



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

BOLLETTINO MENSILE LUGLIO

01 | 2011

02 | 2011

03 | 2011

04 | 2011

05 | 2011

06 | 2011

07 | 2011

08 | 2011

09 | 2011

10 | 2011

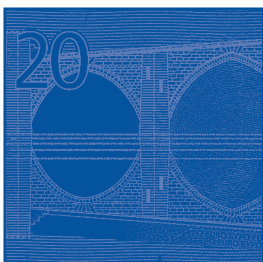
11 | 2011

12 | 2011



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



BOLLETTINO MENSILE LUGLIO 2011

Nel 2011 tutte
le pubblicazioni della BCE
saranno caratterizzate
da un motivo tratto
dalla banconota
da 100 euro

© Banca centrale europea, 2011

Indirizzo

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main
Germany

Recapito postale

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main
Germany

Telefono

+49 69 1344 0

Sito internet

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

Fax

+49 69 1344 6000

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

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

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

*Le statistiche contenute
in questo numero sono aggiornate
al 6 luglio 2011.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

*Stampato nel mese di luglio 2011
presso il Centro Stampa
della Banca d'Italia in Roma.*



INDICE

EDITORIALE

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

Il contesto esterno all'area dell'euro

Gli andamenti monetari e finanziari

Prezzi e costi

La produzione, la domanda
e il mercato del lavoro

5 STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO

ALLEGATI

9 Cronologia delle misure di politica
monetaria dell'Eurosistema

18 Pubblicazioni prodotte dalla Banca
centrale europea

Glossario

43

SI

I

V

VII

Riquadri:

1 I recenti aumenti salariali in Cina
esercitano pressioni al rialzo sui prezzi
all'importazione nell'area dell'euro?

11

2 L'impatto dell'attività di cessione
e cartolarizzazione dei prestiti
sulla recente dinamica dei prestiti
delle IFM alle società non finanziarie
e alle famiglie

21

3 Analisi della sostenibilità
del debito pubblico nell'ambito
del programma di aggiustamento
dell'UE/FMI per la Grecia

30

4 Spesa delle famiglie,
fiducia dei consumatori
e beni di consumo durevoli

44

5 I tassi di investimento
nell'area dell'euro

47

6 Confronto tra i recenti andamenti
della produttività nell'area dell'euro
e negli Stati Uniti

53

ARTICOLI

Impatto e graduale rientro delle misure
non convenzionali della BCE

57

Il Meccanismo europeo di stabilità

73

Il nuovo quadro UE di gestione
e risoluzione delle crisi finanziarie

87

SIGLARIO

PAESI

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

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
HWI	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 7 luglio, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di innalzare di 25 punti base i tassi d'interesse di riferimento della BCE, dopo averli incrementati di 25 punti base lo scorso aprile a partire da livelli storicamente bassi. La necessità di adeguare ulteriormente l'orientamento di politica monetaria, attualmente accomodante, emerge alla luce dei rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi. Il ritmo dell'espansione monetaria di fondo continua a registrare una graduale ripresa, mentre la liquidità monetaria resta abbondante e potrebbe consentire l'accomodamento delle pressioni sui prezzi nell'area dell'euro. Nel complesso, è essenziale che la recente evoluzione dei prezzi non produca pressioni inflazionistiche generalizzate a medio termine. La decisione del Consiglio direttivo contribuirà a mantenere le aspettative di inflazione nell'area dell'euro saldamente ancorate in linea con l'obiettivo di preservare tassi di inflazione inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. L'ancoraggio di tali aspettative costituisce un presupposto affinché la politica monetaria contribuisca alla crescita economica nell'area dell'euro. Allo stesso tempo i tassi di interesse restano contenuti su tutte le scadenze. Pertanto, l'orientamento di politica monetaria rimane accomodante, sostenendo l'attività economica e la creazione di posti di lavoro. Coerentemente con le aspettative, i dati economici recenti indicano una certa moderazione della crescita nel secondo trimestre del 2011. Sebbene la dinamica di fondo dell'espansione economica continui a essere positiva nell'area dell'euro, persiste un'elevata incertezza. Il Consiglio direttivo continuerà a seguire con molta attenzione tutti gli sviluppi relativi ai rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi.

L'offerta di liquidità e le modalità di aggiudicazione nelle operazioni di rifinanziamento saranno adeguate al momento opportuno, tenendo presente che tutte le misure non convenzionali adottate nel periodo di acute tensioni finanziarie sono, per come strutturate, di natura temporanea.

Per quanto concerne l'analisi economica, nel primo trimestre del 2011 il PIL in termini reali dell'area dell'euro ha segnato un forte incremen-

to, dello 0,8 per cento, sul periodo precedente, dopo un aumento dello 0,3 nell'ultimo trimestre del 2010. I recenti dati statistici e gli indicatori basati sulle indagini congiunturali segnalano una perdurante espansione dell'economia dell'area nel secondo trimestre di quest'anno, seppure a ritmi più contenuti. Tale moderazione riflette il fatto che la forte crescita del primo trimestre è in parte riconducibile a fattori straordinari. La dinamica di fondo dell'attività permane positiva nell'area dell'euro. Le esportazioni dell'area dovrebbero continuare a essere sostenute dall'espansione economica in atto a livello mondiale. Al tempo stesso, dato l'attuale grado di fiducia delle imprese nell'area, la domanda interna del settore privato dovrebbe contribuire alla crescita economica. Ci si attende tuttavia che l'attività continui a essere in certa misura frenata dal processo di aggiustamento dei bilanci in diversi comparti.

