537,8	207,7	2.812,9	115,3	2.544,2	2.205,7
2012	863,9	4.246,0	1.801,8	2.080,6	123,7	483,3	183,2	2.685,0	106,1	2.395,2	2.382,1
2013 2° trim.	880,8	4.383,5	1.751,3	2.122,4	117,7	438,6	130,2	2.562,8	96,6	2.401,5	2.324,9
3° trim.	893,7	4.452,1	1.719,5	2.132,9	110,4	421,7	132,7	2.505,5	93,6	2.393,1	2.373,7
2013 ago.	890,8	4.448,0	1.727,4	2.128,4	123,0	434,5	128,3	2.515,1	95,4	2.393,8	2.389,3
set.	893,7	4.452,1	1.719,5	2.132,9	110,4	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	117,9	423,1	122,1	2.516,5	92,7	2.401,6	2.384,3
nov. ^(p)	902,9	4.522,5	1.684,1	2.132,4	118,7	417,6	122,8	2.513,6	92,1	2.394,2	2.358,3
Transazioni											
2011	48,9	42,6	35,8	33,8	-16,8	-29,6	38,2	17,5	-2,5	56,0	140,8
2012	20,2	290,0	-36,5	114,6	-17,0	-20,0	-18,4	-105,8	-10,2	-156,1	155,1
2013 2° trim.	11,6	54,7	-27,8	20,3	-4,4	-18,7	-10,8	-54,2	-4,3	-8,0	33,7
3° trim.	12,9	71,9	-32,1	11,7	-15,4	-16,8	3,4	-45,8	-3,0	-6,5	19,0
2013 ago.	5,6	31,5	-16,8	0,5	-5,9	-1,4	2,1	-13,5	-0,1	-3,0	12,8
set.	2,9	6,8	-7,0	4,7	-12,5	-12,7	5,8	-3,2	-1,8	-1,3	2,1
ott.	4,3	49,3	-26,6	-4,0	7,6	1,5	-10,7	18,6	-0,9	9,0	-1,8
nov. ^(p)	4,9	22,0	-8,9	4,2	1,3	-5,5	1,4	-2,8	-0,6	-7,6	-9,1
Variazioni percentuali											
2011	6,1	1,1	2,0	1,8	-9,8	-5,1	29,2	0,7	-2,1	2,3	6,9
2012	2,4	7,3	-2,0	5,8	-11,8	-3,9	-9,6	-3,8	-8,8	-6,1	6,9
2013 2° trim.	2,1	8,8	-5,6	5,4	-9,3	-11,2	-35,6	-4,8	-14,8	-3,2	6,5
3° trim.	3,1	7,4	-4,9	4,5	-17,9	-11,9	-30,9	-6,5	-14,9	-1,5	5,5
2013 ago.	2,7	7,6	-4,5	4,8	-9,8	-10,1	-35,4	-6,5	-14,2	-1,6	6,1
set.	3,1	7,4	-4,9	4,5	-17,9	-11,9	-30,9	-6,5	-14,9	-1,5	5,5
ott.	3,7	7,1	-6,6	3,5	-10,0	-12,5	-36,0	-5,4	-14,8	-0,9	5,1
nov. ^(p)	4,5	6,9	-6,8	3,1	-9,6	-12,6	-30,2	-5,5	-14,4	-0,7	4,8

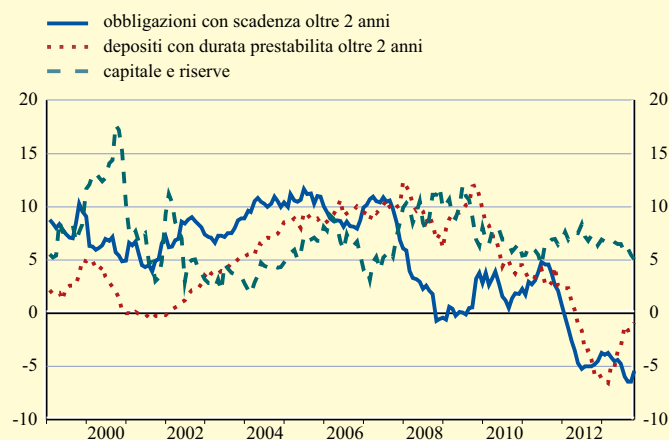
F3 Componenti degli aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

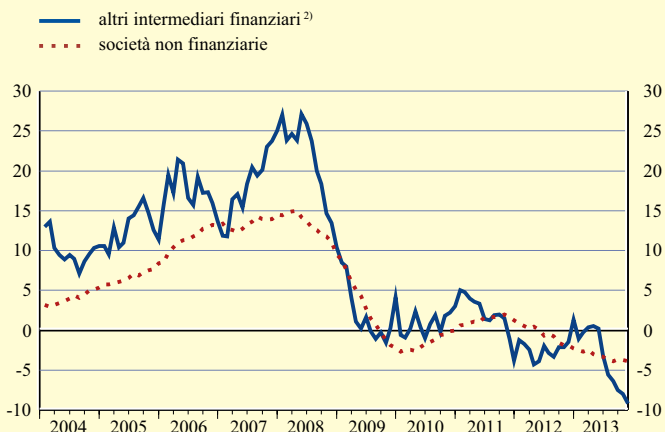
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

3. Prestiti in contropartita di M3

	Società di assicurazione e fondi pensione		Società non finanziarie				Famiglie ³⁾					
	Totale	Altri intermediari finanziari ²⁾	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti		
											Prestiti corretti per cessioni e cartolarizzazioni ⁴⁾	Prestiti corretti per cessioni e cartolarizzazioni ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2011	91,1	965,3	4.729,6	-	1.147,7	860,6	2.721,2	5.232,1	-	625,9	3.777,2	828,9
2012	89,0	977,0	4.548,8	-	1.132,1	795,7	2.621,0	5.242,5	-	601,8	3.824,3	816,5
2013 2° trim.	94,3	932,1	4.442,8	-	1.107,5	770,0	2.565,3	5.237,6	-	587,2	3.842,0	808,4
3° trim.	95,4	902,7	4.395,1	-	1.082,9	762,5	2.549,7	5.235,9	-	582,1	3.845,4	808,3
2013 ago.	96,4	910,6	4.410,6	-	1.086,3	770,4	2.554,0	5.231,6	-	586,4	3.839,4	805,8
set.	95,4	902,7	4.395,1	-	1.082,9	762,5	2.549,7	5.235,9	-	582,1	3.845,4	808,3
ott.	97,2	897,1	4.379,8	-	1.072,0	760,9	2.546,9	5.233,0	-	575,3	3.853,3	804,4
nov. ^(p)	100,2	883,5	4.364,4	-	1.063,0	759,1	2.542,3	5.229,4	-	572,4	3.856,2	800,7
Transazioni												
2011	1,3	-37,5	58,6	64,5	24,0	-22,9	57,4	81,6	102,3	-11,6	85,8	7,4
2012	-2,0	12,9	-107,3	-61,8	6,5	-51,4	-62,4	25,6	34,3	-17,8	48,3	-4,9
2013 2° trim.	1,2	-36,8	-50,1	-50,5	-24,1	-6,6	-19,4	-8,4	0,0	-5,0	0,4	-3,8
3° trim.	1,4	-40,4	-35,7	-37,9	-17,0	-8,2	-10,4	2,7	10,9	-0,6	3,5	-0,1
2013 ago.	0,7	-9,3	-13,0	-12,5	-7,8	-1,4	-3,8	2,7	4,0	-1,5	3,9	0,3
set.	-1,1	-8,5	-9,3	-10,0	-0,3	-6,9	-2,1	5,8	3,0	-0,7	6,0	0,5
ott.	1,9	-3,9	-14,8	-16,6	-9,3	1,0	-6,4	2,8	4,5	-6,1	8,3	0,5
nov. ^(p)	2,9	-14,2	-13,1	-13,6	-8,0	-1,6	-3,5	-2,8	0,6	-2,4	3,0	-3,4
Variazioni percentuali												
2011	1,6	-3,8	1,3	1,4	2,1	-2,6	2,2	1,6	2,0	-1,8	2,3	0,9
2012	-2,2	1,3	-2,3	-1,3	0,6	-6,0	-2,3	0,5	0,7	-2,9	1,3	-0,6
2013 2° trim.	11,8	-3,1	-3,3	-2,4	-1,9	-6,2	-3,0	0,0	0,3	-3,6	0,9	-1,2
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
2013 ago.	12,7	-6,3	-3,8	-3,0	-4,4	-5,3	-3,1	0,1	0,4	-2,5	0,7	-1,2
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	-3,8	-3,0	-4,2	-5,2	-3,1	0,2	0,3	-3,1	0,9	-1,1
nov. ^(p)	14,0	-9,1	-3,9	-3,1	-4,7	-4,9	-3,2	0,1	0,3	-3,4	0,9	-1,5

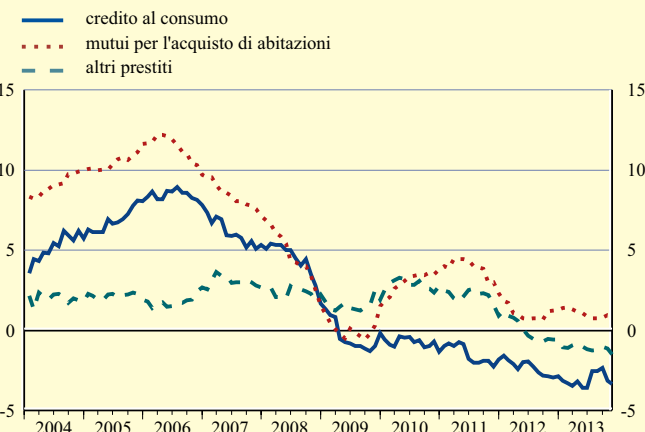
F5 Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie ¹⁾

(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													
2012	81,6	64,2	4,5	12,9	1.169,5	196,2	599,6	229,4	340,5	4.538,2	1.123,7	794,6	2.619,9
2013 2° trim.	95,2	79,2	3,8	12,2	1.188,3	252,6	628,3	218,8	341,2	4.451,1	1.117,8	770,7	2.562,6
3° trim.	98,5	82,1	3,5	12,9	1.048,5	137,7	504,3	215,2	329,1	4.394,6	1.080,2	764,0	2.550,4
2013 set.	98,5	82,1	3,5	12,9	1.048,5	137,7	504,3	215,2	329,1	4.394,6	1.080,2	764,0	2.550,4
ott.	100,4	83,3	3,7	13,5	1.018,2	123,3	473,2	215,7	329,3	4.377,7	1.066,5	762,8	2.548,5
nov. ^(p)	101,0	83,4	3,8	13,8	1.016,4	133,2	471,8	216,7	327,9	4.371,9	1.062,9	759,6	2.549,4
Transazioni													
2012	-1,7	0,6	-1,8	-0,5	51,8	38,7	21,1	13,1	17,6	-108,5	5,8	-51,5	-62,8
2013 2° trim.	3,6	3,6	-0,1	0,1	-16,0	17,8	-1,1	-2,9	-12,0	-40,5	-16,2	-5,0	-19,2
3° trim.	3,7	3,2	-0,3	0,7	-43,7	-8,0	-32,2	2,4	-13,9	-44,5	-30,1	-7,4	-7,0
2013 set.	-1,6	-2,0	0,0	0,4	11,3	5,7	13,9	0,1	-2,7	-0,7	9,8	-6,1	-4,4
ott.	1,9	1,2	0,2	0,6	-22,1	-7,9	-23,8	1,3	0,4	-16,4	-12,2	1,3	-5,5
nov. ^(p)	0,5	0,1	0,1	0,3	1,8	14,2	2,4	0,9	-1,5	-3,6	-2,5	-3,1	2,0
Variazioni percentuali													
2012	-2,0	0,9	-28,6	-3,5	4,6	24,7	3,6	6,0	5,5	-2,3	0,5	-6,0	-2,3
2013 2° trim.	11,4	17,3	-29,6	-2,2	3,9	42,7	8,8	-0,8	-1,5	-3,3	-1,9	-6,2	-3,0
3° trim.	10,0	14,6	-37,6	5,2	-4,2	12,4	-4,1	-0,8	-5,9	-3,6	-3,2	-5,6	-3,2
2013 set.	10,0	14,6	-37,6	5,2	-4,2	12,4	-4,1	-0,8	-5,9	-3,6	-3,2	-5,6	-3,2
ott.	8,4	11,3	-31,6	7,8	-5,6	4,0	-7,9	0,1	-5,4	-3,7	-4,2	-5,1	-3,1
nov. ^(p)	14,2	17,2	-19,7	9,6	-4,7	20,8	-4,7	0,0	-7,8	-3,8	-4,7	-4,9	-3,1

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 10	11	12	13	14
Consistenze														
2012	5.252,5	604,3	136,4	175,2	292,7	3.830,9	14,4	56,6	3.760,0	817,3	419,4	139,8	80,7	596,9
2013 2° trim.	5.243,4	589,5	130,9	171,3	287,3	3.840,4	13,7	55,7	3.771,1	813,5	414,1	144,7	78,4	590,3
3° trim.	5.237,7	583,0	130,4	170,4	282,3	3.847,0	12,6	55,8	3.778,6	807,7	413,6	138,4	77,6	591,7
2013 set.	5.237,7	583,0	130,4	170,4	282,3	3.847,0	12,6	55,8	3.778,6	807,7	413,6	138,4	77,6	591,7
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. ^(p)	5.236,1	572,9	125,3	168,4	279,1	3.857,5	12,7	56,0	3.788,9	805,8	408,9	140,3	77,2	588,3
Transazioni														
2012	25,0	-17,8	-3,2	-6,2	-8,4	47,8	0,2	0,2	47,4	-4,9	-5,7	-0,4	-6,9	2,3
2013 2° trim.	6,6	-0,1	1,5	-1,0	-0,6	3,3	0,2	-0,3	3,4	3,4	-2,1	3,7	0,1	-0,3
3° trim.	-1,2	-2,1	0,0	-1,0	-1,1	6,7	-1,1	0,1	7,7	-5,9	-1,5	-6,0	-0,7	0,9
2013 set.	9,8	0,4	1,8	-0,5	-1,0	8,1	0,0	-0,2	8,4	1,4	2,0	1,8	-0,9	0,4
ott.	1,5	-5,8	-3,0	-1,9	-1,0	7,8	0,2	0,1	7,5	-0,5	-0,1	-1,1	0,1	0,6
nov. ^(p)	3,4	-3,0	-0,9	-0,7	-1,4	3,2	-0,1	0,1	3,2	3,2	-1,7	4,0	-0,2	-0,6
Variazioni percentuali														
2012	0,5	-2,8	-2,2	-3,4	-2,8	1,3	1,3	0,3	1,3	-0,6	-1,4	-0,3	-7,8	0,4
2013 2° trim.	0,0	-3,6	-2,4	-5,0	-3,3	0,9	-0,1	-2,1	0,9	-1,2	-1,6	-1,1	-7,3	-0,3
3° trim.	0,1	-2,3	-0,8	-3,9	-2,1	0,8	-10,1	-2,4	0,9	-1,0	-1,2	-1,1	-5,6	-0,4
2013 set.	0,1	-2,3	-0,8	-3,9	-2,1	0,8	-10,1	-2,4	0,9	-1,0	-1,2	-1,1	-5,6	-0,4
ott.	0,2	-3,2	-2,6	-5,0	-2,3	0,9	-8,4	-2,5	1,0	-1,1	-1,3	-1,8	-5,3	-0,4
nov. ^(p)	0,1	-3,3	-2,8	-4,9	-2,7	0,9	-8,8	-2,5	1,0	-1,5	-1,4	-3,4	-5,1	-0,5

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

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

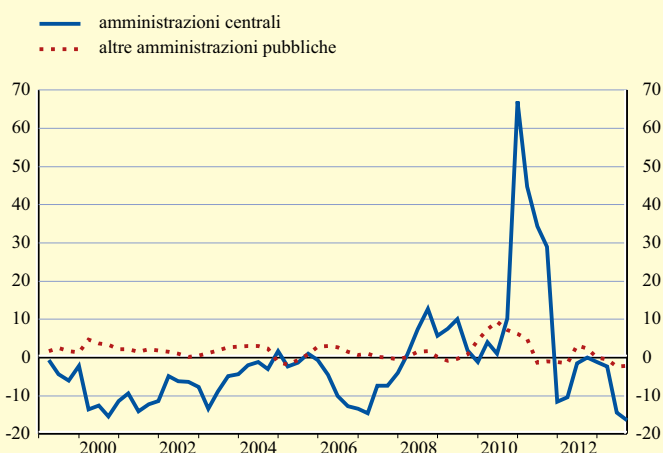
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2011	1.159,6	348,9	221,7	567,4	21,7	3.021,6	2.022,7	998,9	62,4	936,4
2012	1.153,4	341,8	221,6	565,9	24,1	2.868,8	1.906,7	962,1	60,7	901,4
2012 4° trim.	1.153,4	341,8	221,6	565,9	24,1	2.868,8	1.906,7	962,1	60,7	901,4
2013 1° trim.	1.124,3	312,4	217,0	568,8	26,0	2.891,7	1.889,5	1.002,2	60,0	942,2
2° trim.	1.101,8	290,3	218,1	565,3	28,0	2.878,5	1.893,7	984,9	58,0	926,8
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										
2011	-54,9	-45,9	-0,3	14,6	-23,3	15,6	-26,2	41,6	12,9	28,7
2012	-3,6	-4,1	-4,9	2,9	2,4	-128,3	-100,8	-27,5	-1,0	-26,5
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	10,8	-26,8	37,7	-1,0	38,7
2° trim.	-22,1	-21,8	1,1	-3,5	2,0	18,7	25,2	-6,5	-1,3	-5,2
3° trim. ^(p)	-12,5	-5,1	-4,5	-6,4	3,5	-91,6	-77,2	-14,4	2,4	-16,8
Variazioni percentuali										
2011	-4,5	-11,6	-0,2	2,7	-51,6	0,6	-1,1	4,4	26,7	3,2
2012	-0,3	-1,2	-2,2	0,5	11,2	-4,2	-4,9	-2,8	-1,8	-2,8
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

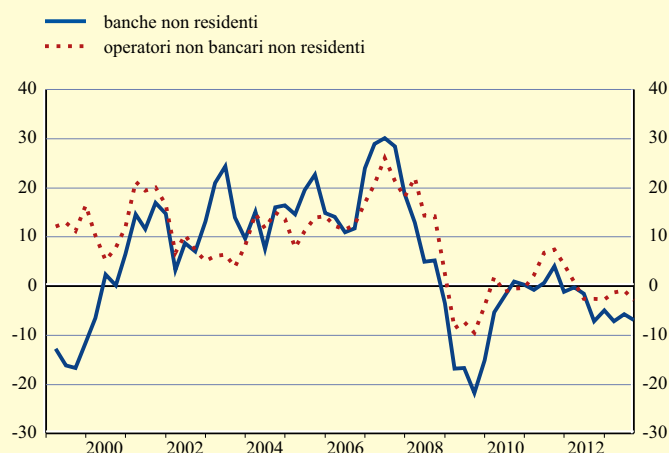
F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche ²⁾

(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)

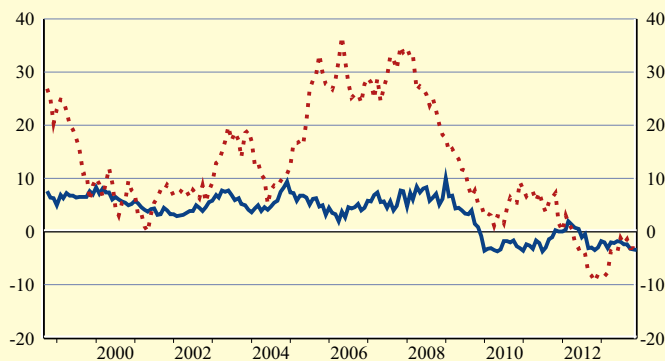
1. Depositi degli intermediari finanziari

	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		con controparti centrali
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Consistenze															
2011	703,8	91,9	79,9	512,4	4,0	0,2	15,5	2.221,0	390,0	284,9	1.190,7	14,7	0,5	340,2	260,0
2012	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 2° trim.	678,8	104,2	78,0	479,4	7,9	0,3	9,0	2.123,8	455,5	230,5	994,3	16,9	0,2	426,3	343,4
3° trim.	669,6	106,5	74,6	470,7	8,2	0,1	9,5	1.960,3	443,2	235,2	969,7	17,2	0,3	294,7	212,3
2013 ago.	675,2	104,0	80,6	472,9	8,4	0,4	8,9	1.966,6	436,1	235,5	978,3	16,8	0,3	299,5	206,9
set.	669,6	106,5	74,6	470,7	8,2	0,1	9,5	1.960,3	443,2	235,2	969,7	17,2	0,3	294,7	212,3
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	187,8
nov. ^(p)	660,6	104,8	72,6	465,4	7,1	0,1	10,6	1.901,9	433,8	216,7	961,9	23,3	0,5	265,6	183,6
Transazioni															
2011	0,0	11,5	4,2	-14,2	1,1	-0,1	-2,6	2,4	28,8	-29,1	5,7	-2,6	0,1	-0,4	5,5
2012	-12,5	15,2	2,6	-27,6	2,0	0,0	-4,7	-176,7	23,9	-49,5	-166,0	-2,0	-0,3	17,2	13,3
2013 2° trim.	-17,9	-9,3	-5,4	-0,7	0,0	0,0	-2,5	15,0	14,3	-7,0	-21,3	1,8	0,0	27,2	29,4
3° trim.	-9,1	2,4	-3,7	-9,2	0,9	-0,2	0,6	-80,4	-11,8	4,8	-24,7	0,2	0,1	-49,1	-40,2
2013 ago.	-8,9	-5,0	-0,2	-2,6	0,5	0,1	-1,7	-1,8	0,2	2,9	-9,1	-0,7	0,1	4,7	10,2
set.	-5,2	2,6	-5,9	-2,3	0,0	-0,2	0,7	-6,6	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	-30,2	-5,7	-9,1	-4,5	0,1	0,1	-11,1	-13,0
nov. ^(p)	-8,2	-0,8	-4,7	-2,5	-0,8	0,0	0,6	-9,1	-3,5	-9,2	-3,2	6,2	0,1	0,5	2,2
Variazioni percentuali															
2011	0,0	14,1	5,6	-2,7	43,3	-	-13,1	0,2	8,1	-9,3	0,4	-10,0	-	-0,2	2,1
2012	-1,8	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 2° trim.	-1,9	6,6	-0,2	-4,2	27,9	-	-8,2	-1,2	12,1	-9,0	-9,0	12,4	-	11,5	16,3
3° trim.	-3,2	5,6	-5,2	-5,0	31,7	-	-13,3	-3,1	2,5	-1,1	-6,4	27,1	-	-3,3	2,7
2013 ago.	-2,3	5,3	2,9	-4,9	32,2	-	-15,5	-1,4	5,3	-1,5	-5,9	24,6	-	2,4	5,2
set.	-3,2	5,6	-5,2	-5,0	31,7	-	-13,3	-3,1	2,5	-1,1	-6,4	27,1	-	-3,3	2,7
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	1,1
nov. ^(p)	-3,4	2,4	-5,2	-4,3	17,2	-	-16,0	-3,6	3,0	-8,0	-6,7	74,3	-	-3,4	-0,9

F9 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

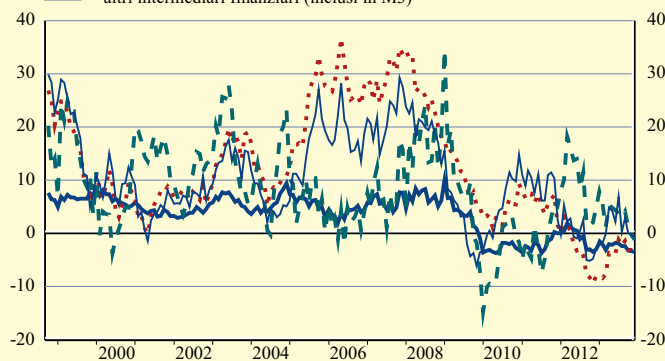
- società di assicurazione e fondi pensione (totale)
- altri intermediari finanziari (totale)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

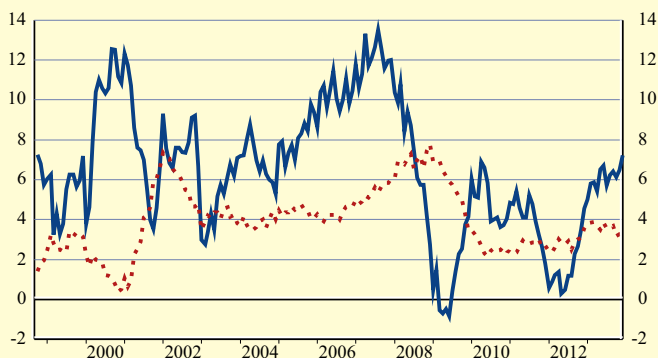
2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie ³⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze														
2011	1.686,9	1.054,3	444,3	97,7	72,3	2,0	16,3	5.894,0	2.255,7	948,1	723,7	1.837,1	106,7	22,7
2012	1.763,8	1.150,8	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 2° trim.	1.762,0	1.151,8	389,6	115,9	92,4	1,7	10,6	6.210,0	2.446,4	928,9	770,4	1.970,0	88,2	6,1
3° trim.	1.792,1	1.174,6	392,2	118,9	95,0	1,8	9,7	6.202,8	2.460,2	902,5	783,6	1.965,2	84,9	6,3
2013 ago. set.	1.786,8	1.165,8	395,6	116,9	94,7	1,8	12,1	6.221,0	2.463,3	914,6	778,3	1.971,4	86,7	6,6
ott.	1.792,1	1.174,6	392,2	118,9	95,0	1,8	9,7	6.202,8	2.460,2	902,5	783,6	1.965,2	84,9	6,3
nov. ⁴⁾	1.814,0	1.181,9	402,1	120,8	94,8	1,8	12,6	6.209,7	2.478,6	891,0	791,1	1.958,7	84,5	5,7
	1.840,2	1.210,1	400,8	121,1	95,0	1,9	11,5	6.229,2	2.502,5	886,1	796,2	1.954,6	84,2	5,6
Transazioni														
2011	9,5	10,0	-4,6	8,8	-5,0	0,4	-0,2	139,0	7,4	42,4	55,3	43,6	-2,6	-7,0
2012	84,2	101,6	-35,5	12,9	9,5	0,0	-4,3	224,8	90,4	33,7	21,8	100,7	-9,6	-12,3
2013 2° trim.	15,8	29,7	-19,9	5,7	0,8	0,0	-0,5	46,0	69,9	-35,6	12,3	6,6	-4,9	-2,2
3° trim.	34,0	25,1	2,4	4,1	3,2	0,1	-0,8	-6,0	14,1	-26,5	14,0	-4,6	-3,3	0,2
2013 ago. set.	23,2	16,9	2,3	1,0	1,4	-0,1	1,8	9,8	12,7	-6,7	4,1	0,3	-0,3	-0,3
ott.	7,9	10,9	-3,0	2,0	0,4	0,0	-2,3	-17,6	-2,8	-11,9	5,4	-6,2	-1,8	-0,3
nov. ⁴⁾	23,6	8,3	10,7	1,8	-0,2	0,1	2,9	6,9	18,7	-11,8	7,5	-6,4	-0,5	-0,6
	25,6	27,9	-2,0	0,3	0,6	0,0	-1,2	19,3	23,7	-5,0	5,1	-4,1	-0,3	-0,1
Variazioni percentuali														
2011	0,6	1,0	-1,0	10,0	-6,5	28,9	-3,4	2,4	0,3	4,7	8,3	2,4	-2,4	-23,6
2012	5,0	9,6	-8,0	13,4	13,0	-1,4	-26,5	3,8	4,0	3,6	3,0	5,5	-8,9	-54,2
2013 2° trim.	5,7	8,9	-5,1	15,1	10,8	-4,2	-12,8	3,6	7,0	-3,8	3,1	4,9	-15,4	-57,7
3° trim.	6,1	8,0	-2,0	15,2	11,0	2,0	-12,2	3,2	7,2	-6,4	4,9	3,9	-15,8	-50,3
2013 ago. set.	6,4	8,4	-2,1	13,4	13,2	10,3	4,6	3,7	8,0	-5,1	4,0	4,2	-15,2	-50,3
ott.	6,1	8,0	-2,0	15,2	11,0	2,0	-12,2	3,2	7,2	-6,4	4,9	3,9	-15,8	-50,3
nov. ⁴⁾	6,5	8,2	-1,4	15,3	11,5	4,8	5,5	3,3	8,5	-8,1	6,2	2,9	-15,7	-52,0
	7,2	9,3	-1,2	15,4	10,5	-6,7	2,3	3,3	8,9	-8,8	7,4	2,4	-15,3	-52,2

F11 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

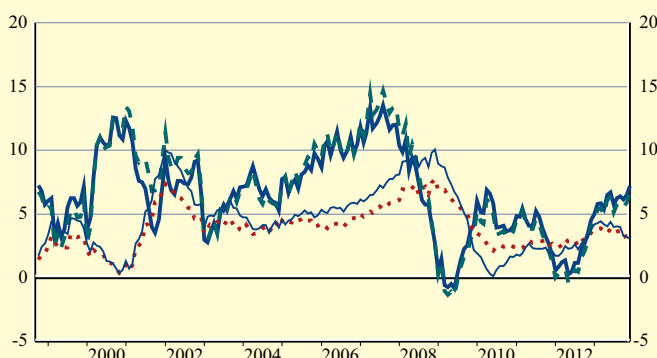
- società non finanziarie (totale)
- famiglie (totale)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



Fonte: BCE.

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

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

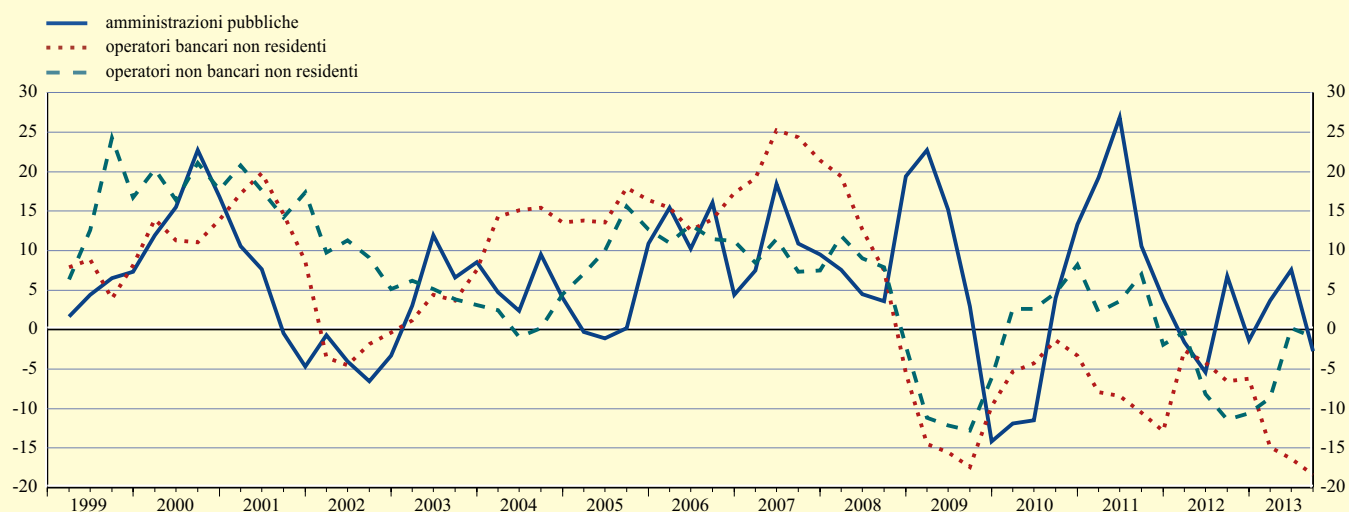
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2011	442,0	195,5	48,6	112,6	85,4	3.153,6	2.175,0	978,6	44,3	934,3
2012	448,0	169,7	62,8	111,7	103,8	2.895,9	2.016,6	879,3	39,8	839,4
2012 4° trim.	448,0	169,7	62,8	111,7	103,8	2.895,9	2.016,6	879,3	39,8	839,4
2013 1° trim.	499,4	207,8	67,2	111,8	112,5	2.905,4	1.989,5	915,9	37,6	878,3
2° trim.	546,0	235,6	70,9	115,4	124,2	2.807,0	1.873,3	933,7	35,4	898,3
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										
2011	17,1	3,3	0,6	2,3	10,8	-334,9	-314,6	-20,3	-2,1	-18,2
2012	-7,9	-22,6	-0,3	-0,4	15,5	-239,7	-135,8	-103,9	-5,1	-98,8
2012 4° trim.	-61,5	-32,3	-30,2	0,4	0,6	-206,4	-138,9	-67,5	-3,3	-64,1
2013 1° trim.	50,3	38,2	4,1	0,1	7,9	-2,3	-33,0	30,7	-2,0	32,7
2° trim.	46,7	27,7	3,8	3,6	11,7	-68,7	-98,6	29,9	-1,8	31,7
3° trim. ^(p)	-49,8	-44,7	-0,1	-1,6	-3,4	-128,9	-126,6	-2,3	7,9	-10,2
Variazioni percentuali										
2011	3,9	1,3	1,3	2,1	14,6	-9,8	-12,8	-1,9	-4,4	-1,8
2012	-1,4	-11,7	10,3	-0,4	18,2	-7,5	-6,3	-10,6	-11,9	-10,5
2012 4° trim.	-1,4	-11,7	10,3	-0,4	18,2	-7,5	-6,3	-10,6	-11,9	-10,5
2013 1° trim.	3,6	9,8	-12,3	-1,5	12,8	-12,9	-14,9	-8,7	-33,0	-7,2
2° trim.	7,6	23,9	-28,2	2,9	16,5	-11,5	-16,3	0,2	-14,4	0,8
3° trim. ^(p)	-2,8	-5,4	-24,1	2,2	16,2	-13,1	-18,4	-0,9	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.