Secondo la valutazione del Consiglio direttivo i rischi per queste prospettive economiche restano sostanzialmente bilanciati, in un contesto di elevata incertezza. Da un lato, il positivo clima di fiducia delle imprese potrebbe contribuire all'attività interna dell'area dell'euro più di quanto ci si attenda al momento e una maggiore domanda esterna potrebbe altresì promuovere la crescita oltre le aspettative. Dall'altro lato, i rischi al ribasso sono connessi alle persistenti tensioni in alcuni segmenti dei mercati finanziari che si potrebbero propagare all'economia reale dell'area; inoltre riguardano gli ulteriori rincari dell'energia, le spinte protezionistiche e una possibile correzione disordinata degli squilibri internazionali.

Per quanto concerne i prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica che a giugno il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC è stato pari al 2,7 per cento nell'area dell'euro, senza variazioni rispetto a maggio. L'inflazione relativamente elevata osservata negli ultimi mesi è ampiamente riconducibile ai rincari dell'energia e delle materie prime. In prospettiva, è probabile che si mantenga nettamente al di sopra del 2 per cento nei prossimi mesi. Le pressioni al rialzo sull'inflazione, derivanti so-



prattutto dai corsi dell'energia e delle materie prime, sono ancora ravvisabili anche nelle fasi iniziali del processo produttivo. Resta indispensabile che l'aumento dell'inflazione armonizzata non generi effetti di secondo impatto nel processo di formazione di salari e prezzi, dando luogo a spinte inflazionistiche generalizzate. Le aspettative di inflazione devono rimanere saldamente ancorate in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo.

I rischi per le prospettive a medio termine sull'evoluzione dei prezzi restano orientati verso l'alto, essendo connessi, in particolare, a rincari dell'energia più elevati di quanto ipotizzato. Inoltre gli incrementi delle imposte indirette e dei prezzi amministrati potrebbero superare le ipotesi correnti, data l'esigenza di risanare i conti pubblici nei prossimi anni. Infine, rischi al rialzo potrebbero derivare da pressioni interne sui prezzi più accentuate rispetto alle attese, a fronte del crescente grado di utilizzo della capacità produttiva nell'area dell'euro.

Passando all'analisi monetaria, in maggio il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è aumentato al 2,4 per cento, dal 2,0 di aprile. Al di là della recente volatilità delle sue dinamiche, ascrivibile a fattori straordinari, l'aggregato ampio M3 ha continuato ad accelerare negli ultimi mesi. Ancora in lieve ascesa risulta il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti al settore privato, pari in maggio al 2,7 per cento, dopo il 2,6 di aprile. Nel complesso è proseguita la graduale ripresa del ritmo dell'espansione monetaria di fondo. Al tempo stesso, la liquidità monetaria accumulata prima del periodo di tensioni finanziarie rimane abbondante e potrebbe consentire l'accomodamento delle pressioni sui prezzi nell'area dell'euro.

Per quanto riguarda le componenti di M3, il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 ha mostrato un'ulteriore moderazione in maggio, mentre è aumentato quello degli altri depositi a breve. Tale evoluzione riflette in parte il graduale incremento, negli ultimi mesi, della remunerazione

dei depositi a risparmio e a termine a breve scadenza. Nel contempo, l'inclinazione accentuata della curva dei rendimenti implica un effetto frenante sull'espansione complessiva di M3, poiché riduce l'appetibilità delle attività monetarie rispetto agli strumenti a più lungo termine, meglio remunerati, non compresi in tale aggregato. Le informazioni recenti indicano tuttavia il possibile venir meno di questo effetto.

Dal lato delle contropartite, è rimasto invariato rispetto ad aprile il tasso di espansione sui dodici mesi dei prestiti a favore delle società non finanziarie e delle famiglie (rispettivamente allo 0,9 e al 3,4 per cento), confermando gli andamenti degli ultimi mesi.

Le dimensioni complessive dei bilanci bancari sono rimaste sostanzialmente immutate negli ultimi mesi. È importante che le banche continuino ad ampliare l'offerta di credito al settore privato, a fronte dell'aumento della domanda. Ove necessario, per raccogliere questa sfida le banche devono senza meno trattenere gli utili, ricorrere al mercato per rafforzare ulteriormente la propria componente patrimoniale, oppure sfruttare appieno le misure di sostegno pubblico a favore della ricapitalizzazione. In particolare, quelle che al momento hanno un accesso limitato al finanziamento sul mercato devono incrementare con urgenza il proprio capitale e il proprio livello di efficienza.