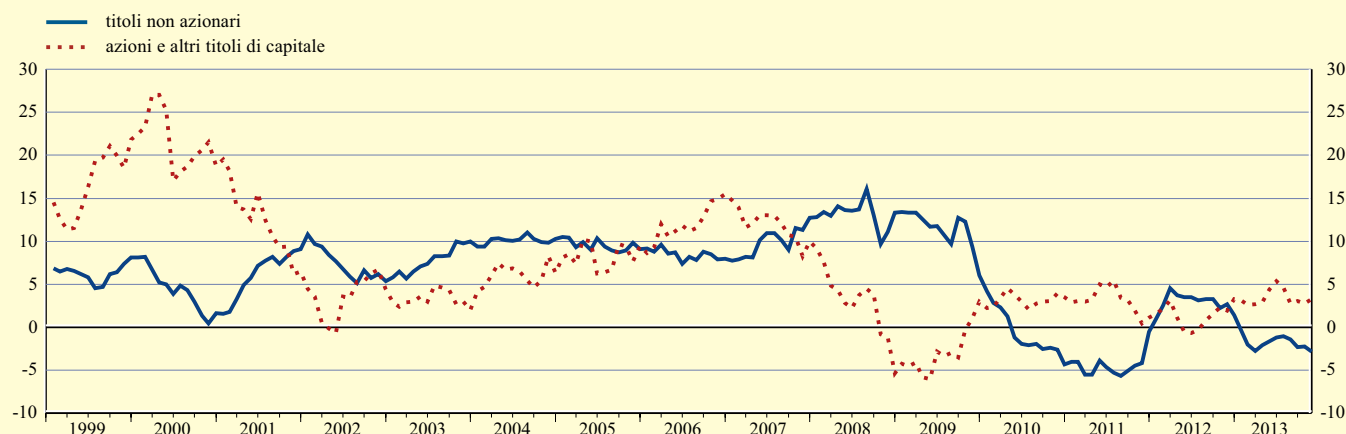
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ^{1), 2)}

(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												
2011	5.697,6	1.764,2	87,8	1.373,0	22,9	1.489,0	28,3	932,5	1.507,4	484,0	728,0	295,4
2012	5.774,4	1.748,4	102,9	1.594,2	32,8	1.399,6	23,6	872,8	1.528,5	475,7	752,1	300,7
2013 2° trim.	5.774,5	1.650,0	117,1	1.755,9	29,3	1.380,6	26,7	814,9	1.554,7	468,9	777,5	308,4
3° trim.	5.649,4	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
2013 ago.	5.698,3	1.625,6	110,5	1.723,9	31,4	1.374,3	27,5	805,1	1.533,3	457,2	766,1	310,0
set.	5.649,4	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	1.346,3	28,2	800,7	1.556,3	458,0	776,6	321,7
nov. ^(p)	5.616,0	1.578,7	103,0	1.735,0	26,0	1.344,3	27,4	801,7	1.567,3	460,9	778,6	327,8
Transazioni												
2011	-29,2	45,1	7,8	-2,6	5,5	-24,8	-0,1	-60,1	17,0	60,2	-31,5	-11,7
2012	82,5	-17,8	15,9	191,7	10,5	-67,5	-3,9	-46,3	49,9	6,6	38,0	5,3
2013 2° trim.	7,8	-48,6	-5,2	83,4	-1,7	-0,8	0,0	-19,3	19,7	9,9	9,2	0,6
3° trim.	-123,7	-50,2	-14,5	-45,9	0,8	-15,4	2,3	-0,8	-13,4	-14,1	-8,7	9,4
2013 ago.	-23,5	-14,0	-8,1	1,6	2,5	-3,3	-0,2	-1,9	-25,6	-22,3	-2,6	-0,7
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. ^(p)	-17,8	-8,3	1,3	-3,2	-3,1	-2,1	-1,1	-1,2	8,9	2,7	1,7	4,5
Variazioni percentuali												
2011	-0,5	2,7	7,7	-0,2	33,7	-1,6	-0,8	-6,2	1,1	13,8	-4,1	-3,8
2012	1,5	-1,0	18,1	14,1	47,7	-4,6	-14,2	-4,9	3,3	1,3	5,2	1,8
2013 2° trim.	-1,2	-7,6	19,7	10,4	-8,8	-3,5	7,7	-7,2	5,4	-1,3	8,1	9,7
3° trim.	-2,3	-11,0	-2,2	6,5	-2,2	0,9	15,2	-5,7	3,0	-4,7	4,5	12,3
2013 ago.	-1,4	-10,8	6,8	9,6	2,5	0,5	13,6	-6,2	2,7	-4,2	5,3	8,0
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	0,1	-4,0	2,8	-4,4	4,3	11,0
nov. ^(p)	-2,9	-11,2	-5,4	4,5	-18,2	0,5	17,7	-4,4	3,3	-2,0	2,6	14,1

FI4 Disponibilità in titoli delle IFM ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

1. Prestiti, titoli diversi da azioni e depositi

	IFM ³⁾							Non IFM						
	Tutte le valute (consistenze)	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute (consistenze)	Euro ⁴⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Prestiti a														
<i>Residenti nell'area dell'euro</i>														
2011	6.153,8	-	-	-	-	-	12.322,7	96,2	3,8	1,9	0,3	1,1	0,4	
2012	5.795,4	-	-	-	-	-	12.195,1	96,4	3,6	1,7	0,2	0,9	0,5	
2013 2° trim.	5.448,4	-	-	-	-	-	12.079,8	96,5	3,5	1,8	0,2	0,9	0,4	
3° trim. ^(p)	5.430,8	-	-	-	-	-	11.869,8	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	962,1	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	984,9	39,6	60,4	39,4	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	11.038,7	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	11.320,6	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	11.120,4	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	879,3	52,4	47,6	31,3	1,9	1,2	6,3
2013 2° trim.	1.873,3	56,7	43,3	29,1	1,3	0,9	7,1	933,7	50,4	49,6	33,3	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)	4.710,1	80,7	19,3	11,0	1,2	1,8	2,7

Fonte: BCE.

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

2.8 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro 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 apr.	7.764,7	520,4	3.134,7	2.159,9	1.042,3	248,7	658,8
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.	7.768,3	507,5	3.099,3	2.224,3	1.064,7	251,1	621,4
ott. ^(p)	7.946,7	532,5	3.114,8	2.296,9	1.094,5	251,3	656,8
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 apr.	7.764,7	166,2	7.005,2	5.088,5	828,2	1.916,8	593,3
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.	7.768,3	167,0	7.037,1	5.179,2	839,0	1.857,8	564,2
ott. ^(p)	7.946,7	174,9	7.192,5	5.300,0	867,7	1.892,5	579,4
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 mar.	6.890,0	2.447,1	1.840,7	1.685,5	327,6	150,3	438,9	6.804,0	86,1	912,1
apr.	7.005,2	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.	7.037,1	2.425,2	1.906,9	1.743,1	334,6	157,1	470,1	6.947,4	89,6	846,2
ott. ^(p)	7.192,5	2.443,2	1.976,6	1.795,1	335,3	159,6	482,6	7.102,2	90,3	835,1
Transazioni										
2013 apr.	70,1	41,3	7,5	16,7	1,0	-0,7	4,2	70,0	0,2	-0,8
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. ^(p)	39,1	2,7	18,4	12,1	-0,1	2,0	3,9	39,0	0,1	-7,0

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

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

(miliardi di euro)

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

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

(miliardi di euro)

Attività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
2° trim. 2013								
Bilancio di apertura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		19.906	17.579	34.093	17.536	7.585	4.418	18.434
Oro monetario e DSP				485				
Banconote, monete e depositi		7.082	2.034	10.398	2.403	813	771	3.315
Titoli di debito a breve termine		41	67	558	416	67	37	660
Titoli di debito a lungo termine		1.226	245	6.645	3.037	3.029	436	4.229
Prestiti		84	3.077	13.225	4.280	489	828	2.476
<i>di cui: a lungo termine</i>		63	1.884	10.273	3.076	363	730	.
Azioni e altre partecipazioni		4.615	8.326	1.885	7.001	2.786	1.543	6.897
Azioni quotate		786	1.137	390	2.317	412	207	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.411	6.812	1.199	3.522	434	1.155	.
Quote di fondi di investimento		1.418	377	295	1.162	1.940	180	.
Riserve tecniche di assicurazione		6.338	184	3	0	244	4	259
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		521	3.647	895	398	157	799	599
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								
Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie								
Totale delle transazioni in attività finanziarie		95	-37	-414	190	25	117	-25
Oro monetario e DSP				0				0
Banconote, monete e depositi		60	4	-284	-1	-16	80	-92
Titoli di debito a breve termine		-5	-6	-49	23	-11	-5	3
Titoli di debito a lungo termine		-15	-5	69	34	35	6	6
Prestiti		0	-10	-77	73	-2	57	43
<i>di cui: a lungo termine</i>		1	-2	-47	41	1	44	.
Azioni e altre partecipazioni		25	-19	-6	35	11	-5	44
Azioni quotate		9	11	0	12	-4	15	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		-1	-15	14	27	3	-21	.
Quote di fondi di investimento		16	-15	-20	-5	13	1	.
Riserve tecniche di assicurazione		31	-1	0	0	1	0	2
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		0	1	-66	27	7	-17	-31
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
Conto delle altre variazioni: attività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		-93	-158	-293	-221	-74	-27	-159
Oro monetario e DSP				-118				
Banconote, monete e depositi		-2	-2	-48	19	0	0	-31
Titoli di debito a breve termine		0	0	-2	2	0	0	-9
Titoli di debito a lungo termine		0	0	-84	-60	-35	-3	-41
Prestiti		0	-7	-31	-39	0	0	-19
<i>di cui: a lungo termine</i>		0	-3	-29	-37	0	0	.
Azioni e altre partecipazioni		-58	-132	-16	-129	-37	-24	-72
Azioni quotate		-20	-22	-11	-77	0	6	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		-24	-107	-3	-45	-3	-28	.
Quote di fondi di investimento		-14	-3	-2	-7	-33	-2	.
Riserve tecniche di assicurazione		-34	-1	0	0	-2	0	0
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		0	-17	5	-13	0	0	12
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
Bilancio di chiusura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		19.908	17.385	33.387	17.505	7.536	4.508	18.250
Oro monetario e DSP				367				
Banconote, monete e depositi		7.140	2.036	10.066	2.421	797	851	3.192
Titoli di debito a breve termine		35	60	507	441	56	32	655
Titoli di debito a lungo termine		1.211	240	6.630	3.011	3.029	439	4.194
Prestiti		84	3.060	13.117	4.315	486	886	2.500
<i>di cui: a lungo termine</i>		63	1.880	10.196	3.081	364	773	.
Azioni e altre partecipazioni		4.582	8.175	1.862	6.906	2.761	1.514	6.868
Azioni quotate		776	1.126	378	2.251	408	228	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.386	6.690	1.210	3.504	433	1.106	.
Quote di fondi di investimento		1.420	359	273	1.150	1.919	179	.
Riserve tecniche di assicurazione		6.336	183	3	0	243	4	261
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		521	3.631	834	412	164	782	580
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								

Fonte: BCE.

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

(miliardi di euro)

Passività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assic- urazione e fondi pensione	Ammini- strazioni pubbliche	Resto del mondo
2° trim. 2013								
Bilancio di apertura: passività finanziarie								
Totale delle passività		6.854	27.169	32.916	17.117	7.574	10.722	16.716
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			33	23.837	33	0	271	2.643
Titoli di debito a breve termine			92	632	147	3	691	281
Titoli di debito a lungo termine			979	4.591	3.088	53	6.863	3.273
Prestiti		6.160	8.388		4.000	303	2.247	3.361
<i>di cui: a lungo termine</i>		5.816	6.122		2.275	110	1.959	.
Azioni e altre partecipazioni		8	13.785	2.621	9.661	489	4	6.484
Azioni quotate			3.891	379	247	136	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		8	9.894	1.330	2.673	352	4	.
Quote di fondi di investimento				912	6.741			.
Riserve tecniche di assicurazione			36	350	64	6.580	1	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati			650	3.542	1.171	146	646	674
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>	-1.233	13.053	-9.589	1.177	419	11	-6.304	
Conto finanziario, transazioni in passività								
Totale delle transazioni in passività		0	10	-459	178	24	172	29
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0	-246	0	0	6	-11
Titoli di debito a breve termine			-1	-26	-3	0	-15	-7
Titoli di debito a lungo termine			14	-98	47	-2	151	16
Prestiti		3	-18		54	-1	33	15
<i>di cui: a lungo termine</i>		-2	1		35	-1	41	.
Azioni e altre partecipazioni		0	34	-37	67	0	0	20
Azioni quotate			15	38	0	0	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	19	-31	-20	0	0	.
Quote di fondi di investimento				-44	87			.
Riserve tecniche di assicurazione		0	1	2	0	32	0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati			-3	-20	-55	13	-4	-5
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>	54	96	-47	46	12	1	-55	-54
Conto delle altre variazioni: passività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		-9	-224	-186	-172	-10	-36	-270
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0	-62	2	0	0	-3
Titoli di debito a breve termine			0	-4	-2	0	0	-3
Titoli di debito a lungo termine			-17	-50	-8	-1	-43	-103
Prestiti		-6	-23		-17	0	-1	-48
<i>di cui: a lungo termine</i>		-7	-17		-16	0	-1	.
Azioni e altre partecipazioni		0	-159	-74	-128	7	0	-115
Azioni quotate			-52	-9	13	4	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	-107	-52	22	3	0	.
Quote di fondi di investimento				-12	-164			.
Riserve tecniche di assicurazione		0	0	0	0	-37	0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati			-4	-24	4	-19	8	2
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>	-229	-84	66	-107	-49	-64	9	111
Bilancio di chiusura: passività finanziarie								
Totale delle passività finanziarie		6.844	26.955	32.270	17.122	7.587	10.858	16.474
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			33	23.529	35	0	276	2.629
Titoli di debito a breve termine			92	602	142	2	676	272
Titoli di debito a lungo termine			976	4.443	3.127	50	6.971	3.187
Prestiti		6.157	8.347		4.036	302	2.280	3.327
<i>di cui: a lungo termine</i>		5.807	6.105		2.294	109	1.999	.
Azioni e altre partecipazioni		8	13.659	2.510	9.600	497	4	6.389
Azioni quotate			3.854	408	261	140	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		8	9.806	1.247	2.675	355	4	.
Quote di fondi di investimento				856	6.665			.
Riserve tecniche di assicurazione			36	351	66	6.575	1	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati			643	3.497	1.120	162	649	671
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>	-1.408	13.064	-9.570	1.116	383	-51	-6.350	

Fonte: BCE.

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri)

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

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro (continua)

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri)

Risorse	2009	2010	2011	3° trim. 2011- 2° trim. 2012	4° trim. 2011- 3° trim. 2012	1° trim. 2012- 4° trim. 2012	2° trim. 2012- 1° trim. 2013	3° trim. 2012- 2° trim. 2013
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	8.018	8.206	8.431	8.471	8.478	8.481	8.482	8.503
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	894	942	973	974	974	977	972	977
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	8.913	9.148	9.405	9.445	9.452	9.458	9.454	9.480
Redditi da lavoro dipendente								
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti								
Consumo di capitale fisso								
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i>								
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto	2.098	2.198	2.257	2.232	2.211	2.190	2.177	2.183
Redditi da lavoro dipendente	4.458	4.520	4.633	4.664	4.678	4.684	4.691	4.697
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	996	1.037	1.079	1.094	1.100	1.112	1.108	1.113
Redditi da capitale	2.957	2.816	3.024	3.009	2.977	2.921	2.875	2.823
Interessi	1.554	1.333	1.486	1.489	1.465	1.422	1.373	1.329
Altri redditi da capitale	1.403	1.483	1.538	1.520	1.512	1.499	1.502	1.494
<i>Reddito nazionale netto</i>								
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto	7.540	7.759	7.978	8.008	8.015	8.030	8.027	8.039
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.034	1.060	1.121	1.146	1.160	1.178	1.182	1.200
Contributi sociali	1.675	1.703	1.752	1.769	1.775	1.784	1.792	1.798
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.762	1.807	1.834	1.855	1.867	1.877	1.889	1.900
Altri trasferimenti correnti	665	665	672	677	680	681	681	681
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	181	181	183	186	186	186	186	186
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	177	175	176	178	179	178	178	179
Altro	308	309	313	313	315	316	317	317
<i>Reddito netto disponibile</i>								
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile	7.432	7.649	7.870	7.897	7.904	7.920	7.914	7.923
Spese per consumi finali								
Spese per consumi individuali								
Spese per consumi collettivi								
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	61	56	58	60	58	58	57	58
<i>Risparmio netto</i>								
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	280	334	394	386	387	401	394	389
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.387	1.417	1.458	1.478	1.487	1.496	1.504	1.512
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	192	230	180	184	191	205	212	222
Imposte in conto capitale	34	25	31	29	29	26	26	29
Altri trasferimenti in conto capitale	158	205	149	155	162	179	185	193
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>								

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

3.3 Famiglie

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

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

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

3.4 Società non finanziarie

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

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

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

3.5 Società di assicurazione e fondi pensione

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

	2009	2010	2011	3° trim. 2011- 2° trim. 2012	4° trim. 2011- 3° trim. 2012	1° trim. 2012- 4° trim. 2012	2° trim. 2012- 1° trim. 2013	3° trim. 2012- 2° trim. 2013
Conto finanziario, transazioni finanziarie								
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	-42	-6	54	72	51	43	19	-19
Banconote, monete e depositi	-33	-9	14	15	3	16	12	8
Partecipazioni in fondi comuni monetari	5	-8	16	44	36	32	10	-12
Titoli di debito ¹⁾	-14	11	24	13	12	-5	-2	-14
Attività a lungo	293	287	134	93	111	184	176	212
Depositi	15	-4	9	-6	-16	-17	-19	-16
Titoli di debito	104	183	44	42	79	137	95	113
Prestiti	8	32	12	3	15	8	13	12
Azioni quotate	-50	-1	-12	-14	-17	-5	2	-2
Azioni non quotate e altre partecipazioni	-15	11	13	11	1	-1	-1	-1
Quote di fondi comuni di investimento	230	68	67	57	49	63	86	106
Restanti attività finanziarie (+)	18	8	-36	-7	-5	-41	-22	-24
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Titoli di debito	5	1	3	1	3	7	6	4
Prestiti	-4	7	11	7	9	-15	0	-7
Azioni e altre partecipazioni	5	7	4	4	3	1	2	2
Riserve tecniche di assicurazione	246	280	115	112	125	149	167	171
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	240	261	110	104	116	136	155	160
Riserve premi e riserve sinistri	6	19	5	9	8	13	12	11
= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni	16	-4	18	34	17	45	-2	0
Conto delle altre variazioni								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	200	117	-105	-10	218	197	148	134
Altre attività nette	34	0	22	117	160	231	128	81
Altre variazioni nelle passività (-)								
Azioni e altre partecipazioni	13	-1	-47	-38	39	70	52	79
Riserve tecniche di assicurazione	169	136	16	99	190	188	163	122
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	197	125	19	94	187	186	161	120
Riserve premi e riserve sinistri	-28	11	-3	5	2	2	2	1
= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta	52	-19	-52	45	149	170	61	14
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	331	329	371	388	400	406	411	364
Banconote, monete e depositi	195	190	193	195	200	209	219	201
Partecipazioni in fondi comuni monetari	95	88	102	124	123	125	126	107
Titoli di debito ¹⁾	41	51	76	70	77	72	67	56
Attività a lungo	5.651	6.041	6.045	6.324	6.543	6.637	6.772	6.765
Depositi	613	607	611	608	604	594	594	596
Titoli di debito	2.467	2.638	2.660	2.827	2.939	2.998	3.029	3.029
Prestiti	434	467	479	477	487	488	489	486
Azioni quotate	397	421	375	373	388	403	412	408
Azioni non quotate e altre partecipazioni	414	417	422	439	440	432	434	433
Quote di fondi comuni di investimento	1.327	1.492	1.498	1.601	1.684	1.723	1.815	1.813
Restanti attività finanziarie (+)	227	250	271	277	273	260	255	245
Passività (-)								
Titoli di debito	42	43	46	48	50	55	56	52
Prestiti	284	296	304	309	319	288	303	302
Azioni e altre partecipazioni	441	447	404	416	446	475	489	497
Riserve tecniche di assicurazione	5.582	5.998	6.130	6.282	6.380	6.466	6.580	6.575
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	4.798	5.184	5.314	5.446	5.546	5.636	5.732	5.726
Riserve premi e riserve sinistri	784	814	816	836	834	830	847	848
= Ricchezza finanziaria netta	-140	-164	-197	-66	21	19	11	-51

Fonte: BCE.

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



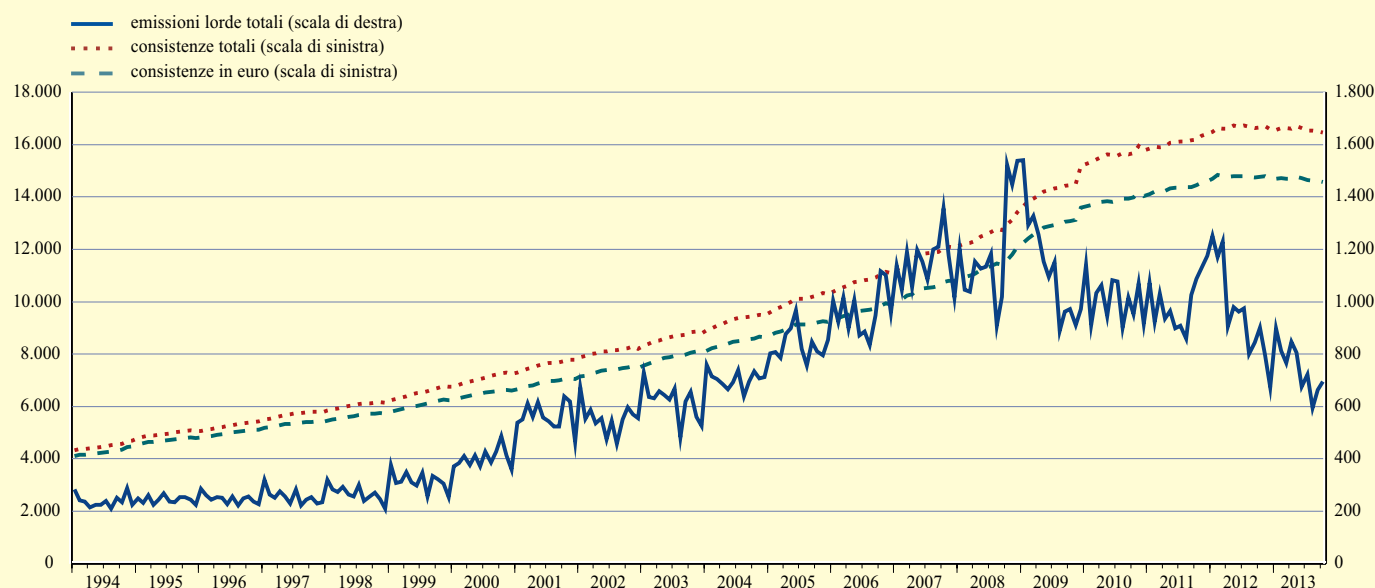
MERCATI FINANZIARI

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 ott.	17.052,5	817,7	-1,1	14.762,8	778,6	8,9	16.651,5	901,8	29,1	3,1	13,7	1,0
nov.	17.083,1	720,1	27,2	14.793,1	680,5	27,0	16.698,3	795,4	46,9	2,7	-17,4	1,0
dic.	17.000,2	631,6	-117,1	14.707,1	591,9	-120,2	16.581,1	673,7	-137,1	1,6	-34,7	0,2
2013 gen.	16.994,4	816,6	-5,2	14.706,7	768,4	0,1	16.560,6	898,3	9,5	1,1	-13,4	-0,4
feb.	17.003,7	706,4	-5,3	14.725,4	666,1	3,8	16.632,2	812,1	38,7	0,4	-20,8	-0,6
mar.	16.932,9	683,9	-68,4	14.700,8	634,8	-22,1	16.629,3	767,0	-17,9	-0,2	-14,4	-1,0
apr.	16.926,5	756,9	-6,7	14.688,3	708,3	-12,6	16.608,2	846,4	-5,8	-0,2	-11,6	-1,3
mag.	16.997,5	710,8	72,2	14.765,3	665,4	78,2	16.701,3	804,4	97,3	0,0	18,1	-0,9
giu.	16.934,7	601,4	-62,5	14.713,6	558,9	-51,3	16.634,2	675,9	-61,4	-0,2	-23,0	-0,8
lug.	16.868,1	636,9	-66,3	14.641,5	588,2	-71,5	16.544,1	722,8	-78,7	-0,9	-56,0	-1,3
ago.	16.843,2	515,3	-25,0	14.615,0	481,7	-26,8	16.527,8	593,7	-19,2	-0,7	16,2	-0,8
set.	16.856,9	603,8	14,2	14.610,7	553,4	-3,9	16.516,5	662,9	-4,3	-0,6	42,0	-0,2
ott.	.	.	.	14.583,2	560,2	-18,6	16.467,9	695,2	-28,5	-1,0	-44,4	-0,6
A lungo termine												
2012 ott.	15.649,5	237,0	27,2	13.445,7	212,3	23,6	15.102,8	249,6	39,0	3,8	29,0	2,3
nov.	15.702,9	219,1	52,7	13.491,5	194,3	45,0	15.159,2	222,5	59,0	3,5	1,8	2,4
dic.	15.660,4	197,3	-64,4	13.447,0	173,3	-66,5	15.090,2	193,3	-78,0	2,5	-22,1	1,6
2013 gen.	15.659,4	257,2	-0,7	13.447,0	227,0	0,4	15.060,2	259,9	-3,1	2,2	5,8	1,3
feb.	15.661,6	229,9	-7,5	13.454,9	204,5	-2,0	15.109,8	244,5	23,5	1,3	-32,8	0,6
mar.	15.603,5	246,6	-55,3	13.451,9	216,4	-0,2	15.124,9	249,9	2,8	0,9	8,3	-0,1
apr.	15.600,7	247,5	-3,0	13.438,0	217,0	-14,0	15.109,5	248,7	-1,7	0,8	-8,5	-0,6
mag.	15.670,1	254,1	70,6	13.513,7	222,9	76,9	15.196,0	260,4	90,8	1,0	23,0	-0,3
giu.	15.648,9	208,0	-20,6	13.506,7	181,4	-6,3	15.174,1	201,1	-17,0	0,7	-9,9	-0,2
lug.	15.577,2	204,3	-71,8	13.422,4	172,8	-84,0	15.072,1	194,8	-92,9	0,1	-53,5	-1,0
ago.	15.570,0	117,0	-7,4	13.411,7	97,4	-10,9	15.068,2	112,4	-7,7	0,2	35,1	-0,1
set.	15.591,9	222,4	22,4	13.422,4	189,6	11,1	15.078,2	214,2	18,7	0,2	59,4	0,6
ott.	.	.	.	13.418,1	193,8	3,6	15.060,8	224,8	0,4	0,0	-11,3	0,6

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	3.176	882	6.217	625	1.001	609	99	62	191	39
2012	16.581	5.399	3.228	1.001	6.268	684	957	589	82	67	187	32
2012 4° trim.	16.581	5.399	3.228	1.001	6.268	684	790	463	74	64	164	25
2013 1° trim.	16.629	5.260	3.225	1.030	6.425	690	826	439	81	61	212	32
2° trim.	16.634	5.121	3.238	1.037	6.559	678	776	408	65	67	202	34
3° trim.	16.516	5.002	3.227	1.066	6.550	671	660	350	51	62	171	25
2013 lug.	16.544	5.067	3.237	1.044	6.527	669	723	392	59	67	178	27
ago.	16.528	5.043	3.224	1.053	6.532	675	594	343	41	45	144	20
set.	16.516	5.002	3.227	1.066	6.550	671	663	316	54	73	191	29
ott.	16.468	4.974	3.205	1.069	6.551	670	695	349	56	74	192	25
	A breve termine											
2011	1.595	702	103	79	634	77	748	511	48	53	107	29
2012	1.491	601	136	81	608	64	703	490	37	52	104	21
2012 4° trim.	1.491	601	136	81	608	64	569	392	27	46	88	16
2013 1° trim.	1.504	582	139	90	624	68	574	361	31	47	112	23
2° trim.	1.460	558	135	88	624	54	539	337	26	51	102	23
3° trim.	1.438	539	133	89	630	47	486	294	25	45	104	18
2013 lug.	1.472	562	136	91	633	50	528	331	23	48	106	20
ago.	1.460	553	135	90	629	52	481	301	27	35	104	15
set.	1.438	539	133	89	630	47	449	251	25	52	104	18
ott.	1.407	524	122	89	626	47	470	272	19	50	111	18
	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	251	78	50	14	100	9
2° trim.	15.174	4.564	3.103	949	5.934	624	237	70	40	16	101	10
3° trim.	15.078	4.463	3.094	977	5.920	624	174	56	26	17	67	8
2013 lug.	15.072	4.505	3.102	952	5.893	619	195	61	36	19	72	7
ago.	15.068	4.490	3.089	963	5.903	623	112	42	14	10	40	6
set.	15.078	4.463	3.094	977	5.920	624	214	65	30	21	88	11
ott.	15.061	4.450	3.083	980	5.925	623	225	77	37	23	81	7
	<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	1.346	839	5.257	450	165	41	25	12	80	7
2° trim.	10.768	2.716	1.390	847	5.360	455	155	34	21	13	79	8
3° trim.	10.755	2.668	1.414	871	5.350	454	123	32	14	14	58	5
2013 lug.	10.706	2.680	1.402	849	5.325	451	132	29	17	16	65	5
ago.	10.724	2.678	1.404	857	5.332	453	77	23	7	8	36	3
set.	10.755	2.668	1.414	871	5.350	454	161	43	18	18	74	8
ott.	10.761	2.660	1.413	883	5.351	454	165	47	18	22	73	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	95	437	175	77	38	24	1	8	5
2012 4° trim.	4.143	1.735	1.701	95	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.	3.908	1.582	1.578	103	475	169	40	20	11	3	4	2
2013 lug.	3.933	1.596	1.598	101	471	168	52	28	16	4	3	2
ago.	3.919	1.593	1.583	102	471	169	27	15	5	2	1	3
set.	3.908	1.582	1.578	103	475	169	42	18	11	3	8	3
ott.	3.882	1.577	1.566	93	478	168	49	25	18	1	4	1

Fonte: BCE.