In sintesi, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di innalzare di 25 punti base i tassi d'interesse di riferimento della BCE, dopo averli incrementati di 25 punti base lo scorso aprile a partire da livelli storicamente bassi. La necessità di adeguare ulteriormente l'orientamento di politica monetaria, attualmente accomodante, emerge alla luce dei rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi. La verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria indica che il ritmo dell'espansione monetaria di fondo continua a registrare una graduale ripresa, mentre la liquidità monetaria resta abbondante e potrebbe consentire l'accomodamento delle pressioni sui prezzi nell'area dell'euro. Nel complesso, è es-

senziale che la recente evoluzione dei prezzi non produca pressioni inflazionistiche generalizzate a medio termine. La decisione del Consiglio direttivo contribuirà a mantenere le aspettative di inflazione nell'area dell'euro saldamente ancorate in linea con l'obiettivo di preservare tassi di inflazione inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. L'ancoraggio di tali aspettative costituisce un presupposto affinché la politica monetaria contribuisca alla crescita economica nell'area dell'euro. Allo stesso tempo i tassi di interesse restano contenuti su tutte le scadenze. Pertanto, l'orientamento di politica monetaria rimane accomodante, sostenendo l'attività economica e la creazione di posti di lavoro. Coerentemente con le aspettative, i dati economici recenti indicano una certa moderazione della crescita nel secondo trimestre del 2011. Sebbene la dinamica di fondo dell'espansione economica continui a essere positiva nell'area dell'euro, persiste un'elevata incertezza. Il Consiglio direttivo continuerà a seguire con molta attenzione tutti gli sviluppi relativi ai rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi.

Quanto alle politiche di bilancio, al momento le circostanze sono molto difficili e richiedono un'azione decisa. I paesi dell'area dell'euro devono come minimo onorare gli impegni di risanamento dei conti pubblici previsti, per il 2011 e oltre, nell'ambito delle rispettive procedure per i disavanzi eccessivi. Interventi di correzione adeguati, che concentrino ulteriormente gli sforzi nella fase iniziale, devono assicurare il conseguimento degli obiettivi di riequilibrio in termini strutturali, in linea con le raccomandazioni del Consiglio Ecofin; ogni evoluzione sul piano economico e delle finanze pubbliche che risulti più favorevole delle attese va sfruttata per accelerare la riduzione del disavanzo. L'annuncio di misure di risanamento precisate nel dettaglio per il 2012

e oltre è fondamentale per persuadere gli operatori dei mercati finanziari e il pubblico in generale della natura durevole delle politiche correttive e della sostenibilità del percorso tracciato per il debito pubblico.

Al tempo stesso resta essenziale che nell'area dell'euro siano attuate con urgenza riforme strutturali consistenti ed esaustive, per rafforzare la competitività, la flessibilità e il potenziale di crescita a lungo termine. Ciò risulta particolarmente rilevante per i paesi che presentano disavanzi di bilancio e disavanzi esterni elevati o che in passato hanno subito perdite di competitività. Il Consiglio direttivo esprime apprezzamento per l'introduzione del Semestre europeo, in particolare per la recente presentazione dei programmi di riforma nazionali che contengono gli impegni assunti dai paesi nel contesto del Patto euro plus. Il Consiglio direttivo appoggia anche le conclusioni del Consiglio europeo che sollecitano riforme più ambiziose e meglio definite da attuare in via prioritaria al fine di promuovere la competitività. Inoltre, l'eliminazione delle rigidità dal mercato del lavoro favorirebbe notevolmente il processo di aggiustamento. Misure volte ad accrescere la flessibilità salariale, quale la rimozione dei meccanismi di indicizzazione automatica delle retribuzioni, contribuirebbero a realizzare il necessario aggiustamento.

Questo numero del Bollettino contiene tre articoli. Il primo esamina le misure di politica monetaria non convenzionali della BCE, il loro impatto sulla trasmissione della politica monetaria e il loro graduale abbandono. Il secondo presenta le ragioni di fondo dell'istituzione del Meccanismo europeo di stabilità e le sue caratteristiche principali. Infine, il terzo offre una visione d'insieme del nuovo assetto dell'UE per la gestione e la soluzione delle crisi finanziarie.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

L'economia mondiale ha lievemente rallentato negli ultimi mesi, riflettendo in larga parte una serie di fattori transitori quali il livello elevato dei prezzi delle materie prime e le turbative lungo la catena produttiva dopo la calamità naturale che ha colpito il Giappone. Il graduale venir meno dell'impatto di questi fattori rende probabile un recupero di slancio della ripresa mondiale, che dalla fine dello scorso anno è sempre più in grado di autoalimentarsi. Permangono tuttavia andamenti ciclici differenziati tra le varie regioni. Molte economie avanzate registrano tassi di crescita ancora piuttosto modesti, mentre quelle emergenti sono in gran parte prossime al pieno utilizzo della capacità produttiva. L'inflazione complessiva a livello internazionale ha continuato ad aumentare, principalmente a causa dei corsi elevati delle materie prime, e le spinte sui prezzi sono chiaramente più pronunciate nelle economie emergenti.

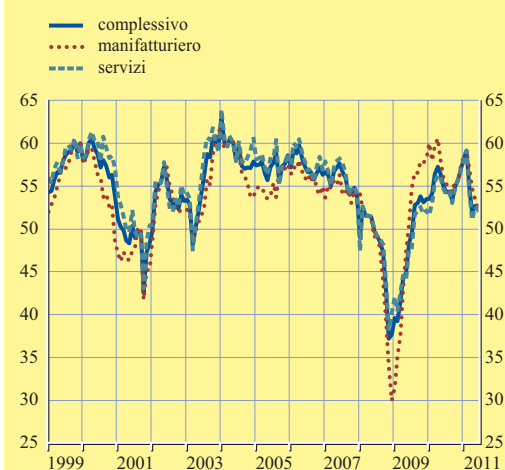
1.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

L'economia globale ha lievemente rallentato negli ultimi mesi, come mostra la flessione degli indicatori congiunturali più recenti. L'indice mondiale complessivo dei responsabili degli acquisti (PMI) ha registrato un leggero calo ulteriore in giugno, scendendo a 52,2. Il livello ancora superiore al valore soglia fra contrazione ed espansione segnala una prosecuzione della crescita economica, che appare tuttavia più debole rispetto al primo trimestre dell'anno quando il PMI era mediamente pari a 57,3. Gli andamenti più recenti di quest'ultimo evidenziano un'ulteriore moderazione del ritmo di espansione sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi, che è stata piuttosto generalizzata nei diversi paesi. Anche l'indice generale mondiale relativo ai nuovi ordinativi è diminuito in giugno, a 52,0, il che segnala un minor tasso di incremento di questa componente. In linea con la perdita di slancio dell'attività su scala internazionale, le statistiche più recenti sul commercio globale di beni in aprile e gli indicatori congiunturali mostrano una decelerazione anche dell'interscambio mondiale nel secondo trimestre di quest'anno.

Una serie di fattori transitori ha contribuito al recente rallentamento economico su scala internazionale. Le ripercussioni del terremoto nel Giappone orientale sia sull'economia interna sia sulle

Figura 1 PMI della produzione mondiale

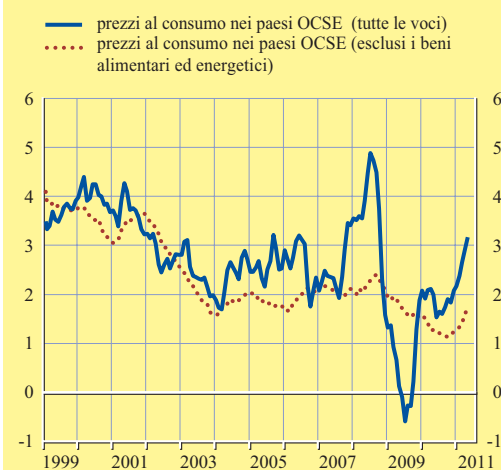
(indice di diffusione; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Markit.

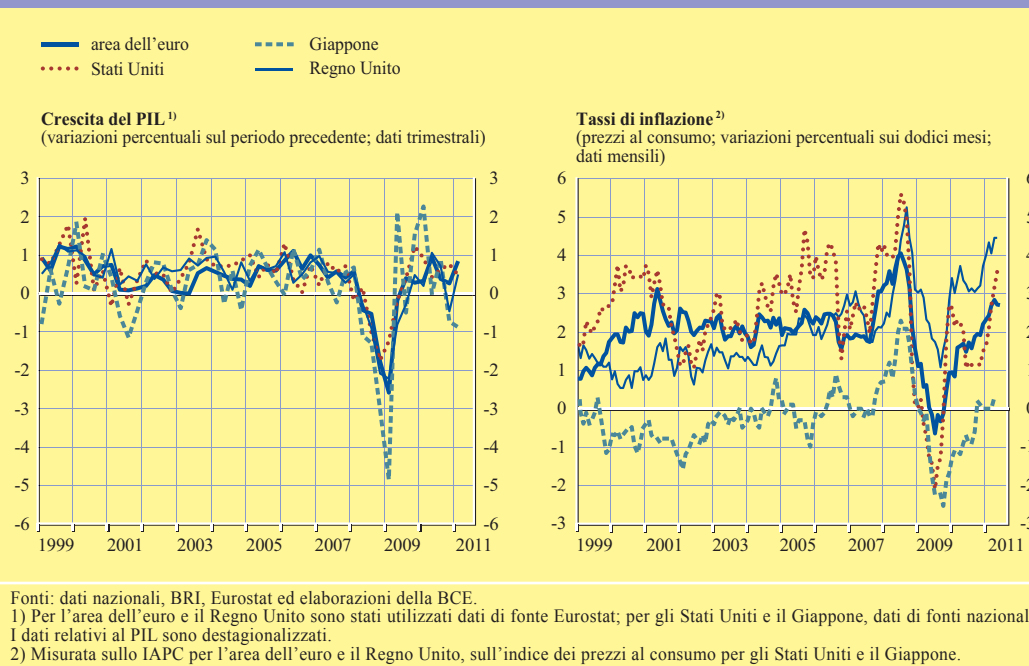
Figura 2 Andamenti dei prezzi internazionali

(dati mensili; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: OCSE.