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

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

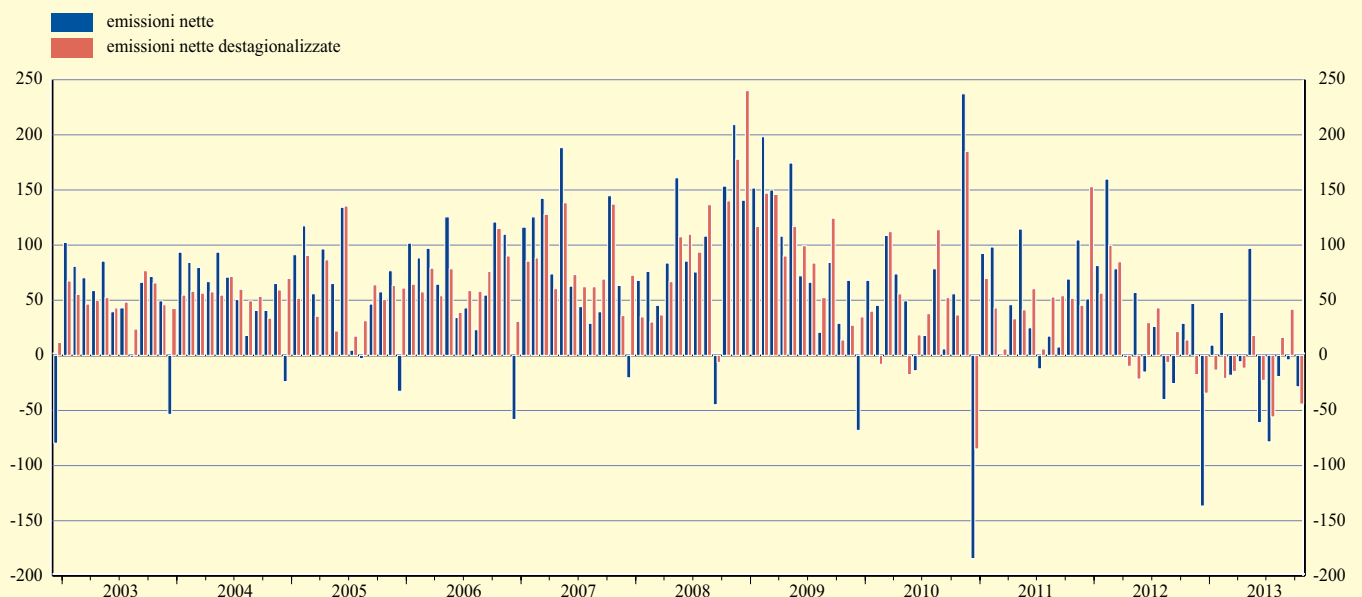
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

2. Emissioni nette

	Dati non destagionalizzati ¹⁾						Dati destagionalizzati ¹⁾					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Totale												
2011	51,1	22,1	-3,4	3,7	23,2	5,6	-	-	-	-	-	-
2012	21,5	-8,1	3,0	10,4	13,1	3,1	-	-	-	-	-	-
2012 4° trim.	-20,4	-40,4	26,4	8,0	-9,5	-4,9	-12,8	-28,6	6,2	11,1	4,7	-6,2
2013 1° trim.	10,1	-46,2	-6,2	9,2	51,9	1,5	-16,2	-60,9	1,4	6,8	35,9	0,7
2° trim.	10,0	-41,0	5,5	3,5	45,4	-3,3	-5,5	-39,9	4,8	2,3	30,4	-3,0
3° trim.	-34,0	-36,8	-3,1	10,4	-2,4	-2,1	0,8	-35,6	11,0	10,9	15,1	-0,6
2013 lug.	-78,7	-48,6	0,7	8,5	-31,3	-8,1	-56,0	-57,1	2,5	5,6	0,2	-7,2
ago.	-19,2	-24,7	-14,0	8,8	5,4	5,2	16,2	-29,4	4,4	14,4	18,3	8,6
set.	-4,3	-37,2	4,1	13,8	18,5	-3,5	42,0	-20,4	26,1	12,8	26,9	-3,3
ott.	-28,5	-21,4	-19,7	11,6	1,2	-0,3	-44,4	-11,0	-40,1	9,4	0,1	-2,8
A lungo termine												
2011	47,0	11,4	-2,1	2,8	31,0	3,9	-	-	-	-	-	-
2012	31,3	0,5	1,1	10,2	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	4,1	45,1	1,4	1,5	-39,3	7,0	3,1	31,0	-0,2
3° trim.	-27,3	-30,9	-2,4	10,2	-4,4	0,1	13,7	-27,8	8,4	10,8	19,7	2,5
2013 lug.	-92,9	-54,6	0,4	5,9	-40,4	-4,2	-53,5	-58,2	-1,5	6,3	0,2	-0,3
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.	18,7	-21,4	6,2	15,4	17,6	0,9	59,4	-11,4	21,9	11,7	34,8	2,3
ott.	0,4	-8,3	-8,4	11,6	5,4	0,0	-11,3	-0,7	-26,6	9,8	5,6	0,7

Fl6 Emissioni nette di titoli non azionari: dati destagionalizzati e non destagionalizzati

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



Fonte: BCE.

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

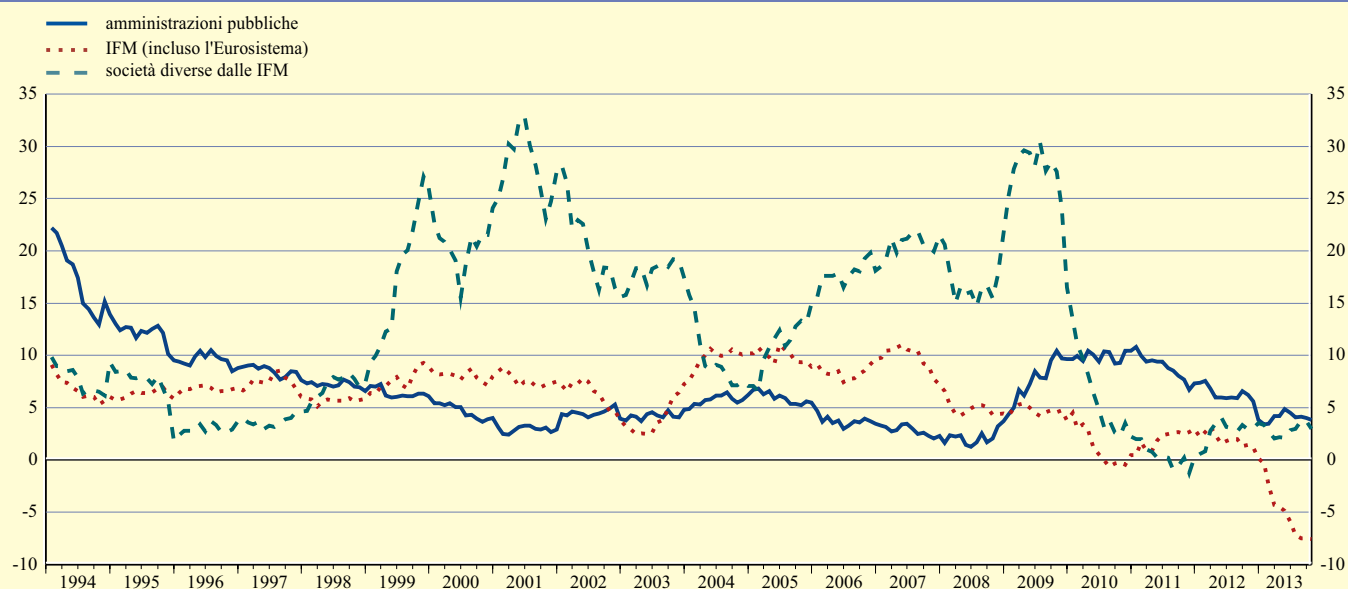
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(variazioni percentuali)

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



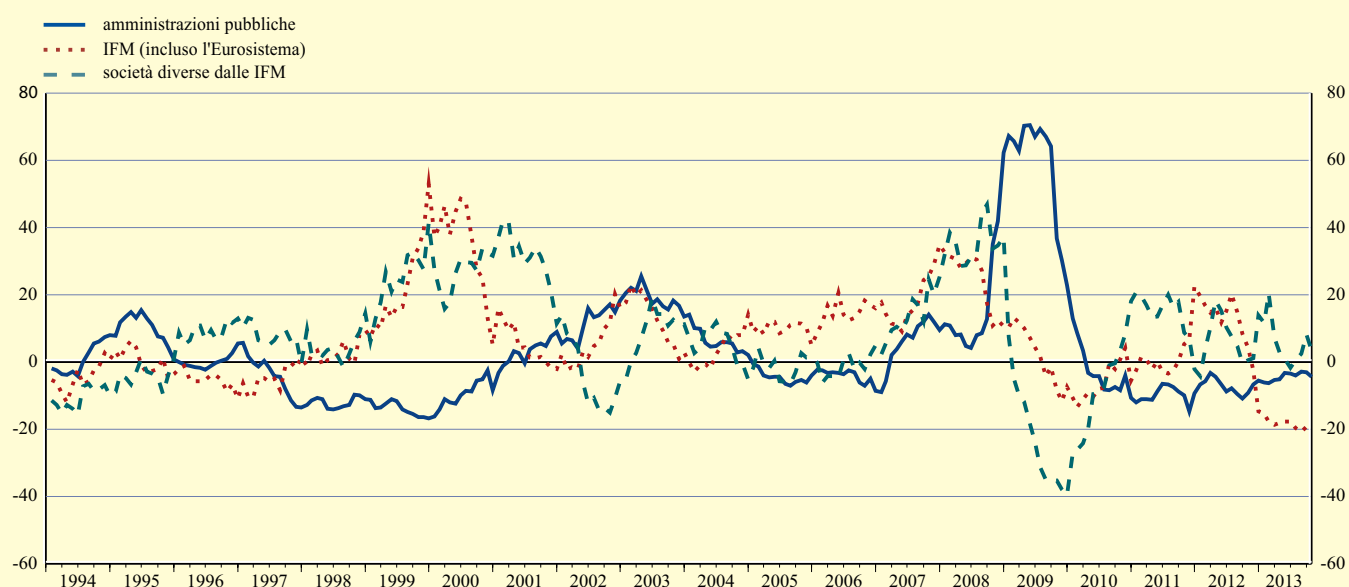
Fonte: BCE.

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'euro ¹⁾ (continua)
(variazioni percentuali)

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

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)

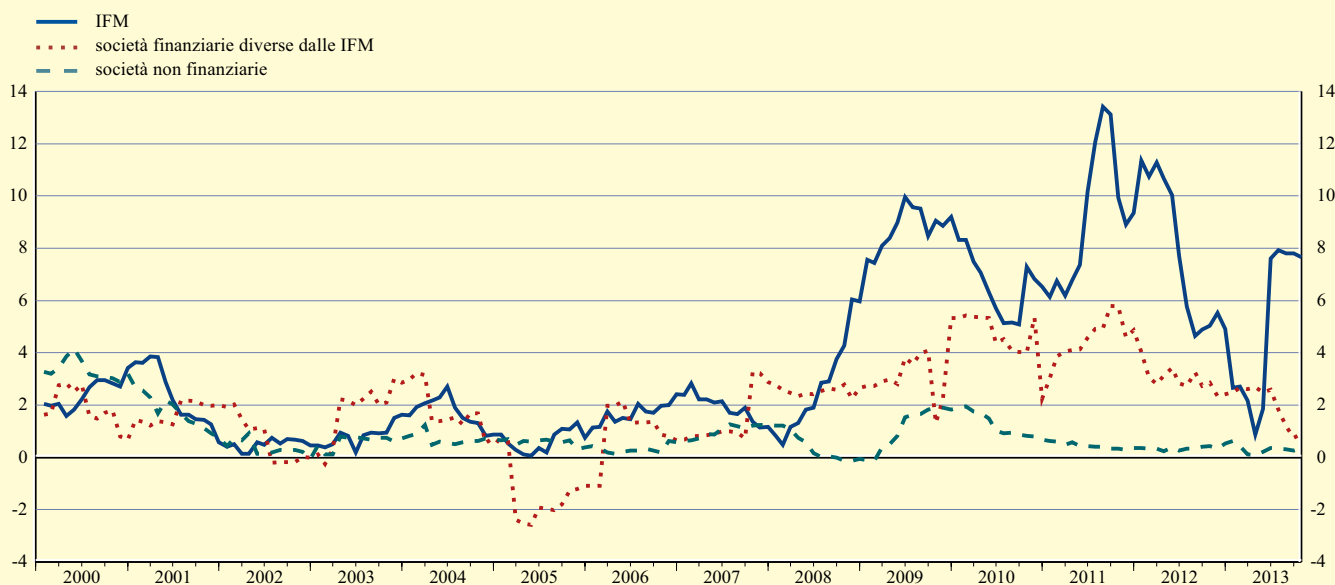
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(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 ott.	4.017,6	105,9	1,7	360,5	9,9	288,1	5,8	3.369,0	0,3
nov.	3.866,8	106,0	1,5	329,8	8,9	271,6	4,6	3.265,3	0,3
dic.	3.878,6	106,1	1,6	339,3	9,3	270,8	4,9	3.268,5	0,4
2012 gen.	4.091,7	106,3	1,7	375,5	11,4	298,1	4,0	3.418,2	0,4
feb.	4.257,8	106,3	1,5	394,7	10,7	311,3	3,1	3.551,9	0,3
mar.	4.241,7	106,4	1,5	373,1	11,3	311,1	2,8	3.557,5	0,3
apr.	4.067,5	106,5	1,4	327,3	10,7	292,0	3,1	3.448,2	0,2
mag.	3.761,8	106,5	1,5	280,9	10,0	265,1	3,4	3.215,8	0,4
giu.	3.924,4	106,6	1,1	317,6	7,7	284,7	2,8	3.322,1	0,3
lug.	4.050,4	106,8	1,0	309,9	5,8	291,8	2,7	3.448,7	0,3
ago.	4.175,1	106,8	0,9	349,7	4,6	309,1	3,2	3.516,4	0,3
set.	4.231,4	106,9	0,9	365,0	4,9	323,6	2,7	3.542,9	0,4
ott.	4.308,1	107,0	1,0	383,6	5,0	333,4	2,9	3.591,1	0,4
nov.	4.396,1	106,9	0,9	395,7	5,5	342,0	2,3	3.658,4	0,3
dic.	4.500,1	107,2	1,0	402,4	4,9	357,0	2,4	3.740,7	0,5
2013 gen.	4.655,0	107,3	0,9	441,6	2,7	370,3	2,5	3.843,1	0,6
feb.	4.639,6	107,1	0,8	416,1	2,7	364,2	2,7	3.859,4	0,4
mar.	4.641,6	106,9	0,5	380,4	2,2	368,7	2,6	3.892,6	0,1
apr.	4.743,9	106,8	0,3	410,5	0,9	394,6	2,7	3.938,8	0,1
mag.	4.860,6	107,1	0,5	440,6	1,9	407,6	2,5	4.012,4	0,2
giu.	4.660,4	107,9	1,2	413,9	7,6	394,2	2,6	3.852,2	0,4
lug.	4.900,1	108,0	1,1	447,0	7,9	418,3	1,8	4.034,8	0,3
ago.	4.888,4	107,9	1,1	461,9	7,8	415,8	1,2	4.010,8	0,3
set.	5.132,8	107,9	1,0	492,2	7,8	427,3	0,7	4.213,3	0,3
ott.	5.407,6	108,1	1,1	557,2	7,7	445,4	0,9	4.405,1	0,4

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

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

(miliardi di euro; valori di mercato)

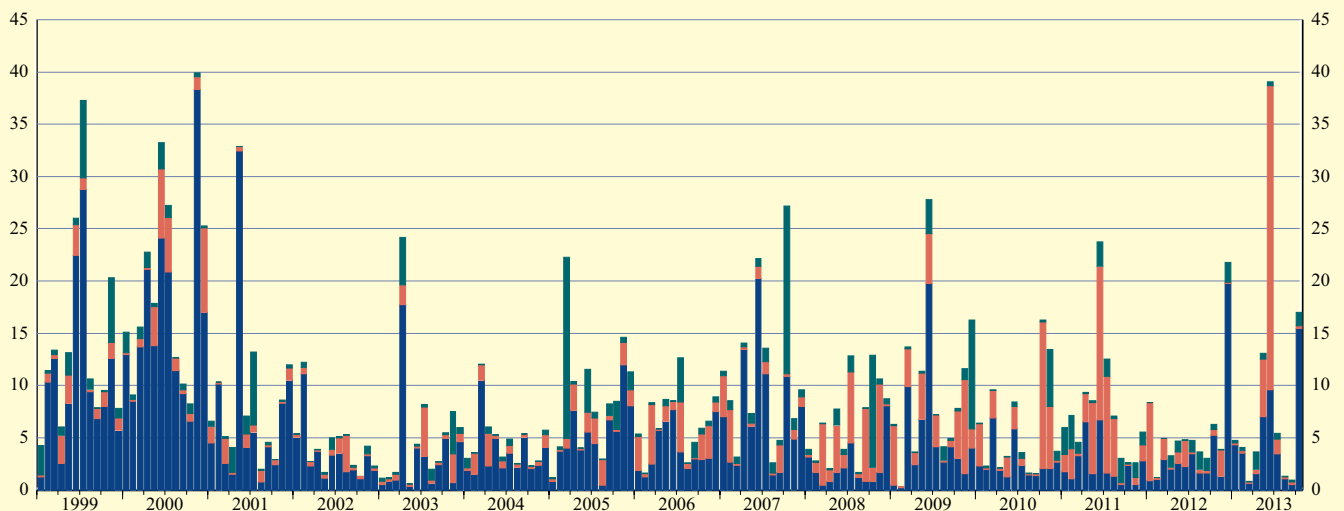
2. Transazioni nel mese

	Totale			IFM			Società finanziarie diverse dalle IFM			Società non finanziarie		
	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2011 ott.	2,4	0,4	2,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	2,3	0,4	1,9
nov.	2,6	1,5	1,1	0,7	0,0	0,7	1,4	0,0	1,4	0,6	1,5	-1,0
dic.	5,5	1,1	4,4	1,5	0,0	1,5	1,2	0,0	1,2	2,8	1,1	1,7
2012 gen.	8,4	0,4	7,9	7,5	0,0	7,5	0,0	0,1	-0,1	0,9	0,3	0,6
feb.	1,1	1,4	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	1,0	1,2	-0,1
mar.	4,9	0,7	4,3	2,0	0,0	2,0	0,0	0,1	-0,1	2,9	0,6	2,3
apr.	3,1	0,3	2,8	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	2,0	0,3	1,7
mag.	4,7	1,8	2,9	1,1	0,0	1,1	1,0	0,1	1,0	2,5	1,7	0,8
giu.	4,8	1,2	3,6	2,6	0,0	2,6	0,0	0,1	-0,1	2,2	1,1	1,1
lug.	4,7	0,3	4,4	0,2	0,0	0,2	1,1	0,0	1,1	3,5	0,3	3,2
ago.	3,7	1,8	1,8	0,4	0,0	0,4	1,6	0,1	1,5	1,6	1,7	-0,1
set.	2,9	0,5	2,3	0,1	0,0	0,1	1,2	0,1	1,0	1,7	0,4	1,3
ott.	6,3	1,8	4,5	0,5	0,0	0,5	0,5	0,1	0,4	5,3	1,7	3,6
nov.	3,9	5,9	-2,0	2,5	0,0	2,5	0,1	0,1	0,0	1,3	5,8	-4,5
dic.	21,6	11,4	10,2	0,0	0,5	-0,5	1,8	0,0	1,8	19,7	10,8	8,9
2013 gen.	4,6	0,3	4,3	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	4,3	0,2	4,1
feb.	4,1	11,4	-7,3	0,3	0,0	0,3	0,3	0,0	0,3	3,5	11,4	-7,8
mar.	0,7	10,6	-9,9	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,3	-0,3	0,6	10,1	-9,4
apr.	3,6	5,9	-2,3	0,4	5,2	-4,8	1,7	0,0	1,6	1,6	0,7	0,9
mag.	13,1	1,8	11,3	5,5	0,0	5,5	0,6	0,0	0,5	7,0	1,8	5,2
giu.	39,0	1,7	37,3	29,2	0,0	29,1	0,3	0,1	0,3	9,6	1,7	7,9
lug.	5,4	3,2	2,2	1,4	0,0	1,4	0,6	1,9	-1,4	3,5	1,2	2,2
ago.	1,1	2,3	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	-0,5	1,1	1,8	-0,7
set.	0,8	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

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

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

- società non finanziarie
- IFM
- società finanziarie diverse dalle IFM



Fonte: BCE.

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

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

1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso ²⁾		A vista	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2012 dic.	0,39	2,73	2,59	2,25	1,59	1,59	0,42	1,08	1,92	2,16	1,53
2013 gen.	0,37	2,61	2,37	2,42	1,53	1,53	0,39	1,09	2,00	2,16	1,17
feb.	0,36	2,44	2,23	2,29	1,39	1,47	0,40	1,05	1,99	2,08	0,63
mar.	0,36	2,29	2,17	2,28	1,37	1,43	0,40	0,93	1,85	1,99	1,00
apr.	0,34	2,33	2,10	2,25	1,36	1,36	0,38	0,96	1,70	1,90	0,68
mag.	0,33	2,04	2,06	2,25	1,31	1,30	0,38	0,83	1,86	1,98	0,48
giu.	0,32	1,88	1,88	2,12	1,30	1,27	0,38	0,83	1,65	1,77	0,72
lug.	0,31	1,88	1,90	2,08	1,28	1,23	0,36	0,82	1,63	1,78	0,88
ago.	0,30	1,81	1,87	2,05	1,15	1,22	0,37	0,70	1,57	1,85	0,51
set.	0,30	1,71	1,86	2,06	1,15	1,17	0,35	0,81	1,68	1,87	0,56
ott.	0,29	1,72	1,83	2,07	1,13	1,14	0,34	0,78	1,65	2,28	0,29
nov.	0,29	1,60	1,76	2,02	1,12	1,10	0,34	0,75	1,57	1,73	0,46

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			Tasso variabile e fino a 1 anno		Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso variabile e fino a 1 anno		Periodo iniziale di determinazione del tasso		
			oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	oltre 1 e fino a 5 anni			oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni	oltre 1 e fino a 5 anni			oltre 5 anni		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2012 dic.	7,94	16,93	5,36	6,05	7,55	6,94	2,87	3,25	3,25	3,45	3,41	3,15	4,12	3,01	
2013 gen.	7,97	17,06	5,77	6,11	7,88	7,27	2,87	3,17	3,03	3,35	3,34	3,19	4,06	3,08	
feb.	7,97	17,04	5,89	6,03	7,83	7,25	2,88	3,17	3,05	3,35	3,35	3,16	4,07	3,21	
mar.	7,95	17,06	5,86	5,98	7,75	7,15	2,86	3,19	3,13	3,34	3,38	3,16	4,16	3,17	
apr.	7,93	17,08	5,74	5,92	7,75	7,06	2,87	3,13	3,06	3,34	3,38	3,26	3,97	3,11	
mag.	7,91	17,08	6,00	6,09	7,71	7,20	2,87	3,09	2,95	3,22	3,32	3,32	4,11	3,14	
giu.	7,84	17,03	5,85	6,02	7,56	7,07	2,82	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	5,70	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	16,94	5,81	6,05	7,74	7,18	2,79	3,06	3,15	3,29	3,37	3,30	4,08	3,19	

3. Tassi di interesse sui prestiti a società non finanziarie (nuove operazioni)

	Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti fino a 0,25 milioni di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)						Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)					
		Tasso variabile fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 3 anni	oltre 3 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni	Tasso variabile fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 3 anni	oltre 3 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni
2012 dic.	4,19	4,62	4,55	4,24	4,24	3,68	3,51	2,17	2,79	2,84	3,32	2,79	3,01
2013 gen.	4,21	4,68	4,70	4,03	4,16	3,62	3,68	2,09	2,88	3,32	4,29	2,92	3,02
feb.	4,20	4,70	4,69	4,05	4,25	3,70	3,66	2,02	2,85	3,13	4,42	2,93	3,14
mar.	4,17	4,56	4,71	4,11	4,25	3,75	3,61	2,00	2,91	3,07	4,06	2,85	2,85
apr.	4,16	4,78	4,73	4,16	4,07	3,62	3,58	2,14	2,77	3,21	4,16	3,00	2,94
mag.	4,11	4,76	4,76	4,12	4,12	3,61	3,48	2,10	2,71	3,21	3,52	2,68	2,79
giu.	4,12	4,54	4,60	4,40	4,34	3,56	3,41	2,05	2,60	3,01	2,96	2,71	3,12
lug.	4,09	4,65	4,82	4,34	4,09	3,48	3,45	2,13	2,72	2,72	2,82	2,98	3,17
ago.	4,09	4,50	4,81	4,41	4,06	3,41	3,39	2,03	2,56	2,82	3,00	2,88	3,10
set.	4,12	4,53	4,67	4,39	4,16	3,41	3,42	2,08	2,54	2,86	2,75	2,89	3,28
ott.	4,14	4,60	4,83	4,39	4,14	3,51	3,50	2,16	2,64	3,10	2,86	3,28	3,38
nov.	4,08	4,56	4,71	4,34	4,29	3,55	3,49	2,23	2,62	2,96	2,89	2,98	3,10

Fonte: BCE.

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

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

4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)

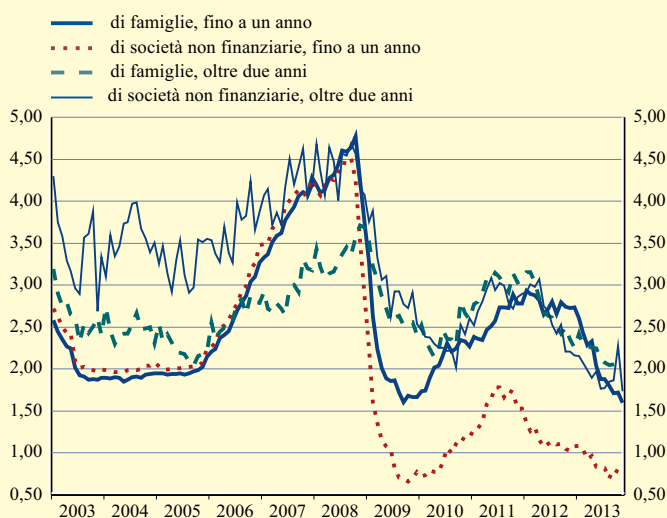
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista ²⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ^{2),3)}		A vista ²⁾	Con durata prestabilita		
	1	fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	6	fino a 2 anni	oltre 2 anni		8
2012 dic.	0,39	2,64	2,73	1,59	1,59	0,42	1,80	2,91	2,65
2013 gen.	0,37	2,58	2,71	1,53	1,53	0,39	1,75	2,87	2,32
feb.	0,36	2,58	2,75	1,39	1,47	0,40	1,72	2,93	1,99
mar.	0,36	2,53	2,70	1,37	1,43	0,40	1,65	2,89	2,18
apr.	0,34	2,47	2,70	1,36	1,36	0,38	1,60	2,83	1,99
mag.	0,33	2,41	2,67	1,31	1,30	0,38	1,57	2,79	1,62
giu.	0,32	2,36	2,67	1,30	1,27	0,38	1,51	2,80	1,72
lug.	0,31	2,28	2,64	1,28	1,23	0,36	1,46	2,77	1,66
ago.	0,30	2,22	2,63	1,15	1,22	0,37	1,44	2,82	1,50
set.	0,30	2,16	2,63	1,15	1,17	0,35	1,41	2,85	1,66
ott.	0,29	2,09	2,60	1,13	1,14	0,34	1,34	2,83	1,35
nov.	0,29	2,02	2,61	1,12	1,10	0,34	1,32	2,84	1,34

5. Tassi di interesse sui prestiti (consistenze)

	Prestiti alle famiglie						Prestiti a società non finanziarie			
	Prestiti per acquisto di abitazione con durata prestabilita			Credito al consumo e altri prestiti con durata prestabilita			Con durata prestabilita			
	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	9
2012 dic.	3,49	3,39	3,56	7,75	6,18	4,92	3,71	3,28	3,22	3,17
2013 gen.	3,46	3,36	3,52	7,76	6,21	4,89	3,73	3,26	3,17	3,19
feb.	3,45	3,35	3,51	7,77	6,24	4,91	3,72	3,26	3,19	3,16
mar.	3,50	3,36	3,49	7,79	6,21	4,89	3,68	3,25	3,16	3,15
apr.	3,49	3,33	3,49	7,74	6,19	4,88	3,67	3,25	3,15	3,13
mag.	3,47	3,30	3,46	7,65	6,14	4,86	3,65	3,24	3,13	3,14
giu.	3,50	3,29	3,43	7,62	6,18	4,87	3,62	3,24	3,14	3,14
lug.	3,51	3,24	3,40	7,59	6,18	4,84	3,62	3,26	3,14	3,12
ago.	3,52	3,22	3,37	7,58	6,16	4,82	3,63	3,26	3,12	3,13
set.	3,55	3,22	3,37	7,64	6,16	4,82	3,65	3,24	3,13	3,12
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

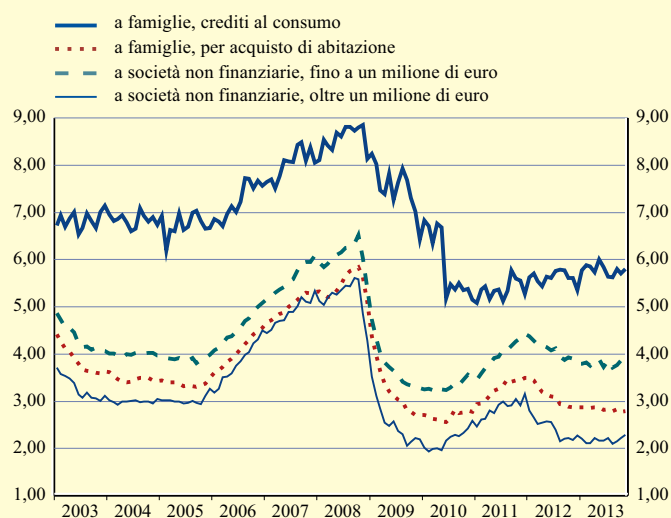
F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

(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.