Figura 3 I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



catene produttive mondiali e l'impatto negativo dei corsi elevati delle materie prime sui salari reali hanno, nello specifico, moderato l'attività globale durante gli ultimi mesi. Nel frattempo, tuttavia, gli ostacoli lungo la filiera produttiva sono gradualmente venuti meno e la correzione recente dei prezzi dei prodotti di base ha ridimensionato gli effetti negativi di questi ultimi sulla domanda interna nei paesi importatori di materie prime. Ciò segnala a sua volta il perdurare del principale impulso sottostante la ripresa, che dalla fine dello scorso anno è sempre più in grado di autoalimentarsi.

Al tempo stesso permangono andamenti ciclici differenziati tra le varie regioni. In molte economie avanzate, l'effetto congiunto della necessità di proseguire la ristrutturazione dei bilanci del settore sia pubblico sia privato e delle condizioni ancora deboli del mercato del lavoro continua a frenare la ripresa. Ciò contrasta con la situazione dei mercati emergenti, che operano su livelli prossimi – e in alcuni casi superiori – al pieno utilizzo della capacità. Molti di questi paesi sono sempre più chiamati a fronteggiare condizioni tese del mercato del lavoro, che accrescono le spinte inflazionistiche e i rischi di effetti di secondo impatto.

L'inflazione complessiva a livello internazionale ha continuato a salire, per motivi riconducibili principalmente alla trasmissione dei prezzi elevati delle materie prime lungo la filiera produttiva. Tuttavia, il più recente indice PMI globale relativo ai prezzi degli *input* ha registrato un lieve calo ulteriore, per la moderazione della crescita economica e la recente correzione dei corsi delle materie prime. Con un valore pari a 58,6 in giugno, esso rimane comunque elevato. Ciò è in linea con l'aumento dell'inflazione al consumo nell'area dell'OCSE, che a maggio ha raggiunto il suo massimo da ottobre 2008 al 3,2 per cento sui dodici mesi. Anche il tasso calcolato al netto dei beni alimentari ed energetici è aumentato, all'1,7 per cento. Le spinte sui prezzi sono chiaramente più pronunciate nelle economie emergenti, in presenza di crescenti vincoli di capacità e di un maggiore peso delle materie prime nei rispettivi panieri di consumo.

STATI UNITI

Negli Stati Uniti l'economia continua a recuperare, sebbene a un ritmo inferiore rispetto al quarto trimestre del 2010. La terza stima del Bureau of Economic Analysis relativa al primo trimestre del 2011 ha corretto lievemente al rialzo il tasso di incremento del PIL in termini reali, dall'1,8 all'1,9 per cento in ragione d'anno, un livello inferiore al 3,1 per cento del periodo precedente. Anche la composizione della crescita è stata leggermente rivista. L'indebolimento rispetto al trimestre precedente riflette la perdurante moderazione della spesa per consumi privati; la decelerazione degli investimenti in impianti è stata invece più marcata. Al tempo stesso, la decisa flessione della spesa pubblica è lievemente più evidente. Inoltre, sia le importazioni sia – in misura inferiore – le esportazioni sono state riviste al ribasso e l'interscambio netto ha di conseguenza fornito un contributo leggermente positivo. A fronte di un minore sostegno proveniente dalla domanda interna e dalle esportazioni nette, nel primo trimestre del 2011 la crescita del PIL in termini reali è stata sorretta dal contributo notevolmente positivo delle scorte.

Con riferimento ai prezzi, l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è salita al 3,6 per cento in maggio (dal 3,2 di aprile). L'aumento ha riflesso in larga parte l'ulteriore pronunciata ascesa dell'indice relativo ai beni energetici, del 21,5 per cento, un incremento non più osservato dalla seconda metà del 2008. Il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica si è portato all'1,5 per cento in maggio, dall'1,3 di aprile. Le spinte al rialzo sull'IPC complessivo provenienti dai prezzi dell'energia iniziano tuttavia ad attenuarsi, poiché questi ultimi sono diminuiti in maggio rispetto al mese precedente. Al tempo stesso, il perdurante aumento dell'inflazione di fondo mostra che la trasmissione dei costi continuerà a sospingere i prezzi verso l'alto al procedere della ripresa economica.

Il 22 giugno 2011 il Federal Open Market Committee (FOMC) ha deciso di mantenere inalterato l'obiettivo per il tasso ufficiale sui Federal Funds entro un intervallo compreso tra zero e 0,25 per cento. Il FOMC continua a prevedere che le condizioni economiche – compresi i bassi livelli di utilizzo delle risorse, l'andamento moderato dell'inflazione e la stabilità delle aspettative di inflazione – giustifichino valori eccezionalmente bassi del tasso sui Federal Funds per un periodo prolungato. È stato inoltre dichiarato che il Federal Reserve System completerà il piano di acquisti di titoli del Tesoro a più lungo termine per un importo pari a 600 miliardi di dollari entro la fine di giugno e che manterrà la sua attuale politica di reinvestimento dei titoli in suo possesso.