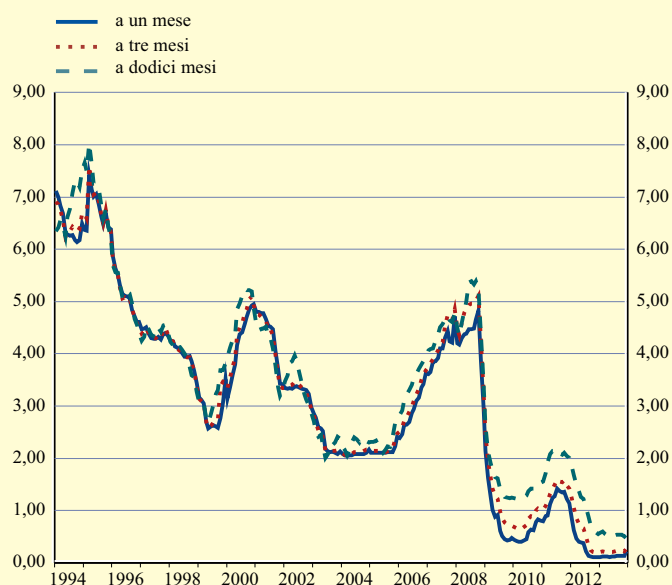
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

(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
2012 dic.	0,07	0,11	0,19	0,32	0,55	0,31	0,18
2013 gen.	0,07	0,11	0,20	0,34	0,58	0,30	0,17
feb.	0,07	0,12	0,22	0,36	0,59	0,29	0,16
mar.	0,07	0,12	0,21	0,33	0,54	0,28	0,16
apr.	0,08	0,12	0,21	0,32	0,53	0,28	0,16
mag.	0,08	0,11	0,20	0,30	0,48	0,27	0,16
giu.	0,09	0,12	0,21	0,32	0,51	0,27	0,15
lug.	0,09	0,13	0,22	0,34	0,53	0,27	0,16
ago.	0,08	0,13	0,23	0,34	0,54	0,26	0,15
set.	0,08	0,13	0,22	0,34	0,54	0,25	0,15
ott.	0,09	0,13	0,23	0,34	0,54	0,24	0,15
nov.	0,10	0,13	0,22	0,33	0,51	0,24	0,14
dic.	0,17	0,21	0,27	0,37	0,54	0,24	0,15

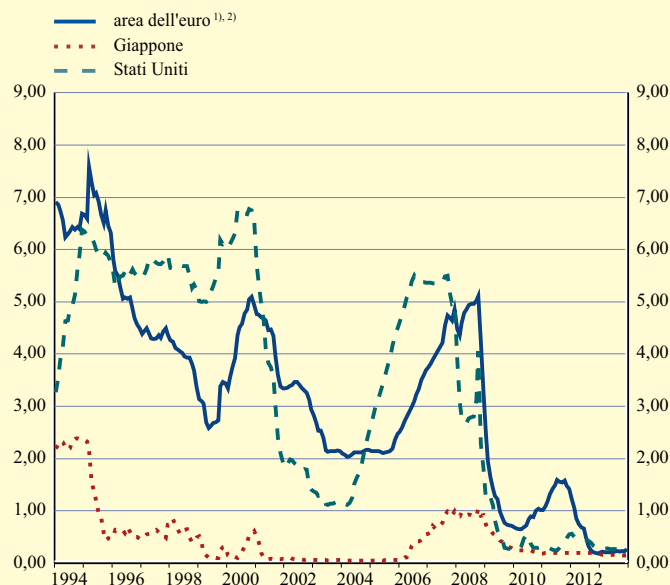
F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro ^{1), 2)}

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



F24 Tassi di interesse del mercato monetario a tre mesi

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



Fonte: BCE.

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

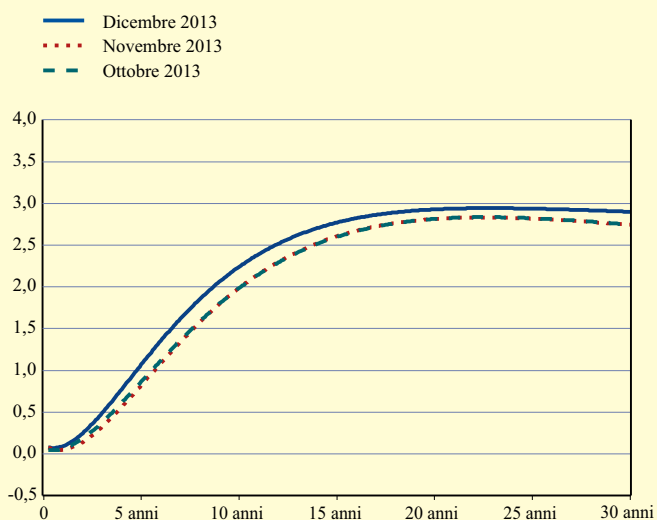
4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro ¹⁾

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

	Tassi a pronti								Tassi istantanei a termine			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	7 anni	10 anni	10 anni- 3 mesi (spread)	10 anni- 2 anni (spread)	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2012 dic.	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,09	1,72	1,66	1,74	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013 gen.	0,07	0,15	0,32	0,99	1,45	2,02	1,95	1,71	0,28	0,70	2,18	3,62
feb.	0,03	0,01	0,10	0,74	1,24	1,88	1,86	1,78	0,05	0,38	1,99	3,72
mar.	0,04	0,00	0,07	0,65	1,12	1,76	1,72	1,69	0,01	0,29	1,83	3,60
apr.	0,03	-0,01	0,04	0,54	0,96	1,55	1,52	1,51	-0,01	0,23	1,58	3,28
mag.	0,02	0,03	0,13	0,75	1,22	1,84	1,82	1,71	0,08	0,41	1,95	3,62
giu.	0,03	0,11	0,30	1,05	1,54	2,14	2,11	1,84	0,27	0,73	2,35	3,78
lug.	0,01	0,04	0,18	0,88	1,36	1,95	1,95	1,77	0,14	0,54	2,14	3,59
ago.	0,02	0,09	0,27	1,06	1,58	2,17	2,16	1,90	0,23	0,71	2,43	3,78
set.	0,02	0,07	0,22	0,94	1,45	2,05	2,03	1,84	0,17	0,60	2,25	3,74
ott.	0,05	0,05	0,15	0,82	1,32	1,95	1,90	1,80	0,09	0,45	2,10	3,74
nov.	0,08	0,05	0,14	0,82	1,34	1,99	1,91	1,84	0,08	0,43	2,14	3,79
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

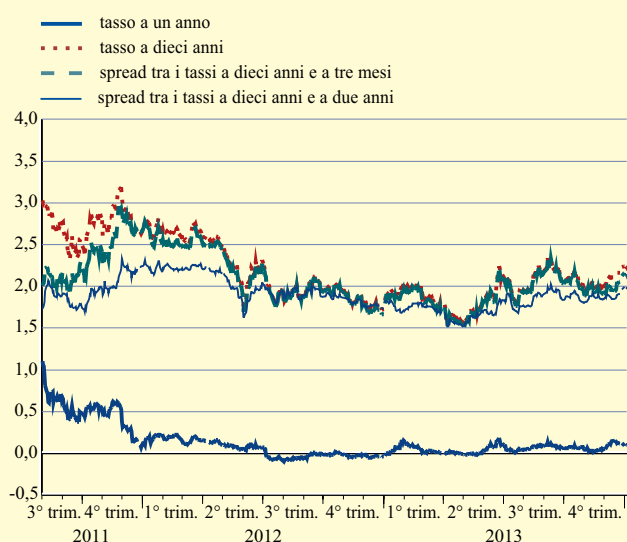
F25 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro ²⁾

(valori percentuali su base annua; fine periodo)



F26 Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro ²⁾

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



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

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

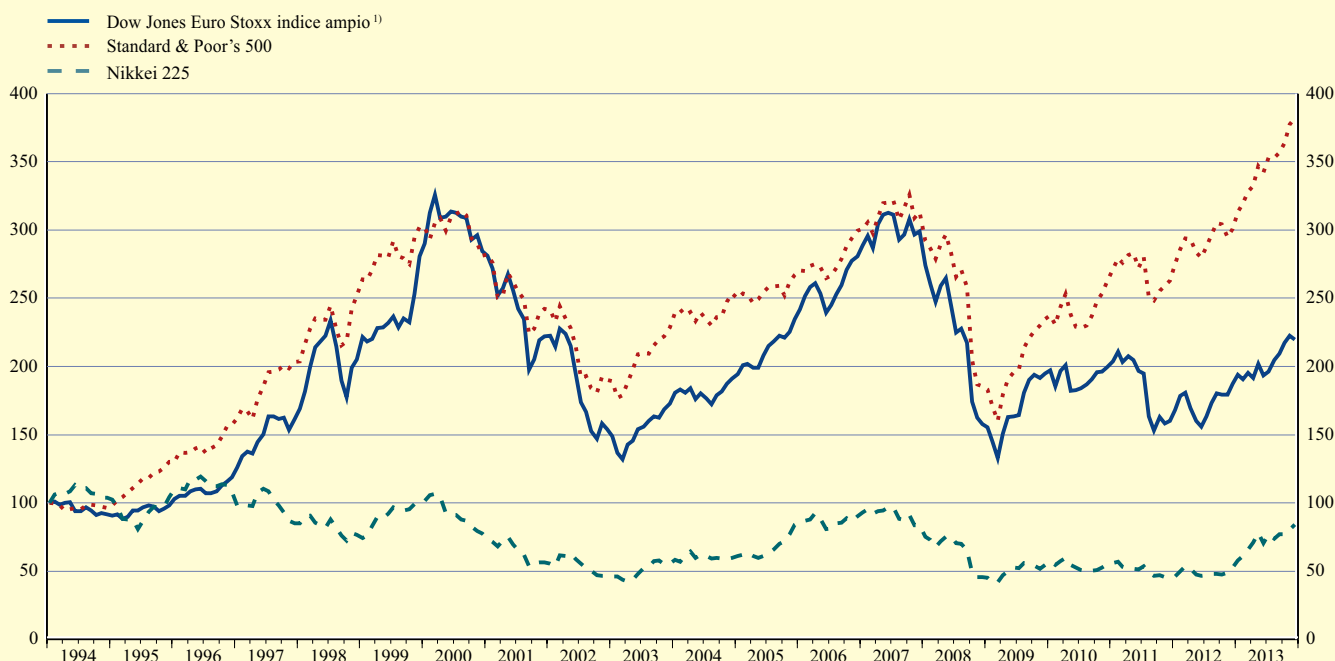
4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx ¹⁾												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliifero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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
2012 dic.	259,7	2.625,6	559,5	170,0	422,7	312,0	138,5	361,5	246,8	225,8	240,2	583,1	1.422,3	9.814,4
2013 gen.	269,1	2.715,3	568,4	176,4	434,1	319,7	148,6	373,9	255,3	228,5	251,7	588,6	1.480,4	10.750,9
feb.	264,7	2.630,4	561,0	180,7	439,1	301,4	143,2	372,7	256,0	218,5	231,1	586,7	1.512,3	11.336,4
mar.	270,8	2.680,2	576,6	187,2	457,1	307,4	140,1	388,2	260,6	221,0	240,2	626,1	1.550,8	12.244,0
apr.	265,9	2.636,3	560,9	187,0	449,8	299,6	136,0	374,1	250,5	225,2	238,6	650,8	1.570,7	13.224,1
mag.	280,2	2.785,8	590,1	192,5	472,0	315,0	147,5	392,7	267,1	232,0	248,7	668,7	1.639,8	14.532,4
giu.	268,3	2.655,8	571,1	185,9	453,0	294,9	140,4	381,3	259,5	220,4	229,2	639,2	1.618,8	13.106,6
lug.	272,4	2.686,5	569,6	193,1	465,9	298,7	142,0	389,5	268,1	215,1	231,5	642,5	1.668,7	14.317,5
ago.	284,2	2.803,8	581,8	198,2	482,8	314,9	153,2	407,0	276,1	223,8	245,6	636,8	1.670,1	13.726,7
set.	290,6	2.864,6	592,8	202,3	485,0	323,9	156,8	423,6	288,6	234,1	260,0	613,1	1.687,2	14.372,1
ott.	301,4	2.988,9	602,2	210,0	487,3	329,2	168,4	436,3	293,4	249,6	290,6	616,5	1.720,0	14.329,0
nov.	308,7	3.056,0	630,5	214,1	498,7	330,9	171,1	448,8	306,1	253,7	289,1	646,6	1.783,5	14.931,7
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

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	1,3	.	.	1,4	-	-	-	-	-	-	.	.	
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	.	.	1,2	.	.	.	.	-1,1	.	.	.
2013 lug.	117,0	1,6	1,3	1,7	1,4	0,2	0,4	-0,1	-0,1	0,8	0,2	1,6	1,7	
ago.	117,1	1,3	1,3	1,2	1,4	0,1	0,2	0,1	0,0	0,5	0,1	1,3	1,9	
set.	117,7	1,1	1,2	0,9	1,4	0,0	0,1	-1,0	0,0	0,5	0,0	1,0	1,6	
ott.	117,6	0,7	1,0	0,4	1,2	-0,2	0,1	-0,6	0,0	-1,2	-0,1	0,6	1,3	
nov.	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. ³⁾	117,9	0,8	.	.	1,0	.	.	.	.	0,6	.	.	.

	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	.	.	.	0,6	0,6	.	.	.	.	.	.
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	.	.	.	0,3	-0,9	.	.	.	.	.	.
2013 lug.	3,5	2,5	5,1	0,8	0,4	1,6	1,8	1,7	2,3	-4,0	2,1	0,8
ago.	3,2	2,5	4,4	0,2	0,4	-0,3	1,8	1,8	2,3	-4,3	2,2	0,8
set.	2,6	2,4	2,9	0,0	0,4	-0,9	1,7	1,5	2,4	-3,6	2,2	0,9
ott.	1,9	2,2	1,4	-0,3	0,3	-1,7	1,7	1,4	2,0	-4,0	1,9	0,4
nov.	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. ³⁾	1,8	.	.	.	0,2	0,0	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

in perc. del totale nel 2010	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni										Prezzi delle costruzioni ¹⁾	Prezzi degli immobili residenziali ²⁾
	Totale (indice 2010 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici		
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo						
						Totale	Durevoli	Non durevoli				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2009	97,4	-4,8	-5,1	-2,8	-5,4	0,4	-2,1	1,2	-2,5	-10,9	0,3	-3,2
2010	100,0	2,7	3,3	1,7	3,6	0,3	0,4	0,7	0,4	5,5	2,0	1,0
2011	105,7	5,7	5,3	3,8	5,9	1,5	3,3	1,9	3,4	10,7	3,3	1,1
2012	108,6	2,8	2,0	1,4	0,8	1,0	2,5	1,6	2,6	6,1	1,6	-1,7
2012 3° trim.	109,0	2,5	1,8	1,1	0,2	0,9	2,4	1,5	2,5	5,9	1,4	-2,6
4° trim.	109,2	2,4	1,9	1,6	1,3	0,8	2,5	1,2	2,7	4,1	1,3	-2,3
2013 1° trim.	109,3	1,2	0,8	1,2	0,8	0,8	2,2	0,8	2,4	0,9	0,8	-2,8
2° trim.	108,2	-0,1	-0,1	0,5	-0,5	0,6	1,9	0,8	2,1	-1,8	0,4	-2,4
3° trim.	108,3	-0,6	-0,3	0,3	-1,0	0,5	1,7	0,6	1,9	-2,5	0,4	.
2013 giu.	108,1	0,1	0,3	0,6	-0,5	0,5	2,0	0,7	2,2	-1,0	-	-
lug.	108,3	0,0	0,3	0,5	-0,5	0,5	2,0	0,6	2,2	-1,4	-	-
ago.	108,3	-0,9	-0,4	0,3	-1,0	0,6	1,8	0,5	1,9	-3,5	-	-
set.	108,5	-0,9	-0,8	-0,1	-1,6	0,6	1,5	0,6	1,6	-2,7	-	-
ott.	108,0	-1,3	-1,1	-0,3	-1,7	0,5	1,0	0,5	1,0	-3,5	-	-
nov.	107,9	-1,2	-0,9	-0,3	-1,7	0,5	0,8	0,5	0,8	-3,2	-	-

3. Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

in perc. del totale	Prezzo del petrolio ³⁾ (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche						Totale (destagionalizzato; indice 2000=100)	Totale	Deflatori del PIL				Esportazioni ⁶⁾	Importazioni ⁶⁾
		Ponderati in base alle importazioni ⁴⁾		Ponderati in base all'utilizzo ⁵⁾		Domanda interna									
		Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2010	60,7	44,6	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	108,1	0,8	1,5	1,6	0,8	0,8	3,0	5,0
2011	79,7	12,2	22,4	7,7	12,8	20,7	7,5	109,4	1,2	2,0	2,4	0,8	1,5	3,6	5,8
2012	86,6	0,5	1,1	0,3	2,6	6,4	-0,3	110,8	1,3	1,6	2,1	1,1	1,1	1,6	2,3
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	111,3	1,4	1,5	1,8	0,5	0,9	1,4	1,6
2013 1° trim.	85,0	-3,0	-2,4	-3,3	-1,6	0,0	-2,8	111,9	1,5	1,3	1,3	1,6	0,4	0,2	-0,3
2° trim.	79,0	-5,2	-4,1	-5,8	-4,3	-2,1	-6,2	112,3	1,5	1,1	1,1	0,9	0,1	-0,1	-1,2
3° trim.	82,5	-12,7	-18,7	-9,4	-12,0	-14,4	-10,0	112,4	1,3	1,0	1,2	0,9	0,1	-0,8	-1,6
4° trim.	80,3	-11,8	-15,8	-9,7	-11,1	-11,8	-10,5	.	.	.	.	.	.	.	.
2013 lug.	81,9	-12,2	-16,7	-9,8	-11,8	-13,4	-10,3	-	-	-	-	-	-	-	-
ago.	82,6	-12,9	-20,6	-8,7	-12,2	-15,9	-8,9	-	-	-	-	-	-	-	-
set.	83,0	-12,9	-18,8	-9,7	-12,1	-13,7	-10,7	-	-	-	-	-	-	-	-
ott.	80,0	-12,2	-17,3	-9,6	-10,9	-12,0	-9,9	-	-	-	-	-	-	-	-
nov.	80,0	-11,7	-16,5	-9,2	-11,3	-12,9	-9,9	-	-	-	-	-	-	-	-
dic.	80,8	-11,4	-13,5	-10,4	-11,2	-10,6	-11,7	-	-	-	-	-	-	-	-

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

1) Prezzi degli input delle costruzioni residenziali.

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

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

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

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

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

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

4. Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi per occupato e produttività del lavoro

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale (indice 2008 = 100)		Per settore di attività									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾												
2011	110,5	0,8	0,4	0,6	1,3	0,7	0,3	-0,4	0,8	3,1	0,2	1,5
2012	112,4	1,7	4,3	2,6	2,6	1,6	3,4	1,3	0,6	2,5	0,7	2,1
2012 4° trim.	113,3	1,8	5,8	2,7	3,3	2,2	5,4	-0,3	-0,7	2,6	-0,2	2,7
2013 1° trim.	113,9	1,8	2,6	2,7	0,4	2,3	3,7	-0,2	-1,0	2,0	0,9	2,2
2° trim.	113,8	1,2	2,0	2,1	0,0	1,8	3,3	1,1	-0,3	1,1	0,2	1,8
3° trim.	114,0	1,0	2,4	2,4	1,1	0,9	4,2	0,5	0,4	0,1	0,2	1,6
Redditi per occupato												
2011	114,3	2,1	2,9	3,4	3,6	1,6	2,9	1,5	2,4	3,0	1,0	1,7
2012	116,2	1,7	1,2	2,5	3,1	1,7	2,5	1,1	1,7	2,5	1,1	1,6
2012 4° trim.	116,9	1,5	1,1	2,6	3,0	1,4	2,3	1,4	1,1	2,1	0,2	1,2
2013 1° trim.	117,8	1,6	2,6	2,5	0,7	1,2	1,4	1,7	1,2	2,0	1,6	1,1
2° trim.	118,2	1,6	1,9	2,6	1,6	1,4	1,4	1,3	2,8	2,1	1,0	1,3
3° trim.	118,4	1,5	2,9	3,0	2,1	1,0	1,0	0,6	1,8	1,5	1,0	1,5
Produttività del lavoro per occupato ²⁾												
2011	103,4	1,3	2,5	2,8	2,2	0,9	2,6	2,0	1,5	-0,1	0,8	0,2
2012	103,3	0,0	-2,9	-0,1	0,5	0,1	-0,9	-0,2	1,1	0,0	0,4	-0,5
2012 4° trim.	103,2	-0,3	-4,4	0,0	-0,3	-0,7	-3,0	1,8	1,8	-0,4	0,4	-1,5
2013 1° trim.	103,5	-0,1	0,0	-0,2	0,3	-1,1	-2,2	1,9	2,3	0,1	0,6	-1,1
2° trim.	103,8	0,4	-0,1	0,4	1,6	-0,4	-1,9	0,2	3,1	1,1	0,8	-0,5
3° trim.	103,9	0,5	0,4	0,6	1,0	0,2	-3,1	0,1	1,3	1,4	0,8	-0,2
Redditi per ora lavorata												
2011	116,0	2,0	2,0	2,6	4,1	1,8	2,7	1,2	1,7	2,7	0,9	1,7
2012	118,9	2,6	3,1	3,6	5,0	2,4	3,1	1,6	1,9	2,7	1,2	2,5
2012 4° trim.	119,9	2,2	3,2	3,8	4,3	2,3	2,6	2,3	1,7	2,5	0,0	2,3
2013 1° trim.	121,6	3,1	4,1	4,6	4,0	2,5	1,9	2,9	1,5	2,8	2,4	2,5
2° trim.	121,1	1,5	2,2	1,5	1,0	1,5	1,0	1,7	2,5	2,3	0,9	2,1
3° trim.	121,2	1,5	3,1	1,8	1,7	1,1	1,5	0,9	2,1	2,0	1,0	2,3
Produttività per ora lavorata ²⁾												
2011	105,4	1,3	3,6	2,2	2,4	1,2	2,4	1,8	0,7	-0,3	0,6	0,3
2012	106,2	0,7	-2,0	1,0	2,0	0,8	-0,2	0,2	1,8	0,4	0,6	0,3
2012 4° trim.	106,6	0,5	-3,8	1,2	0,9	0,3	-2,3	2,7	2,9	0,2	0,3	-0,4
2013 1° trim.	107,4	1,2	0,0	1,8	3,1	-0,2	-1,6	3,0	2,9	1,2	1,4	0,6
2° trim.	106,9	0,3	-0,5	-0,5	0,8	-0,5	-2,1	0,2	2,8	1,3	0,7	0,2
3° trim.	107,0	0,5	0,5	-0,4	0,9	0,2	-2,3	0,1	1,6	2,0	0,9	0,7

5. Indicatori del costo del lavoro³⁾

	Totale (indice dest.) 2008 = 100)	Totale	Per componente			Per settore di attività			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ⁴⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manfatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi		
in perc. del totale nel 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2011	106,6	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).

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

5.2 Produzione e domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

1. PIL e componenti della domanda

	PIL								
	Totale	Domanda interna				Bilancia commerciale ¹⁾			
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>									
2009	8.921,5	8.804,3	5.135,4	1.988,5	1.731,1	-50,8	117,2	3.288,8	3.171,6
2010	9.167,6	9.046,5	5.271,3	2.016,4	1.737,8	20,9	121,1	3.784,3	3.663,2
2011	9.424,1	9.294,3	5.414,7	2.029,6	1.792,5	57,5	129,8	4.174,9	4.045,1
2012	9.483,5	9.235,8	5.449,5	2.040,3	1.738,8	7,2	247,8	4.348,2	4.100,4
2012 3° trim.	2.374,8	2.306,6	1.361,8	510,8	433,5	0,5	68,1	1.098,0	1.029,9
4° trim.	2.370,0	2.297,8	1.361,7	510,0	429,1	-3,1	72,2	1.092,3	1.020,1
2013 1° trim.	2.377,8	2.301,9	1.364,1	515,9	420,0	1,9	75,9	1.079,3	1.003,4
2° trim.	2.393,0	2.305,2	1.367,7	516,2	420,4	0,9	87,8	1.098,8	1.011,0
3° trim.	2.397,1	2.316,9	1.372,8	518,1	423,0	2,9	80,3	1.098,0	1.017,7
<i>in percentuale del PIL</i>									
2012	100,0	97,4	57,5	21,5	18,3	0,1	2,6	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2012 3° trim.	-0,1	-0,4	-0,1	-0,2	-0,6	-	-	0,7	0,3
4° trim.	-0,5	-0,7	-0,5	0,0	-1,2	-	-	-0,5	-0,9
2013 1° trim.	-0,2	-0,3	-0,1	0,3	-1,9	-	-	-1,0	-1,2
2° trim.	0,3	0,0	0,1	0,0	0,2	-	-	2,1	1,6
3° trim.	0,1	0,4	0,1	0,2	0,4	-	-	0,2	1,0
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2009	-4,4	-3,7	-1,0	2,6	-12,8	-	-	-12,4	-10,9
2010	2,0	1,2	1,0	0,6	-0,4	-	-	11,6	10,0
2011	1,6	0,7	0,3	-0,1	1,6	-	-	6,5	4,5
2012	-0,7	-2,2	-1,4	-0,5	-4,1	-	-	2,5	-1,0
2012 3° trim.	-0,7	-2,5	-1,6	-0,6	-4,2	-	-	2,8	-1,1
4° trim.	-1,0	-2,3	-1,5	-0,7	-4,8	-	-	1,9	-0,8
2013 1° trim.	-1,2	-2,1	-1,2	-0,1	-5,6	-	-	0,1	-2,0
2° trim.	-0,6	-1,3	-0,6	0,2	-3,5	-	-	1,3	-0,3
3° trim.	-0,4	-0,5	-0,4	0,6	-2,5	-	-	0,8	0,5
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>									
2012 3° trim.	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,2	-	-
4° trim.	-0,5	-0,7	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	0,1	-	-
2013 1° trim.	-0,2	-0,3	-0,1	0,1	-0,4	0,1	0,1	-	-
2° trim.	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,3	-	-
3° trim.	0,1	0,4	0,0	0,0	0,1	0,3	-0,3	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>									
2009	-4,4	-3,7	-0,5	0,5	-2,7	-1,0	-0,7	-	-
2010	2,0	1,2	0,6	0,1	-0,1	0,6	0,7	-	-
2011	1,6	0,7	0,2	0,0	0,3	0,3	0,9	-	-
2012	-0,7	-2,2	-0,8	-0,1	-0,8	-0,5	1,5	-	-
2012 3° trim.	-0,7	-2,4	-0,9	-0,1	-0,8	-0,6	1,7	-	-
4° trim.	-1,0	-2,2	-0,8	-0,2	-0,9	-0,3	1,2	-	-
2013 1° trim.	-1,2	-2,1	-0,7	0,0	-1,0	-0,3	0,9	-	-
2° trim.	-0,6	-1,3	-0,3	0,0	-0,6	-0,4	0,7	-	-
3° trim.	-0,4	-0,5	-0,2	0,1	-0,5	0,0	0,2	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

5.2 Produzione e domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

2. Valore aggiunto per branca di attività economica

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrat. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2009	8.028,1	124,0	1.464,6	530,2	1.532,5	369,9	421,2	902,8	806,2	1.581,8	294,8	893,3
2010	8.226,0	136,3	1.578,8	498,3	1.547,7	370,1	438,2	917,6	826,3	1.612,6	300,2	941,6
2011	8.451,6	141,1	1.639,8	501,0	1.589,1	373,7	439,5	963,9	858,4	1.637,5	307,6	972,5
2012	8.506,2	143,4	1.639,9	490,5	1.601,3	369,1	433,2	980,4	876,3	1.658,9	313,2	977,3
2012 3° trim.	2.130,3	35,9	412,3	122,2	400,5	92,3	107,2	245,6	219,9	415,8	78,6	244,5
4° trim.	2.126,9	36,5	409,1	120,9	401,7	91,1	107,5	247,5	220,0	413,8	78,9	243,1
2013 1° trim.	2.133,8	35,7	409,7	119,8	401,4	90,0	109,1	248,2	220,7	420,2	79,1	244,0
2° trim.	2.144,2	35,9	412,9	119,2	403,6	89,5	109,9	249,9	223,3	420,6	79,4	248,8
3° trim.	2.150,4	34,9	413,2	119,6	406,4	88,8	109,3	252,1	224,4	421,4	80,4	246,7
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2012	100,0	1,7	19,3	5,8	18,8	4,3	5,1	11,5	10,3	19,5	3,7	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2012 3° trim.	-0,1	-1,4	0,0	-1,1	-0,6	0,1	0,0	0,3	0,3	0,0	0,1	-0,3
4° trim.	-0,5	0,0	-1,6	-1,7	-0,9	-1,1	1,0	0,4	-0,3	0,4	0,2	-1,0
2013 1° trim.	-0,2	0,3	0,0	-1,3	-0,4	-0,6	-0,9	-0,1	0,6	-0,1	-0,4	-0,3
2° trim.	0,3	-0,3	0,5	-0,4	0,5	-0,1	-0,9	0,4	0,9	0,2	-0,1	0,5
3° trim.	0,1	-0,3	0,0	0,0	0,2	-0,8	0,5	0,2	0,2	0,2	0,1	-0,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2009	-4,5	1,2	-12,9	-8,0	-5,1	2,8	0,4	0,4	-7,9	1,5	-0,6	-4,2
2010	2,0	-3,0	9,5	-5,7	0,7	1,8	0,2	-0,2	2,3	1,3	0,4	1,4
2011	1,8	0,4	3,0	-1,6	1,7	3,9	1,5	2,1	2,4	1,1	0,3	0,1
2012	-0,5	-4,8	-1,1	-4,2	-0,8	0,3	-0,6	0,6	0,7	0,1	0,1	-1,9
2012 3° trim.	-0,6	-6,3	-0,8	-3,8	-1,1	0,2	-0,7	0,5	0,8	-0,2	0,1	-1,8
4° trim.	-0,9	-6,4	-1,4	-5,3	-1,7	-1,4	0,9	0,7	0,0	0,2	-0,2	-2,0
2013 1° trim.	-1,0	-3,0	-1,7	-5,3	-2,3	-1,7	0,8	0,7	0,3	0,4	-0,6	-2,6
2° trim.	-0,5	-1,5	-1,0	-4,5	-1,4	-1,7	-0,8	1,0	1,5	0,5	-0,2	-1,0
3° trim.	-0,3	-0,4	-1,1	-3,5	-0,6	-2,6	-0,3	0,9	1,4	0,6	-0,2	-0,8
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2012 3° trim.	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
4° trim.	-0,5	0,0	-0,3	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2013 1° trim.	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
2° trim.	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
3° trim.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2009	-4,5	0,0	-2,6	-0,5	-1,0	0,1	0,0	0,0	-0,8	0,3	0,0	-
2010	2,0	0,0	1,7	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	0,3	0,0	-
2011	1,8	0,0	0,6	-0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
2012	-0,5	-0,1	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2012 3° trim.	-0,6	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
4° trim.	-0,9	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
2013 1° trim.	-1,0	-0,1	-0,3	-0,3	-0,4	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2° trim.	-0,5	0,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
3° trim.	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5.2 Produzione e domanda

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

3. Produzione industriale

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	11	12
				3	4	5	6	7	Beni di consumo						
									Totale	Durevoli	Non durevoli				
	100,0	79,4	79,4	68,3	67,7	26,7	23,2	17,8	2,3	15,5	11,7	20,6			
2010	4,1	100,0	7,3	7,7	10,0	9,0	2,8	2,7	2,9	3,9	-7,6				
2011	2,2	103,5	3,4	4,7	4,8	4,1	8,4	1,0	0,7	1,0	-4,4				
2012	-3,1	100,9	-2,5	-2,7	-2,8	-4,6	-1,2	-2,4	-4,9	-2,1	-0,4				
2012 4° trim.	-3,5	99,3	-3,3	-3,6	-3,8	-5,2	-3,3	-2,1	-5,5	-1,6	-0,5				
2013 1° trim.	-2,8	99,6	-2,2	-2,6	-2,9	-3,6	-3,4	-0,8	-4,7	-0,3	-0,1				
2° trim.	-1,5	100,3	-1,0	-0,9	-1,0	-2,0	-0,1	-0,7	-3,9	-0,2	-1,1				
3° trim.	-1,1	100,2	-1,1	-1,1	-1,0	-0,8	-1,3	-0,8	-3,8	-0,5	-1,8				
2013 giu.	-0,7	100,6	-0,2	0,0	0,0	-1,0	1,4	-0,5	-1,7	-0,5	-1,9				
lug.	-1,8	99,6	-2,0	-2,2	-2,1	-1,5	-3,3	-1,3	-4,4	-0,8	-1,6				
ago.	-1,2	100,5	-1,5	-1,5	-1,1	-0,8	-0,8	-2,2	-4,2	-2,0	-3,3				
set.	-0,1	100,3	0,2	0,2	0,2	-0,1	0,3	0,8	-3,0	1,3	-0,6				
ott.	-0,1	99,2	0,2	0,6	0,5	1,6	1,2	-1,1	-5,4	-0,6	-3,4				
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>															
2013 giu.	0,8	-	0,7	1,0	1,1	0,5	2,2	0,3	3,7	-0,4	-1,1	1,6			
lug.	-0,6	-	-1,0	-1,1	-1,1	-0,4	-1,9	-0,8	-1,5	-0,4	-0,5	0,6			
ago.	1,0	-	0,9	1,0	1,6	0,7	1,9	0,5	-0,5	0,4	-0,8	0,2			
set.	-0,6	-	-0,2	-0,3	-1,0	-0,4	-0,7	0,3	-1,5	0,3	1,5	-0,5			
ott.	-0,8	-	-1,1	-0,7	-0,7	0,4	-1,3	-1,4	-2,4	-0,9	-4,0	-1,2			

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 ¹⁾		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio (incluso il carburante per autoveicoli)								Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	A prezzi costanti							Migliaia (dest.) ²⁾	Totale
	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Totale (dest.; indice 2010 = 100)	Totale	Totale	Totale (dest.; indice 2010 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari		Carburante			
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici				
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	40,1	51,1	9,4	11,9	8,8	13	14	
2010	100,0	17,7	100,0	10,1	2,1	100,0	0,5	0,4	1,3	2,2	0,2	-3,0	843	-8,5
2011	108,6	8,6	109,2	9,1	1,7	99,7	-0,3	-1,0	0,5	1,4	-0,2	-3,3	838	-1,1
2012	104,3	-3,9	108,7	-0,5	0,4	97,9	-1,8	-1,2	-1,7	-4,1	-2,6	-5,2	744	-11,0
2012 4° trim.	103,0	-2,5	107,3	-1,7	-0,9	96,8	-2,6	-2,0	-2,8	-4,6	-4,3	-5,9	709	-14,1
2013 1° trim.	102,5	-2,6	106,9	-2,7	-1,3	97,0	-2,0	-1,6	-2,2	-3,5	-4,6	-3,7	687	-11,3
2° trim.	103,2	-1,5	106,7	-2,0	-0,3	97,2	-0,8	-1,7	0,0	2,2	-3,0	-0,8	709	-7,2
3° trim.	105,2	0,9	107,2	-1,6	-0,1	97,6	-0,3	-0,6	0,0	1,8	-2,7	-0,1	706	-2,0
2013 lug.	103,7	-0,7	106,4	-1,9	0,1	97,5	-0,7	0,1	-1,0	1,2	-3,7	-1,3	703	-0,1
ago.	105,3	0,2	108,2	-1,9	0,0	98,0	-0,2	-0,6	0,1	3,5	-2,9	-0,4	708	-4,1
set.	106,5	3,2	106,9	-1,0	-0,2	97,4	0,0	-1,3	1,0	1,0	-1,4	1,5	706	-2,5
ott.	104,2	0,6	106,6	-1,2	-0,6	97,0	-0,3	-0,3	-0,7	0,5	-1,7	0,6	723	4,2
nov.	.	.	.	.	1,4	98,3	1,6	1,4	2,4	.	.	0,2	732	4,8
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>														
2013 lug.	-	-0,4	-	-0,4	0,5	-	0,5	1,1	0,4	0,0	0,3	-0,1	-	-1,3
ago.	-	1,5	-	1,6	0,4	-	0,5	-0,2	0,5	1,1	0,2	-0,3	-	0,7
set.	-	1,1	-	-1,2	-0,7	-	-0,6	-1,0	0,0	-1,1	0,4	-0,3	-	-0,2
ott.	-	-2,2	-	-0,3	-0,4	-	-0,4	0,5	-1,0	-1,6	-1,4	-0,6	-	2,4
nov.	-	.	-	.	1,3	-	1,4	1,1	1,9	.	.	0,1	-	1,3

Fonti: Eurostat, eccetto le colonne 1 e 2 nella tavola 4 (che riportano elaborazioni sperimentali della BCE basate sui dati nazionali) e le colonne 13 e 14 nella tavola 4 (che riportano elaborazioni della BCE basate sui dati di fonte ACEA, Associazione europea dei costruttori di automobili).