GIAPPONE

In Giappone i dati pubblicati di recente segnalano l'incipiente ripresa dell'attività economica dopo l'impatto devastante del terremoto che ha colpito la parte orientale del paese. In maggio la produzione industriale è salita del 5,7 per cento sul mese precedente, dopo un aumento relativamente modesto ad aprile e un crollo storico del 15,5 per cento a marzo, il che segnala un graduale allentamento dei vincoli di offerta. La produzione di mezzi di trasporto – pesantemente colpita dagli eventi recenti – ha in particolare evidenziato un recupero significativo a maggio, crescendo del 36,4 per cento rispetto al mese precedente. Al tempo stesso le esportazioni e le importazioni di beni hanno registrato un aumento rispettivamente pari al 4,7 e 3,4 per cento in termini reali sul mese precedente. Inoltre, il clima di fiducia delle imprese e dei consumatori continua a mostrare segnali di miglioramento. Dopo il peggioramento eccezionalmente marcato di aprile, l'indagine Reuters Tankan segnala che in giugno il clima di fiducia delle grandi imprese manifatturiere è migliorato per il secondo mese consecutivo.

Con riferimento ai prezzi, in maggio l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è rimasta invariata allo 0,3 per cento. Il tasso calcolato al netto dei prezzi degli alimentari freschi si è mantenuto anch'esso sullo stesso livello del mese precedente, allo 0,6 per cento, mentre quello

ottenuto escludendo gli alimentari freschi e i beni energetici è salito a 0,1 per cento (da -0,1 per cento in aprile).

Nell'ultima riunione di politica monetaria, tenutasi il 14 giugno 2011, la Banca del Giappone ha deciso di mantenere invariato l'obiettivo per il tasso sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale entro un intervallo compreso fra lo 0,0 e lo 0,1 per cento. Inoltre, ha annunciato una nuova linea di credito da 500 miliardi di yen per investimenti azionari e prestiti basati su garanzie reali con lo scopo di potenziare la "Fund-Provisioning Measure to Support Strengthening the Foundations for Economic Growth" introdotta a giugno 2010.

REGNO UNITO

Nel Regno Unito l'attività economica è rimasta moderata. Gran parte degli indicatori mensili segnala che la crescita del PIL in termini reali, pari allo 0,5 per cento nel primo trimestre del 2011, è stata modesta nel secondo. La produzione industriale è diminuita in aprile, la maggioranza degli indicatori delle indagini presso le imprese si è ridotta in maggio e le statistiche sui consumi delle famiglie sono state relativamente deboli. Le azioni di stimolo della politica monetaria, la domanda estera e il precedente deprezzamento della sterlina dovrebbero in prospettiva sorreggere l'attività economica. Si prevede d'altra parte che le condizioni di credito restrittive, il processo di aggiustamento dei bilanci delle famiglie e il necessario sostanziale inasprimento fiscale continuino ad agire da freno sulla crescita della domanda interna.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è aumentata nel periodo recente e in maggio è stata pari al 4,5 per cento, un livello invariato rispetto ad aprile e risultante dal contributo fortemente positivo dell'aumento dei prezzi dei beni alimentari. L'inflazione di fondo, misurata sull'IPC al netto dei beni energetici e dei prodotti alimentari non trasformati, è invece scesa al 3,9 per cento (dal 4,1 di aprile). Il graduale venir meno di alcuni fattori temporanei (il rincaro delle materie prime, gli effetti ritardati del deprezzamento della sterlina e l'incremento dell'aliquota IVA a decorrere da gennaio 2011) e l'esistenza di un margine di capacità inutilizzata dovrebbero in prospettiva contribuire ad attenuare le spinte inflazionistiche. Non esistono segnali chiari di disancoraggio delle aspettative di inflazione a più lungo termine e le pressioni salariali si sono mantenute modeste. Negli ultimi trimestri il Monetary Policy Committee della Bank of England ha mantenuto invariato allo 0,5 per cento il tasso ufficiale corrisposto sulle riserve delle banche commerciali e ha continuato a votare a favore del mantenimento a 200 miliardi di sterline dello stock previsto dal programma di acquisto di titoli finanziato con l'emissione di riserve della banca centrale.

CINA

In Cina la crescita ha continuato a moderarsi gradualmente in maggio, coerentemente con le misure ufficiali adottate per contenere le spinte inflazionistiche e il surriscaldamento dell'economia. Anche la domanda interna è robusta dagli inizi dell'anno, grazie soprattutto al vigore degli investimenti fissi e all'andamento sostenuto dell'attività nel settore delle costruzioni. Il saldo commerciale ha mostrato un avanzo di 13 miliardi di dollari statunitensi a maggio, dopo avere registrato un piccolo disavanzo nel primo trimestre dell'anno. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita al 5,5 per cento, dal 5,3 di aprile, il livello più alto da quasi tre anni. I prezzi dei beni alimentari, saliti dell'11,7 per cento (contro l'11,5 di aprile), hanno continuato a fornire il contributo principale all'inflazione complessiva. Anche il tasso calcolato al netto della componente alimentare è salito, al 2,9 per cento, dal 2,7 di aprile. I nuovi prestiti e la crescita di M2 hanno registrato un ulteriore indebolimento in maggio, a indicare che le misure di inasprimento monetario iniziano a esercitare i loro effetti. In particolare, a giugno la banca centrale della Repubblica popolare cinese ha innalzato l'aliquota di riserva per la sesta volta dall'inizio di quest'anno. A decorrere dal 20 giugno, il tasso applicato alle grandi banche è pari al 21,5 per cento.