1) Per ulteriori dettagli, cfr. de Bondt, G.J., Dieden, H.C., Muzikarova, S. e Vincze, I., "Introducing the ECB indicator on euro area industrial new orders", *Occasional Paper Series*, n. 149, BCE Francoforte sul Meno, giugno 2013.

2) I dati annuali e trimestrali sono medie di quelli mensili nel periodo considerato.

5.2 Produzione e domanda

(saldi percentuali¹⁾, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico ²⁾ (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera					Clima di fiducia delle famiglie				
		Clima di fiducia				Capacità utilizzata ³⁾ (in perc.)	Totale ⁴⁾	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale ⁴⁾	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2010	101,1	-4,5	-24,2	1,0	11,6	77,1	-14,2	-5,3	-12,3	31,2	-8,0
2011	101,8	0,2	-6,4	2,3	9,4	80,6	-14,5	-7,4	-18,1	23,2	-9,1
2012	90,4	-11,7	-24,3	6,8	-4,0	78,6	-22,3	-11,2	-27,6	38,4	-12,0
2013							-18,8				
2012 4° trim.	86,8	-15,4	-32,0	6,8	-7,4	77,4	-26,2	-12,9	-31,7	46,3	-13,7
2013 1° trim.	90,1	-12,2	-29,6	5,4	-1,6	77,5	-23,7	-11,4	-27,3	42,6	-13,3
2° trim.	89,8	-12,6	-30,9	6,1	-0,9	77,9	-20,9	-10,2	-24,9	35,9	-12,8
3° trim.	94,9	-8,3	-24,9	4,5	4,4	78,4	-16,0	-8,0	-16,8	29,8	-9,3
4° trim.							-14,5				
2013 lug.	92,5	-10,6	-27,8	5,5	1,5	78,3	-17,4	-8,9	-20,9	30,4	-9,4
ago.	95,3	-7,8	-23,8	4,4	4,6	-	-15,6	-8,0	-15,8	30,4	-8,2
set.	96,9	-6,6	-23,2	3,7	7,0	-	-14,9	-7,2	-13,6	28,6	-10,3
ott.	97,7	-5,0	-21,2	3,3	9,4	78,4	-14,5	-7,2	-11,7	29,3	-9,6
nov.	98,5	-3,9	-17,9	3,5	9,8	-	-15,4	-6,1	-13,5	31,4	-10,6
dic.							-13,6				

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio			Indice di fiducia nel settore dei servizi				
	Totale ⁴⁾	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale ⁴⁾	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale ⁴⁾	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2009	-33,1	-42,1	-24,1	-15,5	-21,4	9,8	-15,4	-16,1	-21,2	-18,0	-9,3
2010	-28,7	-39,4	-18,2	-4,1	-6,6	7,2	1,6	4,0	1,5	3,1	7,3
2011	-26,2	-33,9	-18,5	-5,4	-5,6	11,1	0,6	5,3	2,2	5,3	8,3
2012	-28,4	-34,9	-22,0	-15,2	-18,9	14,2	-12,6	-6,9	-11,9	-7,8	-1,1
2012 3° trim.	-29,4	-36,6	-22,2	-16,8	-21,8	14,5	-14,1	-10,6	-15,8	-11,7	-4,2
4° trim.	-32,7	-40,2	-25,2	-16,0	-21,3	11,4	-15,4	-11,1	-15,4	-13,0	-5,0
2013 1° trim.	-29,1	-37,0	-21,2	-16,2	-24,4	10,7	-13,6	-7,8	-12,7	-9,0	-1,8
2° trim.	-31,9	-38,8	-24,9	-16,6	-24,7	11,1	-13,9	-10,0	-14,6	-13,4	-2,0
3° trim.	-31,5	-40,1	-22,9	-10,5	-16,7	8,6	-6,1	-5,4	-8,2	-8,7	0,8
2013 giu.	-31,5	-38,0	-25,1	-14,6	-21,9	10,2	-11,6	-9,6	-14,7	-12,5	-1,5
lug.	-32,6	-41,3	-23,8	-14,0	-21,1	10,3	-10,4	-7,8	-11,6	-10,4	-1,3
ago.	-33,2	-41,9	-24,6	-10,6	-17,8	8,3	-5,6	-5,2	-7,6	-8,4	0,5
set.	-28,8	-37,2	-20,3	-6,9	-11,3	7,1	-2,3	-3,2	-5,5	-7,3	3,1
ott.	-29,7	-39,5	-20,0	-7,8	-11,4	5,5	-6,5	-3,7	-6,7	-7,0	2,6
nov.	-30,6	-39,8	-21,4	-7,7	-11,2	7,7	-4,1	-0,8	-4,0	-2,7	4,5

Fonte: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari).

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media calcolata a partire dal 1990.
- 3) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dalle medie trimestrali.
- 4) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

5.3 Mercato del lavoro ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

1. Occupazione

	Per status occupazionale			Per settore di attività									
	Totale	Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Ammin. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persone occupate													
<i>livelli (migliaia)</i>													
2012	146.198	124.956	21.242	4.975	22.961	9.484	35.933	4.044	4.059	1.282	18.260	34.387	10.812
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2012	100,0	85,5	14,5	3,4	15,7	6,5	24,6	2,8	2,8	0,9	12,5	23,5	7,4
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2010	-0,5	-0,5	-0,4	-1,0	-2,9	-3,9	-0,5	-1,7	-1,0	0,1	2,0	1,0	0,6
2011	0,3	0,3	-0,2	-2,0	0,1	-3,8	0,7	1,2	-0,4	0,6	2,5	0,3	0,1
2012	-0,7	-0,8	-0,1	-1,9	-1,0	-4,7	-0,8	1,2	-0,4	-0,4	0,7	-0,3	0,7
2012 4° trim.	-0,7	-0,9	-0,1	-2,1	-1,4	-5,0	-1,0	1,6	-0,9	-1,1	0,5	-0,2	1,3
2013 1° trim.	-1,0	-1,0	-1,1	-2,9	-1,6	-5,6	-1,2	0,5	-1,1	-1,6	0,2	-0,2	0,5
2° trim.	-1,0	-1,0	-0,6	-1,4	-1,5	-6,1	-1,0	0,2	-1,0	-2,1	0,4	-0,3	0,3
3° trim.	-0,8	-0,9	-0,5	-0,8	-1,6	-4,5	-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	-0,8	-0,5	-1,6	-0,4	0,8	-0,1	-0,6	-0,3	0,1	-0,1
2013 1° trim.	-0,4	-0,5	-0,4	-1,5	-0,4	-1,6	-0,4	-0,2	-0,1	-0,7	-0,6	-0,2	0,0
2° trim.	0,0	-0,1	0,1	1,8	-0,4	-1,0	0,0	0,1	-0,1	0,5	0,5	-0,2	-0,1
3° trim.	0,0	0,0	-0,2	-0,3	-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	229.673	184.775	44.897	9.933	36.043	16.503	59.738	6.484	6.394	1.970	28.440	48.981	15.184
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2012	100,0	80,5	19,5	4,3	15,7	7,2	26,0	2,8	2,8	0,9	12,4	21,3	6,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2010	0,0	0,1	-0,4	-1,2	-0,4	-4,0	-0,3	-0,9	-0,5	1,2	2,7	0,9	0,3
2011	0,3	0,5	-0,7	-3,1	0,8	-3,9	0,5	1,4	-0,3	1,4	2,7	0,5	0,1
2012	-1,4	-1,4	-1,3	-2,8	-2,1	-6,1	-1,6	0,5	-0,8	-1,2	0,4	-0,5	-0,1
2012 4° trim.	-1,6	-1,5	-1,7	-2,7	-2,6	-6,2	-2,0	0,9	-1,7	-2,2	-0,2	-0,1	0,2
2013 1° trim.	-2,3	-2,4	-2,1	-2,9	-3,5	-8,1	-2,1	-0,2	-2,2	-2,2	-0,9	-1,0	-1,2
2° trim.	-0,8	-0,9	-0,4	-1,0	-0,6	-5,3	-0,9	0,4	-1,0	-1,7	0,2	-0,2	-0,4
3° trim.	-0,9	-0,8	-1,0	-0,9	-0,6	-4,3	-0,9	-0,2	-0,4	-0,6	-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	0,0	-0,7	-1,2	-0,8	0,2	-0,8
2013 1° trim.	-1,0	-1,0	-0,7	-0,4	-1,2	-2,4	-0,8	-0,1	-0,2	-0,2	-1,0	-0,9	-0,5
2° trim.	0,7	0,7	0,8	0,8	1,4	0,6	0,8	0,3	0,4	1,0	0,8	0,4	-0,1
3° trim.	0,1	0,1	0,0	-0,5	-0,1	-0,6	0,3	-0,4	0,1	-0,3	0,4	0,1	0,4
Ore lavorate per persona occupata													
<i>livelli (migliaia)</i>													
2012	1.571	1.479	2.114	1.997	1.570	1.740	1.662	1.603	1.575	1.538	1.558	1.424	1.404
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2010	0,5	0,6	0,0	-0,3	2,5	-0,1	0,2	0,8	0,5	1,1	0,8	0,0	-0,3
2011	0,0	0,2	-0,5	-1,1	0,7	-0,1	-0,2	0,2	0,1	0,8	0,2	0,2	0,0
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	-1,1	-0,6	0,1	-1,1
2013 1° trim.	-1,3	-1,4	-1,0	0,0	-2,0	-2,7	-0,9	-0,6	-1,1	-0,6	-1,1	-0,8	-1,7
2° trim.	0,1	0,1	0,2	0,4	0,9	0,8	0,1	0,2	0,0	0,3	-0,2	0,1	-0,7
3° trim.	-0,1	0,0	-0,5	-0,1	1,0	0,1	-0,1	-0,8	0,0	-0,2	-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	-0,7	-0,8	-0,6	-0,6	-0,5	0,1	-0,7
2013 1° trim.	-0,5	-0,6	-0,3	1,1	-0,8	-0,8	-0,4	0,1	-0,2	0,5	-0,4	-0,8	-0,5
2° trim.	0,7	0,7	0,7	-1,0	1,8	1,6	0,8	0,2	0,5	0,5	0,3	0,6	0,0
3° trim.	0,1	0,1	0,2	-0,2	0,3	-0,3	0,2	-0,3	0,2	-0,7	0,0	0,0	0,4

Fonte: elaborazioni della BCE basate sui dati Eurostat.

1) I dati relativi all'occupazione si basano sul SEC 95.

5.3 Mercato del lavoro

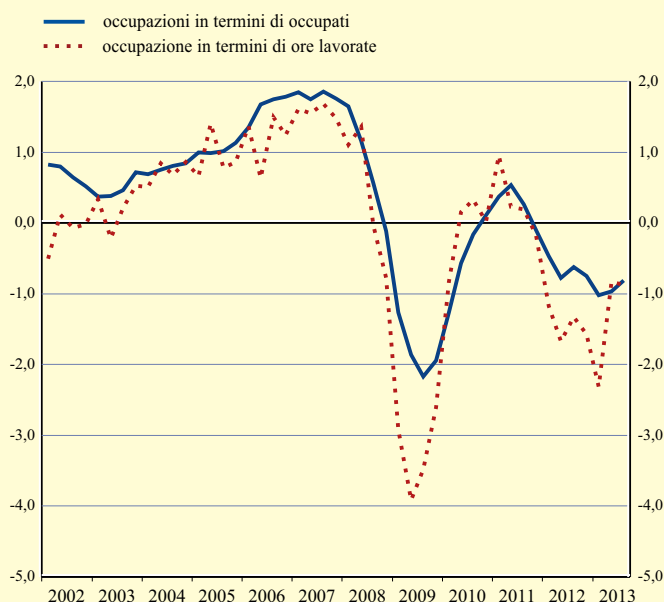
(dati destagionalizzati salvo diversa indicazione)

2. Disoccupazione e posti vacanti¹⁾

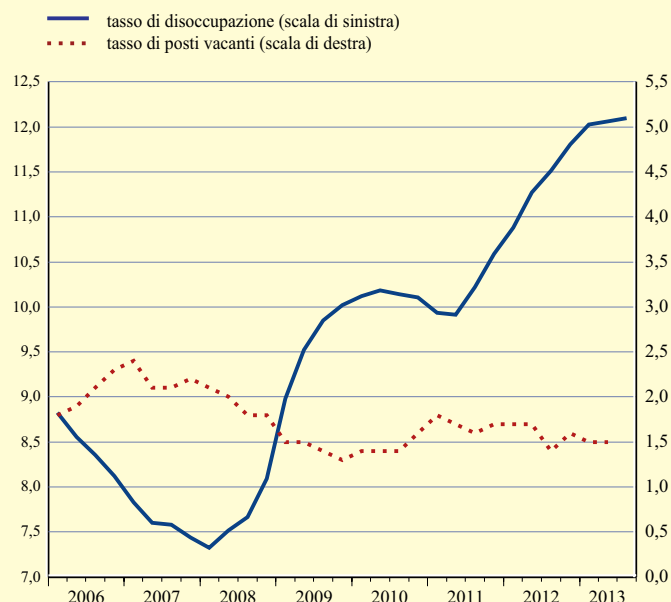
	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti ²⁾
	Totale		Per età ³⁾				Per genere ⁴⁾				
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
in perc. del totale nel 2010	100,0	79,5		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
2009	15,052	9,6	11,767	8,4	3,286	20,3	8,145	9,4	6,907	9,8	1,4
2010	15,934	10,1	12,657	8,9	3,277	20,9	8,603	10,0	7,331	10,3	1,5
2011	16,030	10,2	12,826	9,0	3,205	20,9	8,540	9,9	7,490	10,5	1,7
2012	18,060	11,4	14,578	10,1	3,481	23,1	9,693	11,2	8,367	11,6	1,6
2012 3° trim.	18,318	11,5	14,791	10,3	3,526	23,5	9,833	11,4	8,484	11,7	1,4
4° trim.	18,774	11,8	15,204	10,6	3,570	23,8	10,060	11,6	8,714	12,0	1,6
2013 1° trim.	19,107	12,0	15,532	10,8	3,574	24,0	10,262	11,9	8,845	12,2	1,5
2° trim.	19,186	12,1	15,656	10,9	3,530	23,9	10,303	11,9	8,883	12,2	1,5
3° trim.	19,253	12,1	15,728	10,9	3,525	24,0	10,402	12,1	8,850	12,2	.
2013 giu.	19,187	12,1	15,665	10,9	3,522	23,9	10,331	12,0	8,855	12,2	-
lug.	19,205	12,1	15,694	10,9	3,511	23,9	10,370	12,0	8,835	12,1	-
ago.	19,252	12,1	15,738	10,9	3,514	23,9	10,409	12,1	8,843	12,1	-
set.	19,301	12,1	15,752	10,9	3,549	24,1	10,427	12,1	8,873	12,2	-
ott.	19,237	12,1	15,668	10,9	3,569	24,2	10,399	12,1	8,838	12,1	-
nov.	19,241	12,1	15,666	10,9	3,575	24,2	10,429	12,1	8,812	12,1	-

F28 Occupazione: occupati e ore lavorate

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



F29 Tasso di disoccupazione e tasso di posti vacanti²⁾



Fonte: Eurostat.

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



FINANZA PUBBLICA

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

1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette		Imposte indirette		Riscosse da istituzioni dell'UE		Contributi sociali		Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale			
		Famiglie	Imprese			Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2004	44,5	44,0	11,5	8,5	2,9	13,2	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,4	40,6
2005	44,8	44,3	11,7	8,6	3,0	13,3	0,3	15,4	8,1	4,5	2,3	0,5	0,3	40,8
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 1	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾ 10
		2	Imposte dirette 3	Imposte indirette 4	Contributi sociali 5	Vendite di beni e servizi 6	Redditi da capitale 7	8	Imposte in conto capitale 9	
2007 2° trim.	45,8	45,3	13,1	12,9	15,0	2,2	1,4	0,4	0,3	41,2
3° trim.	43,7	43,2	12,3	12,4	14,8	2,2	0,7	0,5	0,3	39,7
4° trim.	49,2	48,6	14,7	13,8	15,7	2,5	1,0	0,6	0,3	44,5
2008 1° trim.	42,4	42,1	10,9	12,3	14,8	2,2	1,1	0,3	0,2	38,3
2° trim.	45,3	44,9	12,9	12,3	15,1	2,3	1,5	0,4	0,3	40,6
3° trim.	43,4	43,0	12,1	12,1	15,0	2,3	0,8	0,4	0,3	39,5
4° trim.	48,7	48,2	13,9	13,4	16,4	2,6	1,1	0,5	0,3	43,8
2009 1° trim.	42,5	42,4	10,5	12,0	15,6	2,4	1,1	0,1	0,2	38,3
2° trim.	45,3	44,8	11,9	12,5	15,7	2,5	1,4	0,6	0,5	40,5
3° trim.	42,9	42,5	10,9	12,0	15,5	2,5	0,7	0,3	0,3	38,8
4° trim.	48,6	47,8	12,9	13,6	16,4	2,7	1,0	0,8	0,5	43,5
2010 1° trim.	42,5	42,3	10,2	12,3	15,5	2,4	0,9	0,2	0,3	38,3
2° trim.	45,2	44,8	11,9	12,7	15,4	2,6	1,3	0,5	0,3	40,3
3° trim.	43,1	42,8	10,9	12,5	15,3	2,5	0,7	0,3	0,3	39,0
4° trim.	48,3	47,6	13,1	13,2	16,4	2,9	1,0	0,7	0,3	43,1
2011 1° trim.	43,1	42,9	10,7	12,6	15,3	2,5	1,0	0,3	0,3	38,9
2° trim.	45,3	45,0	12,1	12,7	15,4	2,5	1,5	0,3	0,3	40,4
3° trim.	43,7	43,4	11,4	12,5	15,3	2,5	0,8	0,3	0,3	39,6
4° trim.	49,0	48,0	13,4	13,2	16,7	2,8	1,0	1,1	0,4	43,6
2012 1° trim.	43,7	43,4	11,0	12,8	15,4	2,5	1,0	0,3	0,2	39,4
2° trim.	46,3	45,9	12,6	12,8	15,6	2,6	1,4	0,3	0,3	41,4
3° trim.	44,7	44,3	11,9	12,7	15,5	2,6	0,8	0,4	0,3	40,4
4° trim.	50,2	49,5	14,1	13,6	17,0	2,9	1,0	0,7	0,3	44,9
2013 1° trim.	44,0	43,8	11,2	12,6	15,7	2,5	1,0	0,2	0,3	39,7
2° trim.	47,3	46,8	13,2	12,9	15,7	2,6	1,4	0,5	0,4	42,3

2. Area dell'euro: spese e disavanzo/avanzo trimestrali

	Totale 1	Spese correnti							Spese in conto capitale			Disavanzo (-)/ avanzo (+) 12	Disavanzo (-)/ avanzo primario (+) 13
		Totale 2	Redditi da lavoro dipendente 3	Consumi intermedi 4	Interessi 5	Trasfe- rimenti correnti 6	7		Investimenti 9	Trasferimenti in conto capitale 11			
							Pagamenti sociali 7	Sussidi 8					
2007 2° trim.	45,0	41,6	10,0	4,8	3,2	23,6	20,6	1,1	3,4	2,5	0,9	0,8	4,0
3° trim.	44,6	41,0	9,6	4,8	2,9	23,8	20,6	1,2	3,6	2,6	0,9	-0,9	1,9
4° trim.	49,3	44,7	10,8	5,9	2,9	25,1	21,2	1,5	4,5	2,8	1,7	-0,1	2,9
2008 1° trim.	45,4	41,8	9,9	4,5	3,0	24,4	20,8	1,2	3,6	2,3	1,2	-3,0	0,0
2° trim.	46,0	42,4	10,2	5,0	3,3	23,9	20,8	1,1	3,6	2,6	1,0	-0,7	2,6
3° trim.	45,7	42,0	9,8	5,0	3,0	24,4	21,2	1,2	3,7	2,7	1,0	-2,3	0,6
4° trim.	51,3	46,7	11,2	6,3	2,9	26,3	22,3	1,4	4,6	2,9	1,6	-2,6	0,3
2009 1° trim.	49,3	45,5	10,7	5,1	2,8	26,9	22,9	1,3	3,8	2,6	1,2	-6,8	-4,0
2° trim.	50,7	46,5	11,1	5,5	3,0	26,9	23,3	1,3	4,2	2,8	1,3	-5,4	-2,3
3° trim.	50,0	46,0	10,5	5,5	2,8	27,1	23,5	1,3	4,1	2,9	1,1	-7,2	-4,4
4° trim.	54,7	49,8	11,8	6,7	2,8	28,5	24,0	1,5	4,9	3,0	1,8	-6,1	-3,3
2010 1° trim.	50,5	46,5	10,8	5,1	2,7	27,9	23,6	1,4	3,9	2,4	1,6	-8,0	-5,3
2° trim.	49,6	46,1	11,0	5,5	3,0	26,7	23,2	1,3	3,5	2,5	1,1	-4,4	-1,4
3° trim.	50,5	45,2	10,3	5,4	2,7	26,9	23,2	1,3	5,2	2,6	2,7	-7,4	-4,7
4° trim.	53,5	48,8	11,5	6,7	2,9	27,8	23,7	1,5	4,7	2,7	2,0	-5,1	-2,2
2011 1° trim.	48,5	45,4	10,4	4,9	2,9	27,1	23,1	1,3	3,1	2,2	1,0	-5,4	-2,5
2° trim.	48,6	45,3	10,6	5,3	3,2	26,2	22,8	1,2	3,3	2,3	0,9	-3,2	0,0
3° trim.	48,0	44,5	10,0	5,2	2,9	26,4	22,9	1,2	3,5	2,3	1,1	-4,3	-1,4
4° trim.	52,8	48,7	11,2	6,6	3,2	27,7	23,7	1,5	4,0	2,5	1,8	-3,7	-0,5
2012 1° trim.	48,1	45,4	10,3	4,9	3,0	27,3	23,3	1,2	2,7	1,9	0,8	-4,4	-1,5
2° trim.	49,1	45,8	10,6	5,3	3,3	26,7	23,2	1,2	3,3	2,1	1,2	-2,9	0,5
3° trim.	48,4	44,9	10,0	5,3	2,9	26,7	23,3	1,2	3,6	2,2	1,3	-3,7	-0,8
4° trim.	53,9	48,9	11,0	6,5	3,2	28,1	24,1	1,4	5,1	2,3	2,8	-3,8	-0,6
2013 1° trim.	48,9	46,2	10,4	4,9	2,8	28,0	23,8	1,2	2,7	1,8	1,1	-4,9	-2,1
2° trim.	49,6	46,1	10,5	5,3	3,2	27,2	23,6	1,2	3,4	2,0	1,4	-2,3	0,9

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

- 1) I concetti di entrate, spese e disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra il bilancio comunitario e soggetti non facenti parte delle amministrazioni pubbliche non sono incluse. I dati trimestrali, invece, a meno di scadenze diverse per la trasmissione dei dati, sono coerenti con quelli annuali.
- 2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

6.5 Debito e variazione del debito trimestrali 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 3° trim.	83,0	2,4	13,4	7,9	59,3
4° trim.	85,4	2,4	15,4	7,3	60,3
2011 1° trim.	86,3	2,4	15,2	7,4	61,2
2° trim.	87,2	2,4	14,9	7,5	62,3
3° trim.	86,8	2,4	15,1	7,8	61,4
4° trim.	87,3	2,4	15,4	7,4	62,1
2012 1° trim.	88,2	2,5	15,8	7,6	62,4
2° trim.	89,9	2,5	16,7	7,3	63,4
3° trim.	90,0	2,5	16,5	7,2	63,7
4° trim.	90,6	2,6	17,3	6,8	64,0
2013 1° trim.	92,3	2,6	16,9	7,1	65,8
2° trim.	93,4	2,5	16,9	6,9	67,1

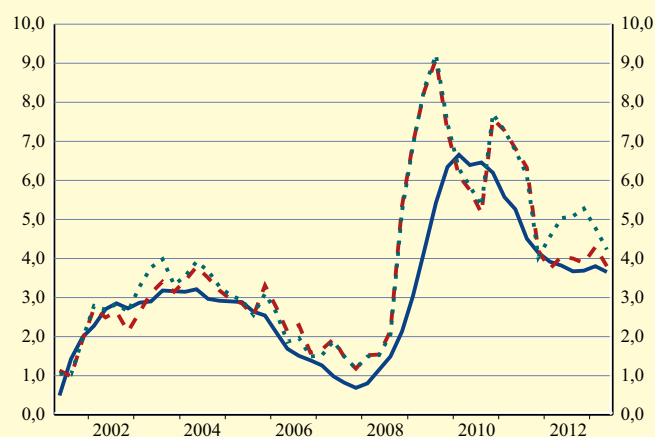
2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	Variazione del debito	Disavanzo (-) / avanzo (+)	Raccordo disavanzo-debito								Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche				Effetti di rivalutazione e altre variazioni di volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli			Azioni e altri titoli di capitale	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2010 3° trim.	2,8	-7,4	-4,6	-2,9	-2,3	-0,6	0,0	0,1	0,0	-1,7	2,8
4° trim.	11,6	-5,1	6,5	5,7	-0,4	1,7	4,4	0,0	0,0	0,8	11,6
2011 1° trim.	6,9	-5,4	1,5	0,7	2,1	-0,8	-0,6	-0,1	0,2	0,6	6,7
2° trim.	5,9	-3,2	2,7	2,5	2,8	0,5	-0,3	-0,5	0,1	0,0	5,8
3° trim.	0,9	-4,3	-3,4	-3,7	-3,6	-0,5	0,2	0,2	0,5	-0,2	0,4
4° trim.	3,2	-3,7	-0,5	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	-0,2	0,2	3,4
2012 1° trim.	5,0	-4,4	0,5	3,5	4,2	-0,1	-0,6	0,0	-3,8	0,8	8,7
2° trim.	7,1	-2,9	4,3	4,0	1,6	1,0	0,6	0,7	-0,5	0,9	7,7
3° trim.	0,7	-3,7	-3,0	-2,0	-2,1	0,5	-0,6	0,1	0,1	-1,0	0,6
4° trim.	2,8	-3,8	-1,0	-0,3	-2,7	0,5	0,4	1,5	-1,3	0,7	4,1
2013 1° trim.	6,6	-4,9	1,8	1,8	1,4	0,1	-0,2	0,5	-0,1	0,0	6,7
2° trim.	5,2	-2,3	2,9	3,7	3,1	0,8	0,0	-0,2	-0,3	-0,5	5,5

F30 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito

(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)

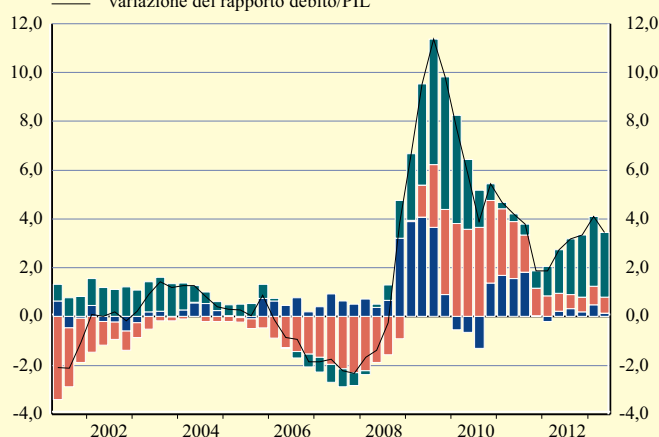
— disavanzo
 - - - variazione del debito
 ····· fabbisogno



F31 Debito (definizione di Maastricht)

(variazione annua nel rapporto debito/PIL e fattori sottostanti)

■ raccordo disavanzo-debito
 ■ disavanzo/avanzo primario
 ■ differenziale crescita del PIL/onere medio del debito
 — variazione del rapporto debito/PIL



Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

1) I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati.