Riquadro I

I RECENTI AUMENTI SALARIALI IN CINA ESERCITANO PRESSIONI AL RIALZO SUI PREZZI ALL'IMPORTAZIONE NELL'AREA DELL'EURO?

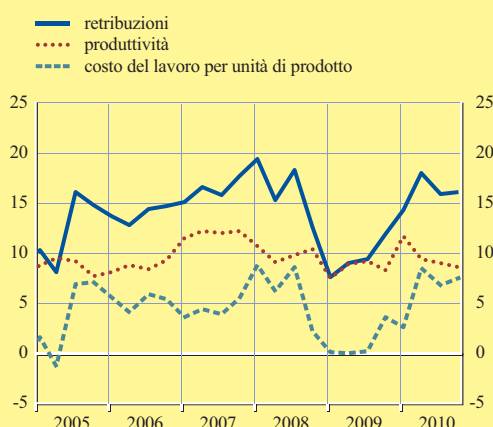
Nella seconda metà del 2010 l'area dell'euro ha visto salire del 13 per cento (sul periodo corrispondente) i prezzi in euro delle importazioni manifatturiere dalla Cina, un incremento quasi doppio rispetto all'8 per cento fatto registrare dall'insieme dei manufatti importati nell'area. In tale semestre il contributo della componente cinese alla crescita totale, negativo per molti anni, è di conseguenza stato positivo e pari a un punto percentuale. Questo riquadro presenta i fattori alla base degli andamenti dei prezzi delle importazioni dell'area dell'euro provenienti dalla Cina e ne analizza le prospettive future.

In Cina, il recente rincaro delle esportazioni è avvenuto in parallelo all'aumento del costo del lavoro per i produttori locali. Tuttavia, non esistono al momento chiare evidenze empiriche di una futura ascesa dei salari reali ben superiore ai guadagni di produttività. A fine 2010 il tasso di incremento del costo del lavoro per unità di prodotto nel settore manifatturiero era di fatto salito a circa l'8 per cento, ma ciò potrebbe riflettere il rafforzamento della posizione ciclica dell'economia. Inoltre, tale livello rimane comunque in linea con gli andamenti storici e prossimo a quello antecedente la crisi (cfr. figura A).

Gli aumenti dei prezzi in euro delle esportazioni cinesi di prodotti manifatturieri presentano una correlazione storicamente più elevata con i movimenti del tasso di cambio bilaterale euro/renminbi che con quelli del costo del lavoro per unità di prodotto (cfr. figura B). I rincari della prima metà del 2010 sono ad esempio avvenuti in concomitanza con un apprezzamento del 21 per cento del renminbi sulla moneta unica europea. Questa forte correlazione positiva potrebbe essere dovuta al fatto che le esportazioni cinesi verso l'area dell'euro sarebbero fatturate per lo più in dollari statunitensi e che la revisione periodica dei contratti rende i prezzi vischiosi nel medio periodo. Poiché i movimenti della moneta unica rispetto al renminbi riflettono in larga

Figura A Retribuzioni, produttività e costo del lavoro per unità di prodotto del settore manifatturiero in Cina

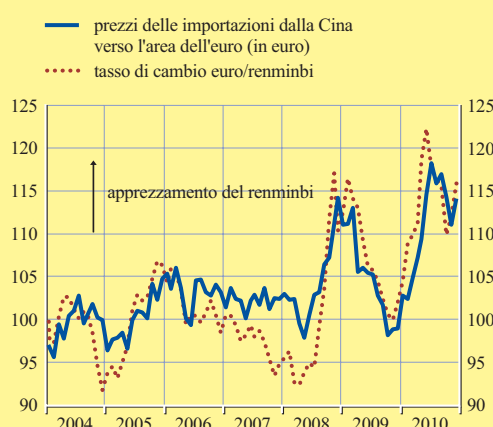
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: CEIC ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2010.

Figura B Prezzi delle importazioni dalla Cina verso l'area dell'euro e tasso di cambio euro/renminbi

(2005=100)



Fonte: Eurostat.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce a dicembre 2010.

parte quelli del cambio dollaro statunitense/euro, i prezzi delle esportazioni cinesi – ancorché invariati in termini di dollari – hanno fluttuato in termini di euro.