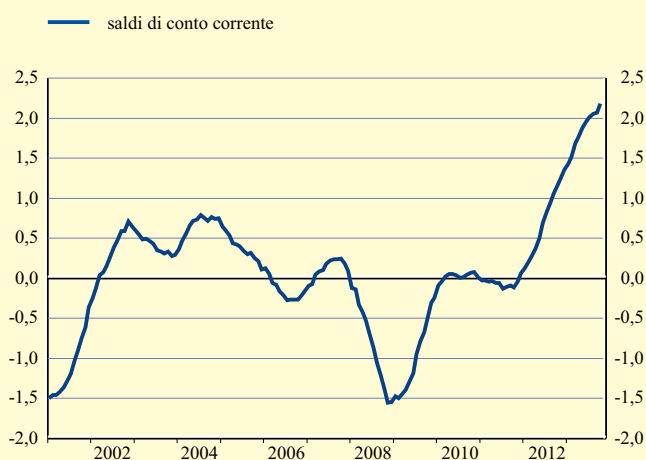


TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

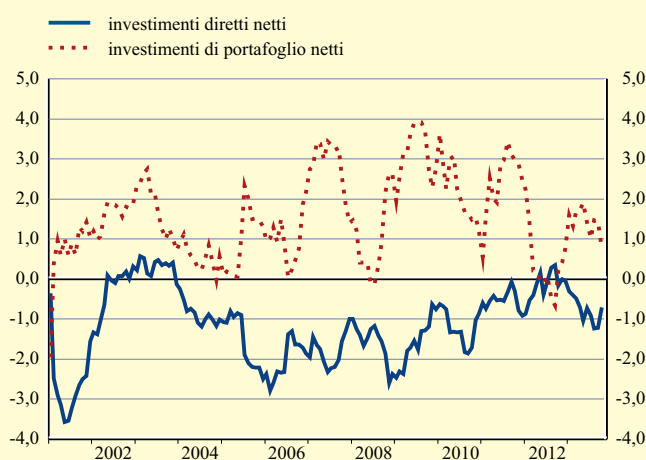
7.1 Bilancia dei pagamenti ¹⁾ (miliardi di euro; transazioni nette)

	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.	52,8	52,1	28,6	3,8	-31,7	5,3	58,1	-56,3	-48,7	67,1	2,4	-75,9	-1,1	-1,8
3° trim.	53,8	41,7	30,1	13,8	-31,9	4,2	58,0	-60,5	-16,6	-19,1	9,7	-31,8	-2,9	2,5
2012 ott.	13,7	10,5	7,0	5,0	-8,8	2,3	16,0	-27,1	-50,5	59,8	9,8	-43,5	-2,6	11,1
nov.	20,9	13,4	5,6	6,7	-4,8	2,2	23,1	-34,5	19,2	17,4	6,2	-76,3	-1,0	11,4
dic.	27,3	11,1	9,6	7,0	-0,4	1,7	29,1	-38,5	3,8	-4,3	9,5	-48,3	0,8	9,5
2013 gen.	-6,8	-2,7	4,5	4,7	-13,3	0,1	-6,7	4,7	-10,9	26,9	4,6	-11,1	-4,8	2,0
feb.	9,0	11,2	5,9	7,7	-15,9	1,1	10,1	-11,1	2,2	-13,9	2,7	-4,6	2,6	0,9
mar.	22,4	22,2	7,1	6,1	-13,0	0,5	22,9	-18,8	-15,3	3,6	1,1	-10,4	2,3	-4,2
apr.	13,9	16,4	7,9	0,6	-11,1	1,8	15,7	-18,4	-12,2	-0,2	-5,6	-0,5	0,0	2,8
mag.	9,9	17,2	8,5	-5,8	-10,0	2,5	12,4	-11,9	-15,9	38,7	-7,3	-26,9	-0,6	-0,5
giu.	29,1	18,5	12,2	9,0	-10,6	1,0	30,1	-26,0	-20,7	28,6	15,3	-48,6	-0,6	-4,1
lug.	26,1	19,7	11,4	4,5	-9,5	2,3	28,4	-29,6	-2,9	-41,5	-0,7	15,1	0,3	1,2
ago.	12,4	8,3	8,0	7,6	-11,4	1,4	13,8	-13,9	-7,2	24,5	7,0	-36,3	-2,0	0,1
set.	15,2	13,7	10,7	1,8	-11,0	0,5	15,8	-17,0	-6,5	-2,1	3,4	-10,6	-1,2	1,2
ott.	26,2	19,6	9,2	6,1	-8,7	2,3	28,5	-25,6	-1,9	-4,8	2,9	-22,6	0,9	-2,9
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2013 ott.	205,7	168,6	100,7	55,9	-119,5	17,5	223,2	-240,6	-68,2	73,0	38,9	-281,0	-3,4	17,5
<i>flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>														
2013 ott.	2,2	1,8	1,1	0,6	-1,3	0,2	2,3	-2,5	-0,7	0,8	0,4	-2,9	0,0	0,2

F32 B.d.p. dell'area dell'euro: conto corrente (dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



F33 B.d.p. dell'area dell'euro: investimenti diretti e di portafoglio (flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



Fonte:

1) L'utilizzo convenzionale dei segni è descritto nelle Note generali.

7.2 Conto corrente e conto capitale

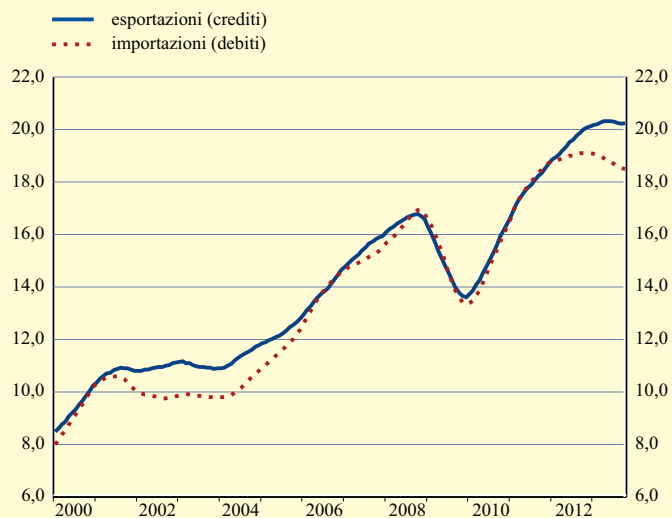
(miliardi di euro; transazioni)

1. Conto corrente e conto capitale: principali voci

	Conto corrente														Conto capitale	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti				Crediti	Debiti	
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti		Debiti				
											Rimesse dei lavoratori		Rimesse dei lavoratori			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
2010	2.706,4	2.701,1	5,3	1.576,1	1.560,5	544,4	484,0	497,8	459,7	88,2	6,3	197,0	26,3	20,2	14,7	
2011	3.018,1	3.009,9	8,2	1.789,1	1.786,7	584,3	511,6	549,9	510,5	94,8	6,5	201,1	27,2	25,2	14,2	
2012	3.179,0	3.052,7	126,2	1.919,5	1.824,6	626,6	537,9	535,5	486,1	97,3	6,8	204,1	26,0	28,8	23,8	
2012 3° trim.	796,2	752,7	43,5	480,7	450,9	166,9	141,3	131,4	114,0	17,2	1,9	46,4	6,6	6,9	3,2	
4° trim.	816,5	754,6	61,9	489,5	454,5	161,8	139,7	131,9	113,1	33,3	1,7	47,3	6,7	10,7	4,5	
2013 1° trim.	765,2	740,6	24,6	470,6	439,9	144,9	127,3	122,0	103,5	27,8	1,6	69,9	5,9	5,9	4,2	
2° trim.	808,9	756,1	52,8	489,7	437,6	164,1	135,5	135,2	131,4	19,8	1,9	51,5	6,2	7,6	2,2	
3° trim.	792,7	739,0	53,8	477,9	436,2	171,8	141,7	124,2	110,4	18,8	.	50,7	.	6,3	2,0	
2013 ago.	248,3	235,9	12,4	147,7	139,4	55,0	47,0	40,6	33,0	5,0	-	16,4	-	2,1	0,7	
set.	267,6	252,4	15,2	162,1	148,4	58,3	47,6	41,2	39,4	6,0	-	17,0	-	1,1	0,6	
ott.	277,4	251,1	26,2	176,5	156,9	56,3	47,1	38,5	32,4	6,1	-	14,8	-	2,8	0,6	
	Dati destagionalizzati															
2013 1° trim.	793,9	743,5	50,4	483,4	442,6	158,2	134,3	127,0	112,3	25,3	-	54,4	-	-	-	
2° trim.	801,4	743,2	58,2	486,0	437,5	163,2	138,0	127,8	113,4	24,4	-	54,2	-	-	-	
3° trim.	792,2	743,9	48,3	477,1	437,5	162,3	136,1	127,2	115,6	25,7	-	54,7	-	-	-	
2013 ago.	264,9	247,0	17,9	160,5	145,7	53,6	45,4	42,7	37,9	8,2	-	17,9	-	-	-	
set.	267,3	252,4	14,9	161,5	147,7	55,7	46,9	41,7	39,2	8,4	-	18,6	-	-	-	
ott.	265,8	244,1	21,8	163,2	146,2	54,5	45,0	40,7	35,9	7,5	-	16,9	-	-	-	
	flussi cumulati sui 12 mesi															
2013 ott.	3.187,0	2.978,7	208,3	1.932,1	1.764,2	644,8	544,5	510,5	455,0	99,5	-	215,0	-	-	-	
	flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL															
2013 ott.	33,4	31,2	2,2	20,3	18,5	6,8	5,7	5,4	4,8	1,0	-	2,3	-	-	-	

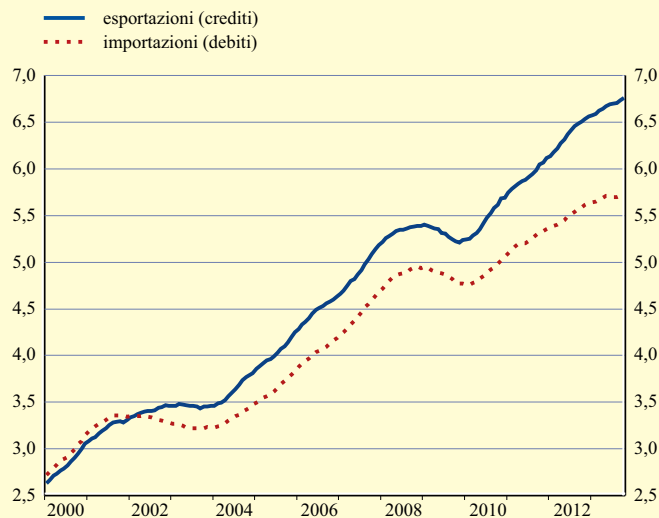
F34 B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei beni

(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	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2010	25,1	12,4	472,7	447,4	247,2	47,2	153,6	46,0	23,4	24,3	28,8	83,8	95,7	120,9	77,6	64,7
2011	27,2	12,8	522,7	497,7	271,9	38,1	171,6	58,4	40,3	35,0	36,2	98,5	97,3	124,3	77,1	68,2
2012	28,8	13,2	506,7	472,9	251,5	49,7	155,4	16,2	44,4	38,2	43,0	104,0	99,2	117,1	68,6	58,2
2012 2° trim.	7,1	3,5	137,0	139,7	67,6	2,3	41,2	4,0	10,9	9,2	16,1	46,0	24,8	28,5	17,5	14,8
3° trim.	7,1	3,9	124,3	110,1	61,1	17,4	37,7	12,4	11,3	9,0	10,0	20,4	25,2	29,2	16,7	13,8
4° trim.	7,5	3,3	124,3	109,8	64,0	6,2	37,5	-15,0	11,5	10,4	8,0	20,3	24,8	27,9	16,1	13,7
2013 1° trim.	7,1	2,5	114,9	101,0	57,4	24,1	34,3	15,4	9,9	7,9	7,5	17,5	24,6	28,6	15,4	12,6
2° trim.	7,3	3,3	127,9	128,1	63,1	3,3	34,6	3,0	10,0	7,5	14,5	45,2	25,1	28,3	15,2	12,5

3. Scomposizione per area geografica

(transazioni cumulate)

dal 3° trim. 2012 al 2° trim. 2013	Totale	Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro						Brasile	Canada	Cina	India	Giappone	Russia	Svizzera	Stati Uniti	Altri
	1	Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE ¹⁾	Istituzioni dell'UE	8	9	10	11	12	13	14	15	16
		2	3	4	5	6	7									
		Crediti														
Conto corrente	3.186,7	1.002,6	54,7	96,6	476,0	312,8	62,6	64,9	46,1	152,5	39,6	69,3	126,2	251,0	426,1	1.008,5
Beni	1.930,5	596,2	35,4	57,6	257,5	245,6	0,2	33,7	23,8	116,9	29,3	44,1	90,1	133,6	225,9	636,8
Servizi	637,7	194,1	12,5	19,1	119,8	36,0	6,7	10,8	10,7	22,6	7,7	15,0	21,0	61,0	96,3	198,5
Redditi	520,5	149,0	5,8	17,7	87,2	28,0	10,1	19,9	10,9	12,3	2,4	9,4	14,5	46,9	97,8	157,5
Redditi da capitale	491,4	141,3	5,0	17,6	85,7	27,2	5,8	19,9	10,8	12,2	2,4	9,3	14,4	31,7	96,3	153,0
Trasferimenti correnti	98,1	63,3	1,0	2,2	11,4	3,2	45,6	0,4	0,8	0,7	0,2	0,8	0,6	9,5	6,0	15,6
Conto capitale	31,2	27,2	0,0	0,0	1,9	0,6	24,7	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,9	0,4	2,3
		Debiti														
Conto corrente	3.003,9	949,0	53,6	92,0	409,3	281,1	113,0	41,6	28,9	-	35,4	93,0	155,5	211,4	395,3	-
Beni	1.782,9	506,8	30,0	51,1	199,5	226,2	0,0	27,6	13,8	197,5	26,6	44,9	137,8	106,5	149,4	572,1
Servizi	543,9	157,1	9,1	15,2	92,5	40,0	0,3	5,4	7,2	15,5	7,0	9,7	11,2	49,4	110,2	171,0
Redditi	462,1	156,2	13,3	23,9	104,9	9,5	4,6	7,3	5,8	-	0,9	37,8	5,5	45,8	129,5	-
Redditi da capitale	449,0	149,3	13,2	23,8	103,4	4,3	4,6	7,2	5,6	-	0,7	37,6	5,4	45,4	128,5	-
Trasferimenti correnti	215,1	128,9	1,2	1,8	12,4	5,4	108,1	1,3	2,0	3,6	1,0	0,7	1,0	9,7	6,2	60,7
Conto capitale	14,0	4,0	0,1	0,1	3,2	0,5	0,2	0,2	0,1	0,4	0,2	0,1	0,1	0,7	1,3	7,1
		Saldo														
Conto corrente	182,8	53,5	1,1	4,6	66,6	31,7	-50,4	23,3	17,3	-	4,2	-23,8	-29,3	39,6	30,8	-
Beni	147,6	89,4	5,4	6,5	58,0	19,4	0,2	6,1	9,9	-80,5	2,8	-0,8	-47,7	27,1	76,5	64,8
Servizi	93,8	37,0	3,4	3,8	27,4	-4,0	6,4	5,4	3,4	7,1	0,7	5,3	9,8	11,5	-13,9	27,4
Redditi	58,4	-7,3	-7,4	-6,2	-17,6	18,5	5,5	12,7	5,1	-	1,5	-28,4	9,0	1,1	-31,7	-
Redditi da capitale	42,4	-8,1	-8,1	-6,2	-17,8	22,9	1,2	12,7	5,2	-	1,6	-28,2	9,0	-13,7	-32,2	-
Trasferimenti correnti	-117,0	-65,6	-0,3	0,4	-1,1	-2,2	-62,5	-0,8	-1,2	-2,9	-0,8	0,1	-0,4	-0,1	-0,2	-45,1
Conto capitale	17,1	23,2	0,0	0,0	-1,3	0,1	24,5	-0,2	0,0	-0,4	-0,2	0,0	0,1	0,3	-0,9	-4,8

Fonte: BCE.

1) Esclusa la Croazia.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni e altre variazioni nel periodo)

1. Conto finanziario: principali voci

	Totale ¹⁾			Totale in perc. del PIL			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze (posizioni patrimoniali sull'estero)														
2009	13.739,1	15.225,6	-1.486,4	154,0	170,7	-16,7	4.412,8	3.532,5	4.340,9	6.863,8	-1,3	4.527,2	4.829,3	459,6
2010	15.183,9	16.474,3	-1.290,4	165,6	179,7	-14,1	4.930,6	3.891,9	4.898,7	7.471,2	-31,1	4.794,5	5.111,2	591,2
2011	15.892,7	17.348,1	-1.455,4	168,6	184,1	-15,4	5.633,2	4.339,5	4.750,9	7.721,5	-29,7	4.871,2	5.287,0	667,1
2012 4° trim.	16.636,5	17.899,5	-1.262,9	175,4	188,7	-13,3	5.881,3	4.444,6	5.265,0	8.375,5	-17,6	4.818,4	5.079,3	689,4
2013 1° trim.	17.085,0	18.258,0	-1.173,0	180,3	192,6	-12,4	5.957,5	4.501,4	5.535,1	8.621,7	-28,0	4.932,6	5.134,9	687,8
2° trim.	16.734,8	18.048,1	-1.313,3	176,1	189,9	-13,8	5.959,8	4.536,8	5.365,8	8.539,8	-25,3	4.870,2	4.971,5	564,3
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 1° trim.	448,5	358,5	89,9	19,3	15,4	3,9	76,2	56,8	270,1	246,2	-10,5	114,1	55,5	-1,5
2° trim.	-350,2	-209,9	-140,2	-14,6	-8,8	-5,9	2,3	35,3	-169,3	-81,9	2,8	-62,4	-163,4	-123,5
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.	27,7	-28,6	-56,3	1,2	-1,2	2,4	63,1	14,4	21,0	88,1	-2,4	-55,2	-131,1	1,1
3° trim.	21,2	-39,3	-60,5	0,9	-1,6	2,5	48,3	31,7	57,4	38,3	-9,7	-77,6	-109,3	2,9
2013 giu.	-102,3	-128,3	26,0	-	-	-	30,0	9,3	-42,5	-13,9	-15,3	-75,1	-123,7	0,6
lug.	0,4	-29,2	29,6	-	-	-	9,3	6,4	26,7	-14,8	0,7	-36,0	-20,8	-0,3
ago.	11,9	-2,0	13,9	-	-	-	23,0	15,8	-6,0	18,5	-7,0	-0,1	-36,4	2,0
set.	8,9	-8,1	17,0	-	-	-	16,0	9,5	36,7	34,5	-3,4	-41,5	-52,1	1,2
ott.	84,1	58,5	25,6	-	-	-	24,1	22,2	6,8	2,0	-2,9	57,0	34,4	-0,9
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	4,9	4,8	4,7	.	-3,1	-8,7	0,6
3° trim.	1,8	0,3	-	.	.	.	4,9	3,7	5,1	4,9	.	-4,1	-9,5	1,1

Fonte: BCE.

1) Le attività comprendono la posizione netta in strumenti finanziari derivati.

7.3 Conto finanziario

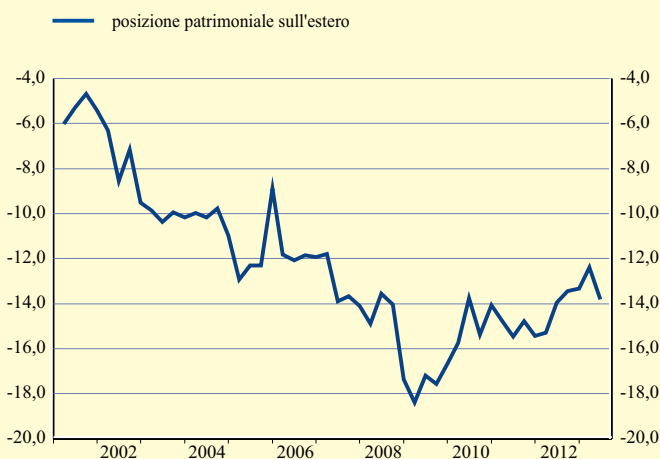
(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni e altre variazioni nel periodo)

2. Investimenti diretti

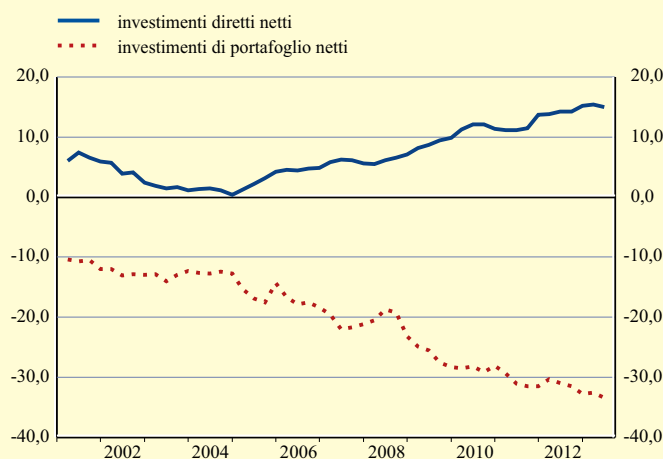
	All'estero da residenti						Nell'area dell'euro da non residenti							
	Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
2011	5.633,2	4.229,4	283,2	3.946,2	1.403,7	13,3	1.390,5	4.339,5	3.089,1	99,9	2.989,1	1.250,5	11,3	1.239,2
2012	5.881,3	4.374,3	290,2	4.084,1	1.507,0	12,0	1.495,0	4.444,6	3.124,5	106,6	3.017,8	1.320,2	11,3	1.308,9
2013 1° trim.	5.957,5	4.424,3	287,0	4.137,3	1.533,2	13,2	1.520,0	4.501,4	3.186,0	109,2	3.076,8	1.315,5	12,3	1.303,2
2° trim.	5.959,8	4.402,8	280,0	4.122,8	1.557,0	12,3	1.544,7	4.536,8	3.185,7	108,1	3.077,6	1.351,1	12,3	1.338,8
Transazioni														
2010	352,6	233,1	23,5	209,6	119,5	1,1	118,4	273,6	293,4	11,0	282,4	-19,8	-5,8	-14,0
2011	524,0	444,1	25,8	418,3	80,0	-3,2	83,1	438,2	400,6	10,1	390,5	37,6	0,6	37,0
2012	329,9	190,0	-1,7	191,7	139,9	-0,3	140,2	326,3	246,2	8,2	238,0	80,1	0,1	80,1
2013 1° trim.	56,7	44,3	-0,9	45,2	12,5	1,1	11,4	32,7	56,9	3,3	53,5	-24,1	0,7	-24,8
2° trim.	63,1	4,8	2,6	2,2	58,4	-0,8	59,1	14,4	-29,5	1,0	-30,5	43,9	0,2	43,7
3° trim.	48,3	34,1	1,8	32,3	14,2	0,1	14,1	31,7	31,2	1,5	29,7	0,5	-0,3	0,8
2013 giu.	30,0	-1,7	0,3	-2,1	31,7	0,7	31,0	9,3	-16,6	0,6	-17,2	25,9	-1,3	27,2
lug.	9,3	3,5	-0,2	3,8	5,8	-0,3	6,0	6,4	14,3	0,7	13,6	-7,9	-0,2	-7,7
ago.	23,0	11,6	0,7	10,9	11,4	0,2	11,2	15,8	6,6	0,5	6,1	9,2	0,0	9,2
set.	16,0	19,0	1,3	17,7	-3,0	0,2	-3,2	9,5	10,3	0,4	9,9	-0,8	-0,1	-0,7
ott.	24,1	21,5	-0,1	21,6	2,6	0,0	2,6	22,2	16,4	0,4	16,0	5,8	-0,1	5,9
Tassi di crescita														
2011	10,7	11,6	9,6	11,8	7,4	-19,9	7,8	11,2	13,7	10,7	13,8	3,9	0,9	3,9
2012	5,9	4,5	-0,6	4,9	10,0	-2,5	10,2	7,6	8,1	8,3	8,1	6,4	0,4	6,5
2013 1° trim.	5,5	4,2	-0,4	4,6	9,3	3,1	9,4	6,1	7,7	8,6	7,7	2,4	19,0	2,3
2° trim.	4,9	3,0	0,9	3,2	10,7	5,2	10,7	4,9	6,1	7,7	6,0	2,0	19,7	1,9
3° trim.	4,9	3,0	1,2	3,1	10,4	4,2	10,4	3,7	5,4	6,7	5,4	-0,3	0,4	-0,3

F36 Posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro

(importi in essere a fine periodo; in percentuale del PIL)


F37 Posizione patrimoniale dell'area dell'euro per investimenti diretti e di portafoglio

(importi in essere a fine periodo; in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni nel periodo)

3. Investimenti di portafoglio: attività

	Totale	Azioni e altre partecipazioni					Strumenti di debito										
		Totale		IFM		non IFM	Obbligazioni e notes				Strumenti di mercato monetario						
	1	2	3	Euro-sistema 4	5		Ammini-strazioni pubbliche 6	Totale	IFM	Euro-sistema	non IFM	Ammini-strazioni pubbliche 11	Totale	IFM	Euro-sistema	non IFM	Ammini-strazioni pubbliche 16
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)																	
2011	4.750,9	1.693,8	59,3	2,6	1.634,5	39,4	2.587,2	721,2	16,1	1.866,1	96,0	469,8	302,5	58,8	167,4	0,5	
2012	5.265,0	1.947,3	70,2	2,8	1.877,2	42,5	2.852,0	673,5	15,6	2.178,4	97,3	465,7	287,9	53,8	177,8	1,4	
2013 1° trim.	5.535,1	2.145,1	87,7	3,1	2.057,4	48,9	2.915,7	654,8	16,6	2.260,9	98,1	474,3	290,1	51,1	184,2	0,5	
2° trim.	5.365,8	2.066,6	92,7	3,1	1.973,9	47,6	2.828,9	632,0	15,8	2.196,9	94,6	470,4	281,9	61,9	188,5	0,2	
Transazioni																	
2010	130,9	75,2	-2,4	-0,7	77,6	1,9	100,4	-125,9	-0,6	226,3	51,5	-44,7	-64,0	-10,6	19,4	-1,9	
2011	-53,2	-66,0	-10,7	-0,2	-55,4	-7,3	-21,4	-60,7	0,2	39,3	-2,8	34,2	25,9	10,4	8,3	0,2	
2012	186,4	57,6	3,0	0,1	54,6	0,2	126,5	-38,8	-0,9	165,3	-8,5	2,3	-18,0	2,3	20,3	0,1	
2013 1° trim.	104,5	62,7	13,8	0,1	48,9	3,4	34,4	-17,1	1,1	51,5	0,7	7,4	4,8	0,6	2,6	-0,2	
2° trim.	21,0	12,7	3,8	0,0	8,9	0,8	9,2	-6,7	-0,6	15,9	-1,6	-0,9	-5,8	14,7	4,9	-0,3	
3° trim.	57,4	31,8	10,1	0,0	21,7	.	19,7	-9,8	3,5	29,5	.	5,9	9,4	-5,2	-3,5	.	
2013 giu.	-42,5	-17,0	-1,6	0,0	-15,3	-	-19,0	-6,2	-0,1	-12,8	-	-6,5	-6,6	3,6	0,1	-	
lug.	26,7	11,3	2,3	0,0	9,0	-	14,3	-2,7	0,4	16,9	-	1,1	3,0	0,4	-1,9	-	
ago.	-6,0	-5,4	0,0	0,0	-5,4	-	-2,9	-6,5	0,5	3,7	-	2,2	4,8	-2,6	-2,5	-	
set.	36,7	25,9	7,8	0,0	18,1	-	8,3	-0,6	2,6	8,9	-	2,5	1,6	-3,0	0,9	-	
ott.	6,8	9,4	2,2	0,0	7,2	-	0,5	-2,7	-0,1	3,2	-	-3,2	-5,6	-5,4	2,4	-	
Tassi di crescita																	
2011	-1,2	-3,9	-15,2	-7,2	-3,4	-15,9	-0,8	-7,7	1,3	2,2	-2,9	8,3	8,5	25,5	8,0	120,3	
2012	3,8	3,1	5,0	3,0	3,1	0,1	4,8	-5,5	-5,7	8,6	-8,3	0,5	-5,5	3,7	12,3	29,8	
2013 1° trim.	3,3	5,3	20,9	5,9	4,7	14,3	3,8	-6,8	4,8	7,5	-6,2	-6,9	-12,1	13,0	3,3	56,2	
2° trim.	4,8	7,5	47,4	5,2	6,2	15,5	4,3	-3,9	3,3	6,9	-4,5	-2,3	-7,8	50,9	7,8	-67,0	
3° trim.	5,1	8,8	63,5	5,8	7,1	.	3,7	-4,0	30,1	6,1	.	-1,2	-3,8	31,2	3,4	.	

4. Investimenti di portafoglio: passività

	Totale	Azioni e altre partecipazioni			Strumenti di debito								
		Totale		non IFM	Obbligazioni e notes				Strumenti di mercato monetario				
	1	2	3		4	Totale	IFM	non IFM	Ammini-strazioni pubbliche 8	Totale	IFM	non IFM	Ammini-strazioni pubbliche 12
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)													
2011	7.721,5	3.048,8	558,3	2.490,5	4.228,3	1.254,4	2.973,9	1.748,7	444,4	86,8	357,6	313,1	
2012	8.375,5	3.475,4	537,3	2.938,1	4.438,9	1.192,2	3.246,8	1.962,7	461,2	87,9	373,3	298,1	
2013 1° trim.	8.621,7	3.622,4	520,1	3.102,3	4.498,1	1.192,0	3.306,0	2.008,3	501,2	104,3	396,9	321,1	
2° trim.	8.539,8	3.609,9	493,0	3.116,8	4.436,4	1.153,1	3.283,2	2.006,7	493,6	111,8	381,8	306,3	
Transazioni													
2010	240,1	125,4	-16,9	142,3	161,1	50,2	110,9	187,5	-46,4	12,3	-58,7	-38,2	
2011	177,9	73,8	18,4	55,4	151,7	75,7	76,0	80,6	-47,6	2,0	-49,6	-37,7	
2012	258,7	144,1	-18,1	162,2	119,3	-55,5	174,7	160,8	-4,7	5,4	-10,0	-30,3	
2013 1° trim.	121,0	57,4	-8,2	65,6	27,3	-4,2	31,5	43,9	36,3	18,5	17,8	24,3	
2° trim.	88,1	81,5	-17,0	98,4	7,4	-12,4	19,8	20,3	-0,7	0,4	-1,1	-1,5	
3° trim.	38,3	40,3	7,1	33,2	-39,1	-22,3	-16,8	.	37,1	23,8	13,3	.	
2013 giu.	-13,9	17,3	-16,3	33,5	-33,3	-12,2	-21,1	-	2,1	7,9	-5,8	-	
lug.	-14,8	8,4	2,5	5,9	-39,3	-20,6	-18,7	-	16,1	2,4	13,7	-	
ago.	18,5	27,1	7,9	19,2	-13,0	-9,5	-3,5	-	4,4	8,7	-4,3	-	
set.	34,5	4,8	-3,4	8,1	13,2	7,8	5,4	-	16,6	12,7	3,9	-	
ott.	2,0	10,7	-7,8	18,6	11,9	9,6	2,3	-	-20,7	-6,8	-13,9	-	
Tassi di crescita													
2011	2,4	2,3	2,9	2,0	4,1	6,7	3,0	5,0	-9,2	8,2	-12,2	-11,1	
2012	3,3	4,5	-3,3	6,1	2,8	-4,5	5,8	9,2	-0,9	6,1	-2,6	-9,2	
2013 1° trim.	4,1	4,8	-6,4	7,1	3,5	-2,2	5,8	9,3	4,4	22,0	0,4	-3,6	
2° trim.	4,7	7,5	-7,3	10,4	2,6	-2,0	4,4	7,4	3,1	12,6	0,8	-0,3	
3° trim.	4,9	7,6	-5,3	10,1	1,1	-3,4	2,7	.	21,8	61,7	12,7	.	

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni e altre variazioni nel periodo)

5. Altri investimenti: attività

	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2011	4.871,2	35,5	35,2	0,3	3.069,1	3.007,5	61,6	162,7	6,8	116,4	30,2	1.604,0	247,7	1.161,4	491,3
2012	4.818,4	40,1	39,9	0,3	2.923,8	2.853,6	70,2	167,9	5,3	121,4	29,2	1.686,6	253,9	1.236,8	524,7
2013 1° trim.	4.932,6	33,1	32,8	0,3	2.954,5	2.884,7	69,8	155,0	5,2	108,0	24,2	1.790,0	249,7	1.277,7	558,0
2° trim.	4.870,2	17,9	17,6	0,3	2.938,7	2.871,6	67,1	150,6	5,1	103,9	23,9	1.763,0	250,7	1.241,6	556,6
2013 3° trim.															
2013 giu.	-75,1	-2,8	-	-	-39,9	-	-	-2,2	-	-	-0,7	-30,2	-	-	-15,5
lug.	-36,0	3,4	-	-	-34,1	-	-	-5,2	-	-	-2,7	-0,1	-	-	0,4
ago.	-0,1	-2,3	-	-	8,8	-	-	2,6	-	-	0,9	-9,1	-	-	7,9
set.	-41,5	5,1	-	-	-50,9	-	-	0,3	-	-	0,3	4,0	-	-	4,8
ott.	57,0	-4,6	-	-	76,7	-	-	1,7	-	-	2,1	-16,7	-	-	-2,0
2013 Tassi di crescita															
2011	4,0	-5,4	-5,5	40,4	1,8	0,8	76,8	3,0	-3,3	4,2	51,5	8,3	3,9	8,1	9,0
2012	-0,1	13,1	13,2	-0,6	-3,9	-4,3	13,7	3,1	-22,2	5,9	-3,3	6,8	3,4	6,5	7,8
2013 1° trim.	-1,2	-9,1	-9,1	-3,2	-4,6	-5,1	22,6	3,5	-24,3	5,3	-1,7	4,8	-2,4	5,8	9,8
2° trim.	-3,1	-22,3	-22,5	0,1	-4,2	-4,2	-5,9	-3,7	-25,0	-4,7	-20,3	-0,7	-1,9	-2,9	2,9
3° trim.	-4,1	-13,4	-	-	-5,5	-	-	0,6	-	-	-10,7	-1,9	-	-	4,3

6. Altri investimenti: passività

	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2011	5.287,0	412,7	409,9	2,8	3.212,3	3.145,5	66,8	224,1	0,1	217,2	6,8	1.438,0	226,3	1.027,2	184,5
2012	5.079,3	428,9	428,0	0,9	2.963,8	2.881,1	82,7	227,5	0,1	219,9	7,4	1.459,2	228,8	994,0	236,4
2013 1° trim.	5.134,9	398,6	397,8	0,9	2.976,9	2.893,6	83,3	224,3	0,1	218,3	5,9	1.535,0	231,6	1.034,8	268,7
2° trim.	4.971,5	373,3	371,9	1,4	2.851,2	2.787,9	63,3	222,4	0,1	216,3	5,9	1.524,6	228,6	1.025,8	270,2
2013 3° trim.															
2013 giu.	-123,7	-9,1	-	-	-81,5	-	-	3,0	-	-	-	-36,0	-	-	-
lug.	-20,8	-5,2	-	-	-24,6	-	-	0,9	-	-	-	8,0	-	-	-
ago.	-36,4	-2,2	-	-	-26,5	-	-	0,7	-	-	-	-8,3	-	-	-
set.	-52,1	-3,8	-	-	-49,9	-	-	2,2	-	-	-	-0,6	-	-	-
ott.	34,4	-7,1	-	-	52,9	-	-	-3,8	-	-	-	-7,6	-	-	-
2013 Tassi di crescita															
2011	0,2	50,4	51,0	-	-8,3	-9,6	90,9	50,4	-	52,7	-0,6	7,6	5,2	7,4	11,0
2012	-3,8	4,8	5,3	-	-7,3	-8,0	25,8	1,7	-	1,2	16,0	0,5	3,3	-1,5	8,5
2013 1° trim.	-6,7	18,6	19,3	-	-12,5	-13,3	29,0	-2,0	-	-2,0	-3,0	0,2	1,0	-1,6	7,1
2° trim.	-8,7	-8,1	-8,0	-	-12,1	-12,0	-15,8	-5,3	-	-5,3	-7,1	-1,9	0,2	-2,4	-1,7
3° trim.	-9,5	-15,1	-	-	-12,9	-	-	-1,6	-	-	-	-2,0	-	-	-

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni nel periodo)

7. Riserve ufficiali¹⁾

	Riserve ufficiali													Per memoria				
	Totale	Oro monetario		DSP	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera								Altre attività	Altre attività in valuta estera	Deflussi previsti netti a breve termine di valuta estera	Assegnazione di DSP	
		in miliardi di euro	in milioni di once			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli				Strumenti finanziari derivati					
		1	2				3	4	5	6	7	8						9	10	11	12	13
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)																	
2009	462,4	266,1	347,180	50,8	10,5	134,9	11,7	8,1	115,2	0,5	92,0	22,7	-0,1	0,0	32,1	-24,2	51,2	
2010	591,2	366,2	346,962	54,2	15,8	155,0	7,7	16,0	131,3	0,5	111,2	19,5	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5	
2011	667,0	422,1	346,846	54,0	30,2	160,8	5,3	7,8	148,1	0,8	134,1	13,3	-0,4	0,0	97,4	-86,0	55,9	
2012 4° trim.	689,4	437,2	346,693	52,8	31,9	166,8	6,1	8,8	151,3	0,2	130,9	20,2	0,6	0,6	32,8	-35,0	55,0	
2013 1° trim.	687,8	432,7	346,696	52,5	32,4	169,6	5,3	10,0	154,4	0,2	132,6	21,6	-0,1	0,6	31,2	-35,8	55,1	
2° trim.	564,3	315,9	346,672	51,3	31,5	164,7	5,3	7,8	151,6	0,2	133,8	17,6	0,0	0,8	27,3	-31,0	54,2	
2013 ott. nov.	579,6	336,4	346,566	50,6	29,5	162,2	5,0	9,0	148,1	0,2	135,4	12,5	0,1	0,9	22,2	-29,0	53,1	
	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	
	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.	1,1	0,0	-	-0,3	-0,3	1,5	0,1	-1,8	3,5	0,0	6,3	-2,8	-0,2	0,2	-	-	-	
3° trim.	2,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	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	1,9	-19,1	-1,6	3,4	-41,8	4,7	-4,5	-	-	-	-	-	
3° trim.	1,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	

8. Debito estero lordo

	Totale	Per strumento					Per settore (esclusi gli investimenti diretti)				
		Prestiti, banconote, monete e depositi	Strumenti di mercato monetario	Obbligazioni e 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)										
2009	10.341,7	4.469,0	525,7	3.523,2	176,9	184,9	1.462,1	1.966,1	253,4	4.579,8	2.080,3
2010	10.910,7	4.708,7	453,3	3.824,0	202,5	200,0	1.522,2	2.140,9	271,0	4.743,7	2.232,9
2011	11.929,7	4.799,8	444,4	4.228,3	226,4	260,9	1.970,0	2.285,9	412,7	4.553,5	2.707,8
2012 4° trim.	12.091,6	4.522,9	461,2	4.438,9	229,0	327,5	2.112,2	2.488,3	428,9	4.243,9	2.818,4
2013 1° trim.	12.254,2	4.544,4	501,2	4.498,1	231,7	358,7	2.119,9	2.553,8	398,6	4.273,2	2.908,6
2° trim.	12.063,1	4.401,9	493,6	4.436,4	228,7	340,8	2.161,6	2.535,4	373,3	4.116,1	2.876,7
	Consistenze (in percentuale del PIL)										
2009	116,0	50,1	5,9	39,5	2,0	2,1	16,4	22,0	2,8	51,3	23,3
2010	119,1	51,4	4,9	41,7	2,2	2,2	16,6	23,4	3,0	51,8	24,4
2011	126,7	51,0	4,7	44,9	2,4	2,8	20,9	24,3	4,4	48,3	28,7
2012 4° trim.	127,5	47,7	4,9	46,8	2,4	3,5	22,3	26,2	4,5	44,7	29,7
2013 1° trim.	129,1	47,9	5,3	47,4	2,4	3,8	22,3	26,9	4,2	45,0	30,6
2° trim.	126,8	46,3	5,2	46,6	2,4	3,6	22,7	26,6	3,9	43,3	30,2

Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro, in linea con l'impostazione adottata dall'Eurosistema per le riserve ufficiali. Per ulteriori informazioni, cfr. le Note generali.

7.3 Conto finanziario

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

9. Scomposizione geografica

	Totale	Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro						Canada	Cina	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE 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 3° trim. 2012 al 2° trim. 2013	Transazioni cumulate														
Investimenti diretti	69,3	60,5	-11,6	-33,5	96,7	8,9	0,0	-12,6	7,5	1,2	11,2	-21,9	-29,3	0,0	52,7
All'estero	284,9	95,3	0,7	2,8	79,3	12,6	0,0	1,3	9,4	1,1	21,3	46,3	-8,3	0,0	118,6
Azioni/utili reinvestiti	130,3	82,3	0,7	8,2	68,3	5,1	0,0	-4,5	8,9	1,4	-5,1	30,5	-18,7	0,0	35,4
Debito	154,6	13,1	0,0	-5,4	11,0	7,5	0,0	5,8	0,5	-0,3	26,3	15,7	10,4	0,0	83,2
Nell'area dell'euro	215,6	34,9	12,2	36,3	-17,4	3,7	0,0	13,9	1,9	-0,1	10,0	68,2	21,1	0,0	65,9
Azioni/utili reinvestiti	188,1	27,4	12,6	22,9	-10,1	2,0	0,0	11,4	1,3	4,0	9,7	51,3	47,3	0,0	35,8
Debito	27,5	7,5	-0,4	13,4	-7,3	1,7	0,0	2,5	0,6	-4,2	0,3	16,9	-26,2	0,0	30,0
Investimenti di portafoglio: attività	247,6	-10,1	5,2	11,2	-45,9	9,4	10,0	6,7	5,8	37,6	0,9	65,7	4,0	-0,8	137,8
Azioni	141,4	35,0	0,9	3,4	30,8	-0,1	0,0	2,8	5,0	21,4	2,7	45,9	1,3	0,0	27,3
Strumenti di debito	106,2	-45,1	4,4	7,8	-76,7	9,4	10,0	3,9	0,7	16,2	-1,8	19,8	2,7	-0,8	110,5
Obbligazioni e notes	117,6	-15,2	1,4	8,3	-45,6	8,2	12,4	2,4	0,4	-8,2	-1,2	26,4	-0,6	-1,3	114,8
Strumenti di mercato monetario	-11,5	-29,9	2,9	-0,5	-31,1	1,2	-2,4	1,5	0,3	24,4	-0,6	-6,6	3,3	0,5	-4,3
Altri investimenti	315,0	179,5	-25,5	1,6	225,7	-17,4	-4,8	11,0	31,5	8,7	64,1	13,9	4,9	-21,4	23,0
Attività	-158,4	-147,6	-20,0	-0,4	-110,4	-15,5	-1,3	7,3	0,1	4,4	-0,6	-5,1	-32,9	0,3	15,7
Amministrazioni pubbliche	-6,0	-6,3	1,5	0,2	-7,9	-0,9	0,8	0,2	-0,1	-1,1	0,3	0,0	0,2	0,1	0,5
IFM	-137,9	-135,0	-22,9	2,3	-95,1	-17,1	-2,3	2,9	1,9	8,4	1,2	-6,0	0,9	0,1	-12,4
Altri settori	-14,4	-6,3	1,4	-2,9	-7,5	2,6	0,2	4,2	-1,7	-2,9	-2,1	0,9	-34,0	0,0	27,6
Passività	-473,4	-327,1	5,4	-1,9	-336,1	1,9	3,5	-3,7	-31,4	-4,2	-64,7	-18,9	-37,8	21,7	-7,3
Amministrazioni pubbliche	-12,6	-18,5	0,1	0,3	-24,6	0,1	5,7	0,0	0,0	0,0	0,0	-6,3	-0,2	12,8	-0,5
IFM	-432,3	-269,9	3,6	-1,3	-265,2	-0,7	-6,3	-6,2	-31,5	-4,1	-66,4	-17,7	-36,5	8,3	-8,3
Altri settori	-28,5	-38,7	1,8	-0,9	-46,4	2,5	4,2	2,5	0,1	-0,1	1,7	5,0	-1,1	0,5	1,5

Fonte: BCE.

1) Esclusa la Croazia.

7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti ¹⁾

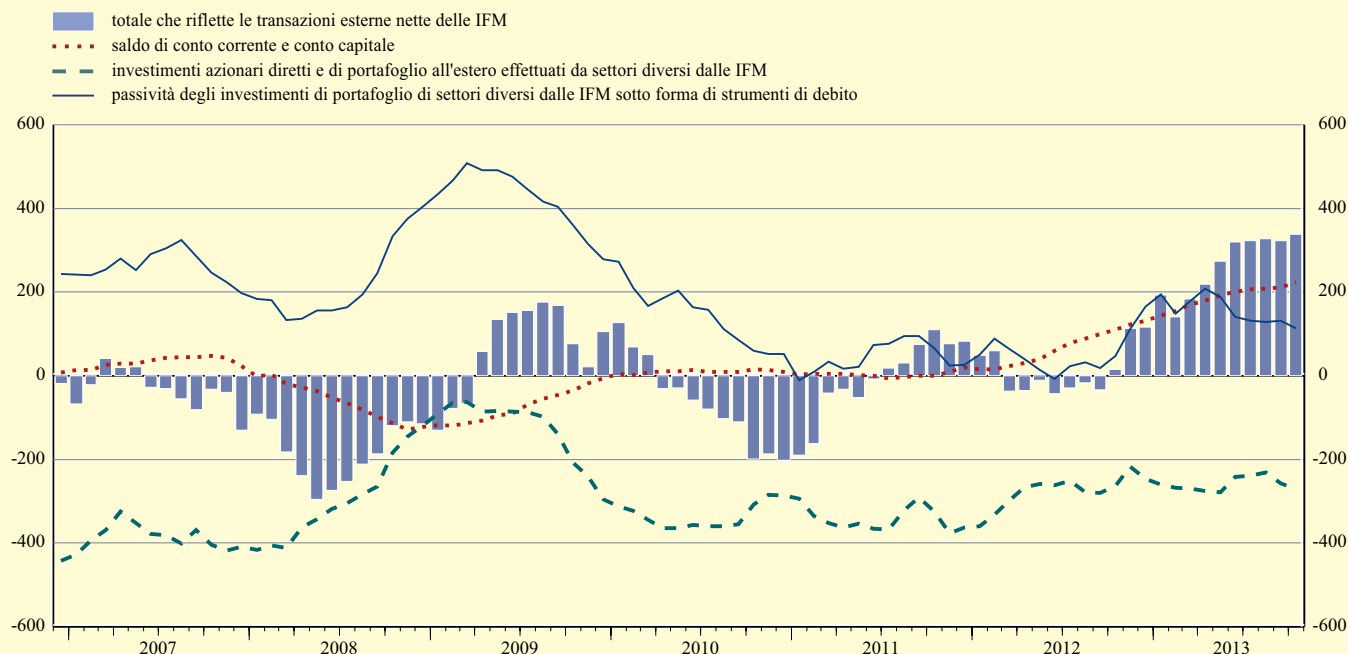
(miliardi di euro; transazioni)

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.	138,4	58,1	-61,3	13,2	-8,9	-20,8	98,4	18,7	56,5	-16,1	2,4	-1,8
3° trim.	46,8	58,0	-46,4	30,5	-21,7	-26,0	33,2	-3,4	7,5	2,9	9,7	2,5
2012 ott.	9,0	16,0	-61,1	12,8	-8,5	-12,2	39,3	6,8	5,3	-10,3	9,8	11,1
nov.	64,5	23,1	-28,0	43,7	-7,8	-21,2	21,8	37,9	-15,7	-6,9	6,2	11,4
dic.	34,9	29,1	-23,8	28,1	-34,2	-1,3	30,3	22,2	25,9	-60,2	9,5	9,5
2013 gen.	39,1	-6,7	-23,7	11,3	-16,9	-19,5	38,1	14,6	-1,2	36,5	4,6	2,0
feb.	-32,6	10,1	-14,4	15,5	-17,3	-28,2	10,3	4,2	-27,6	11,1	2,7	0,9
mar.	22,9	22,9	-18,5	2,0	-14,8	-6,5	17,2	30,6	-15,7	8,6	1,1	-4,2
apr.	7,0	15,7	-22,2	9,5	-18,8	-24,8	16,8	27,7	-15,0	21,0	-5,6	2,8
mag.	75,1	12,4	-10,1	-6,3	-5,4	-8,8	48,1	17,9	39,2	-4,1	-7,3	-0,5
giu.	56,3	30,1	-29,0	9,9	15,3	12,8	33,5	-26,9	32,4	-33,0	15,3	-4,1
lug.	16,1	28,4	-9,8	5,9	-9,0	-15,0	5,9	-5,0	5,3	8,9	-0,7	1,2
ago.	28,6	13,8	-22,1	15,4	5,4	-1,1	19,2	-7,8	6,5	-7,7	7,0	0,1
set.	2,0	15,8	-14,5	9,2	-18,1	-9,8	8,1	9,4	-4,3	1,6	3,4	1,2
ott.	23,9	28,5	-24,2	21,8	-7,2	-5,6	18,6	-11,6	15,0	-11,4	2,9	-2,9
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2013 ott.	337,7	223,2	-240,3	166,0	-128,7	-129,0	267,9	113,0	44,8	-35,5	38,9	17,5

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	879,3	353,7	474,5	1.426,8	1.761,6	1.128,1	240,4	367,3	1.104,9	324,4	
2012	7,5	1,9	1.877,9	931,6	385,9	516,3	1.523,8	1.791,3	1.148,8	246,7	369,5	1.093,3	361,5	
2012 4° trim.	5,7	1,1	468,6	231,8	96,5	128,6	378,7	439,6	280,4	59,6	91,8	268,8	90,3	
2013 1° trim.	0,7	-5,1	473,5	235,6	96,0	132,7	383,3	437,2	279,0	59,9	91,3	269,4	86,9	
2° trim.	1,6	-3,2	473,6	230,8	96,8	132,4	385,3	433,1	274,8	59,2	91,0	267,4	84,6	
3° trim.	0,1	-2,0	471,8	229,7	93,9	133,3	383,9	436,1	274,0	59,3	93,1	269,4	85,5	
2013 mag.	-0,3	-5,6	156,1	76,1	31,6	43,4	130,3	142,9	90,4	19,5	30,2	90,7	28,1	
giu.	-2,9	-5,2	158,2	77,0	32,1	44,6	127,8	145,6	92,2	19,8	30,6	88,6	27,8	
lug.	3,1	0,3	156,2	76,1	31,6	44,0	127,7	145,5	92,4	19,5	30,8	89,7	29,2	
ago.	-6,0	-7,6	157,0	76,5	31,0	44,6	127,9	144,4	91,3	20,3	30,5	88,9	28,4	
set.	2,9	1,5	158,6	77,1	31,3	44,7	128,2	146,2	90,2	19,5	31,8	90,8	27,9	
ott.	1,2	-3,5	159,0				129,3	144,5				88,9		
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)														
2011	7,6	3,2	108,2	107,5	111,1	107,8	108,8	103,0	103,7	103,1	100,8	104,7	98,0	
2012	3,7	-2,9	111,9	110,2	117,0	111,8	112,6	99,6	100,8	99,4	96,1	99,8	99,3	
2012 4° trim.	2,7	-2,3	111,3	109,5	116,9	110,7	111,5	97,9	99,0	96,2	95,1	97,8	100,3	
2013 1° trim.	0,0	-4,2	113,2	111,9	116,3	115,6	113,8	98,3	99,6	96,1	95,5	98,9	97,4	
2° trim.	1,5	-1,3	113,2	110,3	116,1	114,5	113,8	98,9	100,8	93,9	94,6	97,9	100,8	
3° trim.	1,7	1,8	113,5	110,8	113,1	115,6	114,1	99,6	100,1	96,1	97,2	99,5	98,9	
2013 apr.	8,3	2,9	114,1	110,9	119,4	115,5	112,7	98,1	100,4	93,5	93,5	96,0	101,0	
mag.	-0,1	-3,4	112,1	109,3	113,8	112,9	115,7	98,4	100,1	93,5	94,6	100,2	101,8	
giu.	-3,0	-3,3	113,3	110,6	115,0	115,1	113,0	100,2	102,0	94,7	95,7	97,5	99,6	
lug.	4,3	2,9	112,8	110,3	113,7	114,8	113,9	100,3	102,5	93,8	96,5	99,0	104,6	
ago.	-4,0	-3,3	113,4	110,6	112,0	116,2	114,1	98,8	99,8	99,7	95,1	98,5	97,3	
set.	4,5	5,9	114,3	111,5	113,7	115,7	114,2	99,8	98,1	94,9	99,9	100,8	94,7	

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	-2,9	-0,9	-5,5	-2,6
2013 mag.	105,2	-1,0	-1,8	0,1	1,1	-9,3	-0,8	107,8	-3,1	-2,1	-1,8	0,7	-6,7	-1,5
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	107,9	-2,8	-3,2	-3,2	-0,8	-3,8	-2,5
ago.	105,0	-1,7	-1,8	-0,7	0,6	-11,2	-1,6	108,1	-4,1	-3,3	-3,0	-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	-3,0	-2,3	-0,7	-5,3	-2,5
ott.	104,5	-1,6	-2,1	-0,5	0,6	-11,1	-1,4	107,2	-3,4	-3,0	-2,5	-0,8	-5,7	-2,7

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	440,0	120,8	44,8	126,3	97,3	148,1
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.	475,2	8,4	14,8	58,3	63,3	22,9	29,2	15,0	58,5	110,6	29,8	11,6	31,2	24,5	38,4
4° trim.	468,6	8,5	14,3	58,2	62,6	22,5	28,7	15,3	53,9	111,3	29,2	11,2	32,5	24,8	36,0
2013 1° trim.	473,5	8,6	14,5	58,5	64,0	23,1	28,2	15,6	55,5	110,4	29,6	11,0	34,2	25,0	36,0
2° trim.	473,6	8,6	14,6	59,0	63,3	22,4	27,4	15,5	55,0	110,0	29,9	10,7	33,1	24,6	40,1
3° trim.	471,8	8,8	15,0	59,9	64,6	21,4	27,8	14,7	55,5	110,1	31,3	11,2	31,8	24,8	37,4
2013 mag.	156,1	2,9	5,0	20,1	21,3	7,6	9,3	5,3	18,8	37,4	10,0	3,6	11,1	8,6	8,7
giu.	158,2	2,9	4,8	20,0	21,3	7,3	8,9	5,1	17,8	36,0	9,9	3,6	11,0	8,0	15,2
lug.	156,2	2,9	5,2	19,9	21,4	7,4	9,6	4,9	17,8	36,5	10,2	3,6	10,9	8,4	11,3
ago.	157,0	2,9	5,0	19,7	21,6	7,0	9,2	4,9	18,7	37,0	10,8	3,8	10,6	8,2	12,3
set.	158,6	2,9	4,8	20,3	21,6	7,0	9,0	5,0	18,9	36,6	10,3	3,8	10,4	8,2	13,9
ott.	159,0	.	.	.	.	7,3	9,3	4,8	18,9	37,4	10,5	3,6	10,4	8,3	.
<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	1.761,6	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	110,0
2012	1.791,3	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	107,7
2012 2° trim.	449,8	7,3	13,2	41,1	57,9	35,1	20,1	8,4	38,0	138,0	56,1	12,7	38,5	22,9	29,3
3° trim.	448,6	7,2	13,5	42,2	58,3	34,2	21,4	8,4	39,3	133,4	53,5	12,2	39,4	23,3	28,0
4° trim.	439,6	7,1	12,8	41,7	58,2	36,7	20,1	8,7	35,9	130,9	51,2	11,5	39,7	22,6	25,2
2013 1° trim.	437,2	7,7	13,3	42,0	59,1	38,8	20,2	8,8	35,4	128,0	51,8	11,0	38,6	21,2	24,1
2° trim.	433,1	7,6	13,4	40,9	58,5	34,2	20,4	8,7	37,4	127,4	50,8	10,8	36,3	20,2	28,2
3° trim.	436,1	8,0	13,7	40,9	60,2	36,2	20,8	8,9	37,8	128,5	50,8	10,6	34,2	20,1	26,7
2013 mag.	142,9	2,5	4,5	14,1	19,5	11,5	7,1	2,9	12,7	43,5	17,8	3,7	11,7	6,9	6,1
giu.	145,6	2,6	4,5	13,6	19,8	10,5	7,0	2,9	12,4	41,4	16,5	3,5	12,0	6,8	12,0
lug.	145,5	2,6	4,7	13,6	19,9	11,7	6,9	3,0	12,6	42,8	16,9	3,4	11,9	6,8	9,1
ago.	144,4	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	8,0
set.	146,2	2,7	4,5	13,5	20,4	12,1	6,7	3,0	12,9	43,0	17,0	3,6	11,0	6,9	9,6
ott.	144,5	.	.	.	.	11,7	6,9	3,0	13,1	42,7	16,6	3,6	11,5	6,7	.
<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	-13,6	3,0	7,3	46,6	18,9	-58,9	27,6	21,7	59,8	-147,9	-102,9	-13,2	-16,9	-6,5	31,8
2012	86,6	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	40,4
2012 2° trim.	18,2	1,3	1,7	16,2	5,2	-12,5	9,2	6,1	18,2	-28,7	-25,6	-1,3	-7,1	1,5	7,2
3° trim.	26,6	1,2	1,2	16,1	5,1	-11,3	7,8	6,6	19,3	-22,8	-23,7	-0,6	-8,2	1,3	10,4
4° trim.	29,0	1,4	1,4	16,6	4,4	-14,3	8,6	6,6	18,0	-19,6	-22,1	-0,2	-7,3	2,2	10,8
2013 1° trim.	36,4	0,9	1,2	16,5	4,9	-15,7	8,0	6,8	20,1	-17,5	-22,2	0,0	-4,4	3,8	11,9
2° trim.	40,5	1,0	1,2	18,2	4,8	-11,8	7,0	6,8	17,7	-17,4	-20,9	0,0	-3,2	4,4	11,9
3° trim.	35,7	0,8	1,2	19,0	4,4	-14,8	7,0	5,8	17,7	-18,4	-19,6	0,6	-2,4	4,7	10,7
2013 mag.	13,1	0,4	0,5	6,0	1,8	-3,8	2,2	2,4	6,1	-6,1	-7,8	-0,1	-0,6	1,7	2,6
giu.	12,6	0,2	0,3	6,3	1,6	-3,2	1,8	2,2	5,3	-5,4	-6,7	0,1	-1,0	1,2	3,2
lug.	10,7	0,3	0,5	6,3	1,5	-4,3	2,6	1,9	5,3	-6,3	-6,7	0,2	-1,0	1,6	2,1
ago.	12,6	0,2	0,4	5,8	1,7	-5,5	2,1	1,9	6,3	-5,7	-6,2	0,2	-0,8	1,8	4,2
set.	12,4	0,2	0,3	6,8	1,2	-5,1	2,3	1,9	6,1	-6,4	-6,6	0,2	-0,6	1,3	4,3
ott.	14,5	.	.	.	.	-4,4	2,4	1,8	5,8	-5,4	-6,1	0,1	-1,1	1,7	.

Fonte: Eurostat.



TASSI DI CAMBIO

8.1 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

	TCE-21						TCE-40	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM ²⁾ reale	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2011	103,4	100,6	97,6	94,9	105,2	96,4	112,2	97,6
2012	97,9	95,5	93,3	89,6	99,8	91,2	107,1	92,8
2013	101,7	98,9	96,7	-	-	-	112,0	96,1
2012 4° trim.	97,9	95,5	93,7	89,5	99,1	89,9	107,4	92,9
2013 1° trim.	100,8	98,2	96,2	92,3	102,0	93,0	110,2	94,9
2° trim.	100,9	98,2	96,1	92,7	101,3	92,3	110,6	95,0
3° trim.	101,9	99,1	96,9	93,1	102,1	93,1	112,9	96,8
4° trim.	103,1	99,9	97,8	-	-	-	114,7	97,7
2012 dic.	98,7	96,2	94,4	-	-	-	108,3	93,5
2013 gen.	100,4	97,9	96,0	-	-	-	109,9	94,8
feb.	101,7	99,0	97,0	-	-	-	111,2	95,7
mar.	100,2	97,8	95,6	-	-	-	109,5	94,4
apr.	100,5	97,8	95,8	-	-	-	109,8	94,3
mag.	100,6	98,0	95,8	-	-	-	110,0	94,5
giu.	101,6	98,8	96,6	-	-	-	112,0	96,1
lug.	101,5	98,9	96,6	-	-	-	112,0	96,1
ago.	102,2	99,5	97,1	-	-	-	113,4	97,3
set.	102,0	99,1	97,0	-	-	-	113,3	97,0
ott.	102,9	99,7	97,7	-	-	-	114,2	97,4
nov.	102,7	99,5	97,3	-	-	-	114,2	97,2
dic.	103,9	100,6	98,3	-	-	-	115,8	98,5
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2013 dic.	1,2	1,1	1,0	-	-	-	1,4	1,3
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2013 dic.	5,2	4,5	4,1	-	-	-	6,9	5,4

F39 Tassi di cambio effettivi

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)

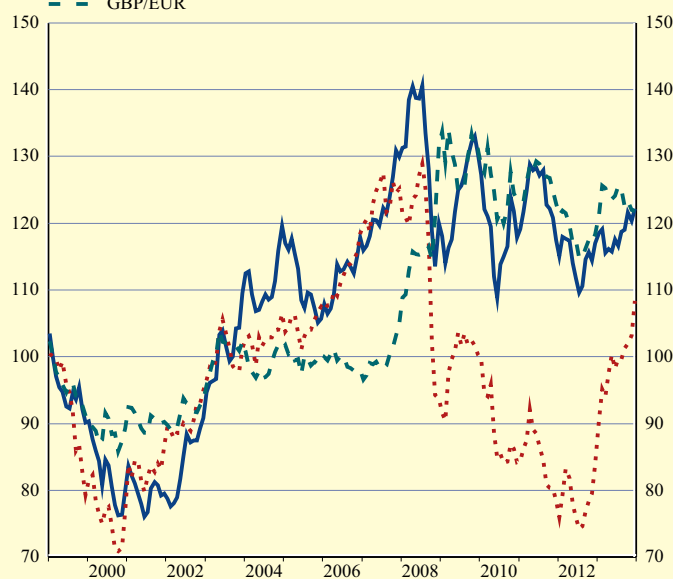
- TCE-21 nominale
- TCE-21 deflazionato sulla base dell'IPC reale



F40 Tassi di cambio bilaterali

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)

- USD/EUR
- JPY/EUR
- - - GBP/EUR



Fonte: BCE.

- 1) Per la definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali.
- 2) Le serie deflazionate sulla base del CLUPM²⁾ sono disponibili solo per il gruppo di partner commerciali del TCE-21

8.2 Tassi di cambio bilaterali

(medie nel periodo indicato; unità di valuta nazionale per euro)

	Lev bulgaro 1	Corona ceca 2	Corona danese 3	Kuna croata 4	Lat lettone 5	Litas lituano 6	Fiorino ungherese 7	Zloty polacco 8	Nuovo leu romeno 9	Corona svedese 10	Sterlina britannica 11	Nuova lira turca 12
2011	1,9558	24,590	7,4506	7,4390	0,7063	3,4528	279,37	4,1206	4,2391	9,0298	0,86788	2,3378
2012	1,9558	25,149	7,4437	7,5217	0,6973	3,4528	289,25	4,1847	4,4593	8,7041	0,81087	2,3135
2013	1,9558	25,980	7,4579	7,5786	0,7015	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	0,7009	3,4528	295,53	4,1982	4,3958	8,5652	0,85056	2,4037
3° trim.	1,9558	25,853	7,4580	7,5459	0,7025	3,4528	297,96	4,2477	4,4410	8,6798	0,85453	2,6092
4° trim.	1,9558	26,658	7,4593	7,6290	0,7028	3,4528	297,43	4,1853	4,4506	8,8575	0,84074	2,7537
2013 giu.	1,9558	25,759	7,4576	7,4901	0,7019	3,4528	295,70	4,2839	4,4803	8,6836	0,85191	2,5028
lug.	1,9558	25,944	7,4579	7,5061	0,7024	3,4528	294,90	4,2745	4,4244	8,6609	0,86192	2,5274
ago.	1,9558	25,818	7,4580	7,5372	0,7027	3,4528	299,46	4,2299	4,4371	8,7034	0,85904	2,6125
set.	1,9558	25,789	7,4579	7,5985	0,7026	3,4528	299,75	4,2371	4,4633	8,6758	0,84171	2,6952
ott.	1,9558	25,662	7,4592	7,6193	0,7028	3,4528	294,76	4,1902	4,4444	8,7479	0,84720	2,7095
nov.	1,9558	26,927	7,4587	7,6326	0,7028	3,4528	297,68	4,1887	4,4452	8,8802	0,83780	2,7316
dic.	1,9558	27,521	7,4602	7,6365	0,7027	3,4528	300,24	4,1760	4,4635	8,9597	0,83639	2,8276
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2013 dic.	0,0	2,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,9	-0,3	0,4	0,9	-0,2	3,5
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2013 dic.	0,0	9,2	0,0	1,4	0,9	0,0	5,1	2,0	-0,6	3,6	3,0	20,6
	Dollaro australiano 13	Real brasiliano 14	Dollaro canadese 15	Yuan renminbi cinese 16	Dollaro di Hong Kong 17	Rupia indiana ¹⁾ 18	Rupia indonesiana 19	Shekel israeliano 20	Yen giapponese 21	Ringgit malese 22		
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 giu.	1,3978	2,8613	1,3596	8,0905	10,2349	77,0284	13.033,31	4,7865	128,40	4,1488		
lug.	1,4279	2,9438	1,3619	8,0234	10,1455	78,1762	13.189,17	4,7153	130,39	4,1746		
ago.	1,4742	3,1170	1,3853	8,1477	10,3223	83,9480	14.168,72	4,7610	130,34	4,3631		
set.	1,4379	3,0345	1,3817	8,1690	10,3504	85,2678	15.073,16	4,7636	132,41	4,3410		
ott.	1,4328	2,9860	1,4128	8,3226	10,5724	84,0071	15.109,54	4,8232	133,32	4,3283		
nov.	1,4473	3,0959	1,4145	8,2221	10,4604	84,4990	15.575,06	4,7711	134,97	4,3176		
dic.	1,5243	3,2133	1,4580	8,3248	10,6254	84,7631	16.455,73	4,8019	141,68	4,4517		
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2013 dic.	5,3	3,8	3,1	1,2	1,6	0,3	5,7	0,6	5,0	3,1		
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2013 dic.	21,7	17,9	12,3	1,8	4,5	18,2	30,2	-3,1	29,1	11,1		
	Peso messicano 23	Dollaro neozelandese 24	Corona norvegese 25	Peso filippino 26	Rublo russo 27	Dollaro di Singapore 28	Rand sudafricano 29	Won sudcoreano 30	Franco svizzero 31	Baht thailandese 32	Dollaro statunitense 33	
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 giu.	17,0716	1,6682	7,7394	56,658	42,6490	1,6613	13,2088	1.498,33	1,2322	40,664	1,3189	
lug.	16,6893	1,6590	7,8837	56,698	42,8590	1,6595	12,9674	1.473,35	1,2366	40,714	1,3080	
ago.	17,1996	1,6829	7,9386	58,471	43,9748	1,6941	13,4190	1.485,93	1,2338	42,072	1,3310	
set.	17,4471	1,6406	7,9725	58,346	43,5144	1,6860	13,3287	1.446,60	1,2338	42,312	1,3348	
ott.	17,7413	1,6351	8,1208	58,809	43,7440	1,6956	13,5283	1.454,73	1,2316	42,549	1,3635	
nov.	17,6340	1,6327	8,2055	58,811	44,1581	1,6833	13,7626	1.434,06	1,2316	42,695	1,3493	
dic.	17,8278	1,6659	8,4053	60,552	45,0628	1,7244	14,2234	1.446,99	1,2245	44,323	1,3704	
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2013 dic.	1,1	2,0	2,4	3,0	2,0	2,4	3,3	0,9	-0,6	3,8	1,6	
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2013 dic.	5,7	5,6	14,4	12,6	11,8	7,7	25,7	2,5	1,3	10,3	4,5	

Fonte: BCE.

1) Per questa valuta la BCE calcola e pubblica tassi di cambio di riferimento per l'euro dal 1° gennaio 2009. I dati precedenti vanno intesi come indicativi.



INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO

9.1 Indicatori economici e finanziari negli altri Stati membri dell'UE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Bulgaria	Repubblica Ceca	Danimarca	Croazia	Lituania	Ungheria	Polonia	Romania	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
IACP										
2011	3,4	2,1	2,7	2,2	4,1	3,9	3,9	5,8	1,4	4,5
2012	2,4	3,5	2,4	3,4	3,2	5,7	3,7	3,4	0,9	2,8
2013 2° trim.	1,1	1,5	0,5	2,3	1,4	1,9	0,5	4,4	0,3	2,7
3° trim.	-0,7	1,2	0,2	2,2	0,5	1,6	0,9	2,4	0,7	2,7
2013 set.	-1,3	1,0	0,2	1,7	0,5	1,6	0,9	1,1	0,5	2,7
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
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 giu.	3,40	2,14	1,72	4,63	3,54	6,02	3,95	5,43	2,05	1,96
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
3-month interest rate as a percentage per annum; period average										
2013 giu.	1,20	0,46	0,26	1,71	0,73	4,48	2,69	4,20	1,22	0,51
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	3,92	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
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	-2,4	-0,7	-1,0	3,8	-0,3	0,8	2,3	1,6	0,7
2° trim.	0,2	-1,5	0,5	-0,7	3,8	0,5	1,2	1,6	0,6	2,0
3° trim.	0,7	-1,3	0,5	-0,6	2,3	1,6	1,7	4,1	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	3,0	-14,2	-2,5	5,9	-1,6	1,3	6,7	-4,9
2° trim.	6,1	-1,5	8,3	-2,2	9,2	6,2	4,0	2,4	6,1	-1,1
3° trim.	11,4	2,6	8,7	.	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	103,3	77,4	149,3	72,3	77,2	200,0	419,6
2012	94,9	60,2	181,8	102,1	75,4	128,9	71,1	75,2	191,2	385,3
2013 1° trim.	93,8	61,8	182,2	102,4	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	.	69,7	120,9	72,6	71,4	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	0,7	1,6	3,5	0,4	9,7	2,0	1,6	2,1	-0,1
2° trim.	13,0	0,9	1,3	1,1	3,3	9,8	1,0	1,9	0,5	1,4
3° trim.	8,3	1,8	0,8	0,5	3,7	8,7	1,3	-2,4	1,7	1,9
Standardised unemployment rate as a percentage of labour force (s.a.)										
2011	11,3	6,7	7,6	13,5	15,4	11,0	9,6	7,4	7,8	8,0
2012	12,3	7,0	7,5	15,9	13,4	10,9	10,1	7,0	8,0	7,9
2013 2° trim.	12,9	7,0	6,8	17,1	11,9	10,4	10,5	7,4	8,0	7,7
3° trim.	12,8	6,9	7,1	17,8	11,5	10,1	10,3	7,3	7,9	7,5
2013 set.	12,8	7,0	6,9	17,9	11,4	10,0	10,2	7,3	8,0	7,4
ott.	12,9	6,8	7,0	18,4	11,1	9,5	10,2	7,3	7,9	.
nov.	12,9	6,9	6,9	18,6	11,3	.	10,2	7,3	8,0	.

Fonti: BCE, Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali, Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

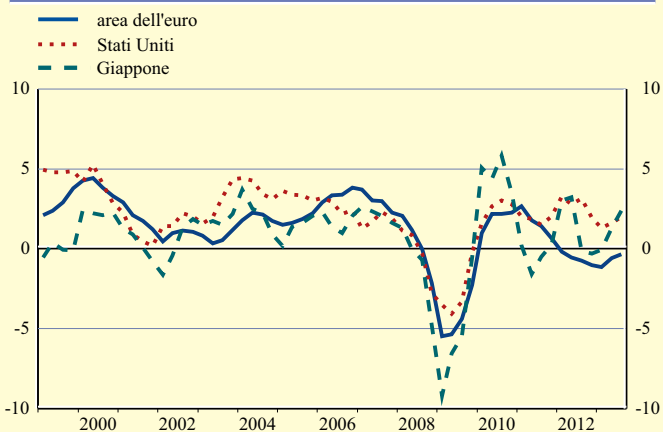
9.2 Indicatori economici e finanziari negli Stati Uniti e in Giappone

(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	.	.	.	.	.	.	0,27	3,27	1,3281	.	.
2012 4° trim.	1,9	4,3	2,0	3,3	7,8	7,6	0,32	1,88	1,2967	-9,0	86,5
2013 1° trim.	1,7	1,7	1,3	2,5	7,7	7,3	0,29	2,09	1,3206	-7,2	88,0
2° trim.	1,4	2,0	1,6	2,1	7,6	7,0	0,28	2,82	1,3062	-5,7	87,2
3° trim.	1,6	2,0	2,0	2,4	7,3	6,6	0,26	2,91	1,3242	.	.
4° trim.	.	.	.	.	.	.	0,24	3,27	1,3610	.	.
2013 ago.	1,5	.	.	2,9	7,3	6,7	0,26	3,11	1,3310	.	.
set.	1,2	.	.	2,8	7,2	6,4	0,25	2,91	1,3348	.	.
ott.	1,0	.	.	3,8	7,3	6,8	0,24	2,84	1,3635	.	.
nov.	1,2	.	.	3,0	7,0	6,1	0,24	2,99	1,3493	.	.
dic.	.	.	.	.	.	.	0,24	3,27	1,3704	.	.
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	-2,3	1,4	0,6	4,4	2,5	0,19	0,84	102,49	.	.
2013	.	.	.	.	.	.	0,15	0,95	129,66	.	.
2012 4° trim.	-0,2	-1,0	-0,3	-6,0	4,2	2,3	0,19	0,84	105,12	.	.
2013 1° trim.	-0,6	-0,3	-0,1	-7,8	4,2	2,9	0,16	0,70	121,80	.	.
2° trim.	-0,3	-0,5	1,3	-3,1	4,0	3,5	0,16	1,02	129,07	.	.
3° trim.	0,9	-2,4	2,4	2,2	4,0	3,8	0,15	0,88	131,02	.	.
4° trim.	.	.	.	.	.	.	0,14	0,95	136,48	.	.
2013 ago.	0,9	.	.	-0,4	4,1	3,8	0,15	0,93	130,34	.	.
set.	1,1	.	.	5,1	4,0	3,9	0,15	0,88	132,41	.	.
ott.	1,1	.	.	5,4	4,0	4,2	0,15	0,76	133,32	.	.
nov.	1,5	.	.	5,0	4,0	4,3	0,14	0,79	134,97	.	.
dic.	.	.	.	.	.	.	0,15	0,95	141,68	.	.

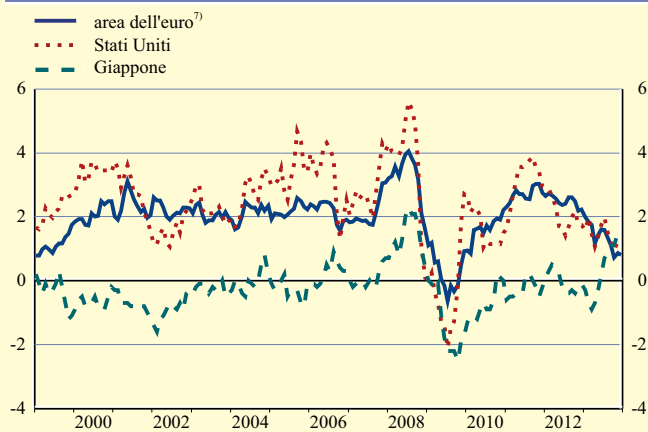
F41 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



F42 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: dati nazionali (colonne 1, 2 (Stati Uniti), 3, 4, 5 (Stati Uniti), 6, 9 e 10); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (colonna 5 (Giappone), grafico area dell'euro); Thomson Reuters (colonne 7 e 8); elaborazioni della BCE (colonna 11).

- 1) Dati destagionalizzati. I dati per gli Stati Uniti si riferiscono al settore delle imprese private non agricole
- 2) I dati riferiti al Giappone nel periodo da marzo ad agosto 2011 includono le tre prefetture che più hanno risentito del terremoto che ha colpito il paese. Il rilevamento dei dati è stato ristabilito a partire da settembre 2011.
- 3) Medie di periodo; M2 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.
- 4) Percentuali in ragione d'anno. Per ulteriori informazioni sul tasso sui depositi interbancari a 3 mesi, cfr. la sezione 4.6.
- 5) Per ulteriori informazioni, cfr. la sezione 8.2.
- 6) Il debito pubblico, costituito da depositi, titoli non azionari e prestiti in essere al valore nominale, è consolidato nel settore delle amministrazioni pubbliche (fine periodo).
- 7) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.



LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S14
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche	S16
F8	Prestiti a non residenti nell'area dell'euro	S16
F9	Depositi totali per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F10	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F11	Depositi totali per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F12	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F13	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F14	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F15	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S35
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati stagionalizzati e non stagionalizzati	S37
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S38
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S39
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S41
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	S43
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S43
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S44
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S44
F25	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	S45
F26	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 all'8 gennaio 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'allocazione del conto dei redditi primari, che registra entrate e spese relative a varie forme di reddito da capitale (per l'economia nel suo insieme, il saldo del conto dei redditi primari e il reddito nazionale); 3) la distribuzione secondaria del conto dei redditi, che illustra come il reddito nazionale di un settore istituzionale subisca variazioni a causa dei trasferimenti correnti; 4) l'utilizzo del conto dei redditi, che dà conto di come il reddito

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 dati relativi al debito pubblico e ai disavanzi/avanzi per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita e dell'obbligo di trasmetterli alla Commissione come previsto dal regolamento (UE) n. 679/2010 del Consiglio. 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.d.p. e della posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro nei confronti dei principali paesi partner, presi singolarmente o come gruppo, operando una distinzione tra stati membri dell'UE che non hanno adottato l'euro e aree o paesi non appartenenti all'Unione europea. La scomposizione riporta inoltre le transazioni e le posizioni nei confronti delle istituzioni dell'UE e delle organizzazioni internazionali (le quali, a parte la BCE e il Meccanismo europeo di stabilità vengono trattate statisticamente come poste al di fuori dell'area dell'euro a prescindere dalla loro collocazione fisica), nonché dei centri offshore. Le transazioni e le posizioni relative alle passività negli investimenti di portafoglio, ai derivati finanziari o alle riserve ufficiali non sono incluse nella scomposizione. Non sono inoltre riportati dati separati per i redditi da capitale che fanno capo al Brasile, alla Cina continentale, all'India o alla Russia. Un'introduzione alla scomposizione geografica viene riportata nell'articolo *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti* nel numero di febbraio 2005 di questo Bollettino.

Le statistiche relative alla b.d.p. e alla p.p.e. dell'area dell'euro nella sezione 7.3 sono redatte sulla base delle transazioni e delle posizioni nei confronti dei non residenti dell'area dell'euro, considerando l'area dell'euro come una singola entità economica (cfr., in questo Bollettino, il riquadro 9 del numero di dicembre 2002, il riquadro 5 del gennaio 2007 e il riquadro 6 del gennaio 2008). La p.p.e. è valutata ai prezzi di mercato correnti, con l'eccezione delle consistenze degli investimenti diretti, per le quali si utilizzano prevalentemente i valori di bilancio per le azioni non quotate e altri investimenti (ad esempio, prestiti e depositi). La p.p.e. trimestrale viene compilata sulla base dello stesso schema metodologico utilizzato per quella annuale. Dato che alcune fonti di dati non sono disponibili a cadenza trimestrale (oppure disponibili in ritardo), la p.p.e. trimestrale viene parzialmente stimata sulla base delle transazioni finanziarie e degli andamenti delle attività e dei tassi di cambio.

La tavola 1 nella sezione 7.3 fornisce una sintesi della p.p.e. e delle transazioni finanziarie per la bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro. La scomposizione della variazione nella p.p.e. annuale si

ottiene applicando un modello statistico alle variazioni della p.p.e., diverse dalle transazioni, sulla base di informazioni derivate dalla scomposizione geografica, dalla composizione valutaria delle attività e delle passività, nonché dagli indici dei prezzi delle diverse attività finanziarie. Le colonne 5 e 6 di questa tavola si riferiscono agli investimenti diretti da parte di unità residenti all'estero e all'investimento diretto da unità non residenti nell'area dell'euro.

Nella tavola 5 della sezione 7.3 la scomposizione in “prestiti” e “banconote, monete e depositi” è basata sul settore della controparte non residente, ovvero le attività nei confronti di banche non residenti vengono classificate come depositi mentre le attività nei confronti di altri settori non residenti vengono classificate come prestiti. Questa scomposizione segue la distinzione già effettuata in altre statistiche, come il bilancio consolidato delle IFM, ed è conforme al Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività e passività connesse dell'Eurosistema sono riportate nella tavola 7 della sezione 7.3. Tali dati non sono pienamente confrontabili con quelli della valutazione finanziaria settimanale dell'Eurosistema, a causa di differenze nella copertura e nella classificazione. I dati contenuti nella tavola 7 sono conformi allo schema di riferimento sulle riserve internazionali e le attività liquide in valuta. Le attività incluse nelle riserve ufficiali dell'Eurosistema tengono conto, per definizione, della composizione evolutiva dell'area dell'euro. Nel periodo precedente all'entrata di un paese nell'area dell'euro, le attività detenute dalla banca centrale nazionale del paese sono incluse alla voce investimenti di portafoglio (se si tratta di titoli) oppure altri investimenti (nel caso di attività di altra natura). Le variazioni delle riserve auree dell'Eurosistema (colonna 3) sono dovute a transazioni in oro nell'ambito dei termini del Central Bank Gold Agreement (Accordo tra le banche centrali sull'oro) del 26 settembre 1999, che è stato aggiornato il 27 settembre 2009. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE *Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves* (ottobre 2000), disponibile sul sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

Le statistiche sul debito estero lordo dell'area dell'euro riportate nella tavola 8 della sezione 7.3 indicano la consistenza effettiva (e non quella potenziale) delle passività nei confronti di non residenti nell'area dell'euro che comportano il pagamento di capitale e/o interessi da parte del debitore in uno o successivi istanti futuri. La tavola 8 presenta una scomposizione del debito estero lordo per strumento e settore istituzionale.

La sezione 7.4 contiene una presentazione monetaria della b.d.p dell'area dell'euro, nella quale vengono riportate le transazioni delle istituzioni diverse dalle IFM che riflettono le transazioni esterne nette delle IFM. Le transazioni delle istituzioni diverse dalle IFM includono transazioni di b.d.p. per le quali non è disponibile una scomposizione per settore. Tali transazioni sono relative al conto corrente e al conto capitale (colonna 2) e agli strumenti finanziari derivati (colonna 11). Una nota metodologica aggiornata sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro è disponibile nella sezione “Statistics” del sito Internet della BCE. Si veda anche il riquadro 1 nel numero di giugno 2003 di questo Bollettino.

La sezione 7.5 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La fonte dei dati è l'Eurostat. I dati in valore e gli indici di volume sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della tavola 1 nella sezione 7.5 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic

categories – BEC) e corrisponde alla classificazione elementare dei beni nel Sistema dei conti nazionali. Le definizioni di beni manufatti (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) sono coerenti con la definizione del SITC rev. 4. Nella scomposizione geografica (tavola 3 nella sezione 7.5) sono riportati i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali. La Cina non comprende Hong Kong. Per effetto di differenze riguardanti definizioni, classificazione, copertura e tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio estero, e in particolare alle importazioni, non sono del tutto confrontabili con la voce “beni” delle statistiche di bilancia dei pagamenti (cfr. sezioni 7.1 e 7.2). Una parte della discrepanza è attribuibile, nei dati relativi al commercio estero, all’inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nei dati relativi ai beni importati.

I prezzi all’importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell’industria per le esportazioni (o prezzi industriali dell’output per il mercato non interno) riportati nella tavola 2, sezione 7.5 sono stati introdotti dal Regolamento (CE) n. 1158/2005 del Parlamento europeo e del Consiglio del 6 luglio 2005 che modifica il regolamento (CE) n. 1165/98 del Consiglio, e che rappresenta il principale riferimento normativo per le statistiche a breve termine. L’indice dei prezzi all’importazione dei beni industriali include i beni industriali importati dall’esterno dell’area dell’euro inclusi nelle sezioni da B a E della Classificazione statistica dei prodotti associata alle attività nella Comunità economica europea e tutti i settori istituzionali degli importatori, fatta eccezione per le famiglie, le pubbliche amministrazioni e le istituzioni senza scopo di lucro. L’indice riflette il prezzo di costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell’importatore al netto di dazi e imposte, e si riferisce alle effettive transazioni in euro registrate una volta trasferita la proprietà dei beni. I prezzi alla produzione nell’industria per le esportazioni si riferiscono a tutti i prodotti industriali esportati direttamente da produttori dell’area dell’euro verso il mercato esterno all’area dell’euro inclusi nelle sezioni da B a E del NACE Rev. 2. Non sono incluse le esportazioni e le riesportazioni da parte di grossisti. Gli indici riflettono il prezzo f.o.b. (free on board) espresso in euro e calcolato ai confini dell’area dell’euro, incluso le imposte indirette e fatta eccezione per l’IVA e altre imposte deducibili. I prezzi all’importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell’industria per le esportazioni seguono la classificazione dei Raggruppamenti principali di industrie (RPI) definiti nel Regolamento (CE) della Commissione n. 656/2007 del 14 giugno 2007. Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 11 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

TASSI DI CAMBIO

Nella sezione 8.1 sono riportati gli indici dei tassi di cambio effettivi (TCE) dell’euro, reali e nominali, calcolati dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali nei confronti delle valute di alcuni partner commerciali dell’area dell’euro. Una variazione positiva indica un apprezzamento dell’euro. I pesi sono basati sul commercio di beni manufatti con i paesi partner commerciali nei periodi 1995-1997, 1998-2000, 2001-2003, 2004-2006, 2007-2009, e sono calcolati in modo da tenere conto della concorrenza sui mercati terzi. Gli indici TCE sono ottenuti concatenando gli indici basati su ciascuno dei cinque set di pesi al termine di ciascun periodo triennale. L’indice TCE risultante ha come periodo base il primo trimestre 1999. Il gruppo di partner commerciali del TCE-21 è composto dagli 11 Stati membri non appartenenti all’area dell’euro e da Australia, Canada, Cina, Corea del Sud, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Singapore, Stati Uniti e Svizzera. Il gruppo del TCE-20 non include la Croazia. Il gruppo del TCE-40 comprende quelli del TCE-21 e i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Cile, Filippine, India, Indonesia, Islanda, Israele, Malaysia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Russia, Sud Africa, Tailandia, Taiwan, Turchia e Venezuela. I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del prodotto interno lordo e i costi del lavoro per unità di prodotto nell’industria manifatturiera e nel totale dell’economia.

I TCE deflazionati con i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera sono disponibili solo per il gruppo TCE-20. Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei TCE, cfr. la nota metodologica e l'Occasional Paper della BCE n. 134 (*Revisiting the effective exchange rates of the euro* di Martin Schmitz, Maarten De Clercq, Michael Fidora, Bernadette Lauro e Cristina Pinheiro, giugno 2012), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

I tassi di cambio bilaterali riportati nella sezione 8.2 sono medie mensili di quelli pubblicati giornalmente come tassi di riferimento per queste valute. Il tasso di cambio più recente relativo alla corona islandese è pari a 290,0 per euro e si riferisce al 3 dicembre 2008.

EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

Le statistiche sugli altri Stati membri dell'UE (cfr. sezione 9.1) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. Tuttavia i dati sul conto corrente e sul conto capitale e sul debito estero lordo riportati nella tavola seguono criteri nazionali e non includono le società veicolo (special-purpose vehicles). I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. sezione 9.2) sono ottenuti da fonti nazionali.

ALLEGATI

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA ¹⁾



3 MARZO 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 12 luglio 2011, decidendo in particolare di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

7 APRILE 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, all'1,25 per cento, con effetto dall'operazione 13 aprile 2011. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 2,00 e allo 0,50 per cento, a decorrere dal 13 aprile 2011.

5 MAGGIO 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,25, al 2,00 e allo 0,50 per cento.

9 GIUGNO 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,25, al 2,00 e allo 0,50 per cento. Ha inoltre deciso, per quanto riguarda le procedure d'asta e le modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino all'11 ottobre 2011, di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

7 LUGLIO 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, all'1,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento 13 luglio 2011. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 2,25 e allo 0,75 per cento, a decorrere dal 13 luglio 2011.

4 AGOSTO 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,50, al 2,25 e allo 0,75 per cento. Decide inoltre di adottare diverse misure per far fronte alle nuove tensioni in alcuni mercati finanziari. In

¹⁾ La cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2008 è consultabile, per ciascun anno di tale periodo, nel rispettivo Rapporto annuale della BCE.

particolare, decide che l'Eurosistema condurrà un'operazione di rifinanziamento supplementare a più lungo termine finalizzata a immettere liquidità con una scadenza di circa sei mesi con procedura d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 17 gennaio 2012, in particolare di continuare le procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo.

8 SETTEMBRE 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,50, al 2,25 e allo 0,75 per cento.

6 OTTOBRE 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,50, al 2,25 e allo 0,75 per cento. Stabilisce inoltre i dettagli da applicare alle operazioni di rifinanziamento da ottobre 2011 a luglio 2012, in particolare di effettuare due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ad ottobre 2011 con scadenza di circa 12 mesi e a dicembre 2011 con scadenza di circa 13 mesi) e di continuare ad applicare le procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo per tutte le operazioni di rifinanziamento. Inoltre il Consiglio direttivo decide di avviare a novembre 2011 un nuovo Programma di acquisto di obbligazioni garantite.

3 NOVEMBRE 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base all'1,25 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento 9 novembre 2011. Decide inoltre di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 2,00 e allo 0,50 per cento, entrambi con effetto dal 9 novembre 2011.

8 DICEMBRE 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base all'1,00 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento 14 dicembre 2011. Decide inoltre di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 1,75 e allo 0,25 per cento, entrambi con effetto dal 14 dicembre 2011. Decide inoltre di adottare ulteriori misure non convenzionali, in particolare (a) di effettuare due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza di circa tre anni; (b) di accrescere la disponibilità del collaterale; (c) di ridurre l'obbligo di riserva all'1 per cento e infine (d) di sospendere per il momento le operazioni di fine-tuning condotte nell'ultimo giorno di ciascun periodo di mantenimento.

12 GENNAIO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente.

9 FEBBRAIO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente. Inoltre, approva criteri di idoneità e misure di controllo del rischio specifici nazionali ai fini dell'ammissione temporanea in alcuni paesi di crediti aggiuntivi come garanzia nelle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema.

8 MARZO, 4 APRILE E 3 MAGGIO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento.

6 GIUGNO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento. Ha inoltre deciso, per quanto riguarda le procedure d'asta e le modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 15 gennaio 2013, di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

5 LUGLIO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base allo 0,75 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento 11 luglio 2012. Decide inoltre di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente all'1,50 e allo 0,00 per cento, entrambi con effetto dall'11 luglio 2012.

2 AGOSTO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,75, all'1,50 e allo 0,00 per cento.

6 SETTEMBRE 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,75, all'1,50 e allo 0,00 per cento. Decide inoltre sulle modalità per intraprendere operazioni definitive monetarie (ODM) sui mercati secondari delle obbligazioni sovrane nell'area dell'euro.

4 OTTOBRE E 8 NOVEMBRE 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,75, all'1,50 e allo 0,00 per cento.



6 DICEMBRE 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,75, all'1,50 e allo 0,00 per cento. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 9 luglio 2013, decidendo in particolare di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

10 GENNAIO, 7 FEBBRAIO, 7 MARZO E 4 APRILE 2013

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,75, all'1,50 e allo 0,00 per cento.

2 MAGGIO 2013

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base allo 0,50 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento 8 maggio 2013. Decide inoltre di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 50 punti base all'1,00 per cento con effetto dall'8 maggio 2013 e di lasciare invariato il tasso sui depositi presso la banca centrale allo 0,00 per cento. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino all'8 luglio 2014, decidendo in particolare di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

6 GIUGNO, 4 LUGLIO, 1° AGOSTO, 5 SETTEMBRE E 2 OTTOBRE 2013

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,50, all'1,00 e allo 0,00 per cento.

7 NOVEMBRE 2013

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base allo 0,25 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento 13 novembre 2013. Decide inoltre di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 25 punti base allo 0,75 per cento con effetto dal 13 novembre 2013 e di lasciare invariato il tasso sui depositi presso la banca centrale allo 0,00 per cento. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 7 luglio 2015, decidendo in particolare di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

5 DICEMBRE 2013 E 9 GENNAIO 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 [Eurosystem]: il sistema di banche centrali costituito dalla BCE e dalle BCN degli Stati membri dell'UE la cui moneta è l'euro.

Fabbisogno (riferito alle amministrazioni pubbliche) [borrowing requirement (general government)]: assunzione netta di debito da parte delle amministrazioni pubbliche.

Fattori autonomi di liquidità [autonomous liquidity factors]: fattori di liquidità quali, ad esempio, le banconote in circolazione, i depositi delle amministrazioni pubbliche presso la banca centrale e le attività nette sull'estero della banca centrale, che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria.

Fondi di investimento (esclusi i fondi comuni monetari) [investment funds (except money market funds)]: istituzioni finanziarie che gestiscono collettivamente portafogli di capitale raccolto tra il pubblico, investendolo in attività finanziarie e non finanziarie. Cfr. anche **IFM**.

Forze di lavoro [labour force]: il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

Garanzie [collateral]: attività costituite in pegno o trasferite in altra forma a garanzia del rimborso di un finanziamento, nonché attività cedute nell'ambito di operazioni pronti contro termine. I titoli conferiti in garanzia nell'ambito delle operazioni temporanee dell'Eurosistema devono soddisfare alcuni requisiti di idoneità.

IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [MFIs (monetary financial institutions)]: istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'area dell'euro. Esse includono: (a) l'Eurosistema; (b) gli enti creditizi residenti (come definiti nella legislazione dell'UE) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o altre forme di raccolta equiparabili ai depositi da enti diversi dalle IFM e, per proprio conto (almeno in termini economici), nel concedere credito e/o investire in titoli, nonché le istituzioni di moneta elettronica che sono che operano principalmente nell'intermediazione finanziaria sotto forma di emissione di moneta elettronica; (d) i fondi comuni monetari, ovvero società di investimento collettivo che investono in strumenti 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.