Guardando al futuro, si prevede che in Cina i costi di produzione restino bassi a lungo. Se da un lato le proiezioni segnalano per i prossimi anni un calo dell'offerta di lavoratori giovani (maggiormente disposti a emigrare), dall'altro l'allentamento dei vincoli ai flussi migratori e la delocalizzazione delle attività produttive verso le province più interne dovrebbero favorire l'utilizzo di manodopera rurale poco costosa per un periodo di tempo superiore. Quel che è più importante, la quota ancora molto elevata di occupati nel settore agricolo (circa il 40 per cento del totale) segnala la possibile esistenza di un ulteriore potenziale significativo di ristrutturazione delle forze di lavoro e di incrementi di produttività in Cina.

Ciò nonostante, anche in presenza di condizioni più tese nel mercato del lavoro e di maggiori pressioni sui salari, il vantaggio di costo della Cina dovrebbe ridursi solo gradualmente. L'aggiornamento più recente delle statistiche internazionali elaborate dal Bureau of Labor Statistics degli Stati Uniti mostra che in Cina il costo del lavoro per ora lavorata nel settore manifatturiero è pari ad appena il 4 per cento di quello statunitense (cfr. figura C). La Cina ha i salari più bassi dei 35 paesi considerati nell'analisi: si colloca poco al di sotto delle Filippine, con un livello salariale rispettivamente pari a un terzo e un ottavo di quelli del Messico e dell'Europa orientale. Ciò riflette in parte i differenziali di produttività, ma segnala in aggiunta l'elevata competitività di prezzo dei prodotti manifatturieri cinesi che sui mercati europei sono infatti venduti ancora

Figura C Livelli relativi di retribuzione in Cina nel 2008

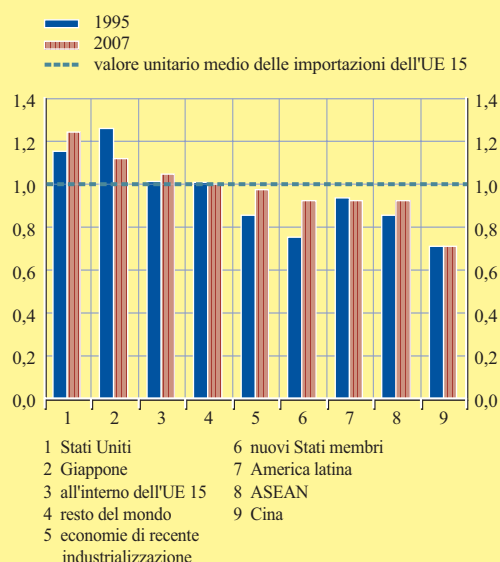
(costo orario del lavoro nel settore manifatturiero; Stati Uniti=100)



Fonte: US Bureau of Labor Statistics.

Figura D Valori unitari relativi delle importazioni manifatturiere dell'UE 15 per origine

(in relazione al valore unitario medio delle importazioni dell'UE 15)



Fonte: Pula, G. e Santabàrbara, D., "Is China climbing up the technology ladder?", *Working Paper Series*, n. 1310, BCE, 2011.

Nota: i valori unitari relativi sono calcolati sulla base della nomenclatura combinata a 8 digit (CN8) e sono aggregati in base ai pesi delle esportazioni di ciascun paese. Il valore unitario relativo è calcolato come il valore unitario di un dato prodotto proveniente da un determinato paese diviso per il valore unitario medio di quel prodotto per tutti i paesi di provenienza.

a uno sconto sostanziale rispetto a quelli degli altri concorrenti. Gli esperti della Banca centrale europea stimano a circa il 30 per cento questo vantaggio di prezzo dei prodotti esportati dalla Cina (cfr. figura D). Poiché le merci cinesi sono in media meno care di quelle provenienti dagli altri paesi esterni all'area dell'euro, l'aumento del peso della Cina sul totale dei prodotti importati nell'area eserciterà nel tempo un impatto al ribasso sui prezzi complessivi all'importazione (il cosiddetto "effetto quota"). Di conseguenza, se la quota della Cina nelle importazioni dell'area dell'euro continuerà a crescere, un avvicinamento più rapido del previsto dei salari cinesi a quelli delle economie maggiormente avanzate potrebbe influire in misura limitata sui prezzi dei prodotti importati nell'area a breve e medio termine.

1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

I corsi petroliferi sono diminuiti in giugno. Il 6 luglio il greggio di qualità Brent veniva quotato a 112,8 dollari per barile, un livello ancora superiore del 21 per cento rispetto agli inizi del 2011 ma inferiore del 3,3 per cento nel confronto con gli inizi di giugno (cfr. figura 4). In prospettiva, gli operatori si attendono prezzi lievemente superiori nel medio periodo, viste le quotazioni dei contratti *future* con scadenza a dicembre 2012 che si collocano a circa 113,2 dollari per barile.

Il calo dei prezzi ha fatto seguito alla decisione di liberare 60 milioni di barili dalla riserva strategica dei paesi membri – a un ritmo di 2 milioni di barili al giorno – adottata dall'Agenzia internazionale per l'energia sullo sfondo delle perduranti tensioni nell'equilibrio tra la domanda e l'offerta, riconducibili alle restrizioni dal lato dell'offerta connesse al conflitto in corso in Libia ed esacerbate dal vigore della domanda delle economie emergenti.

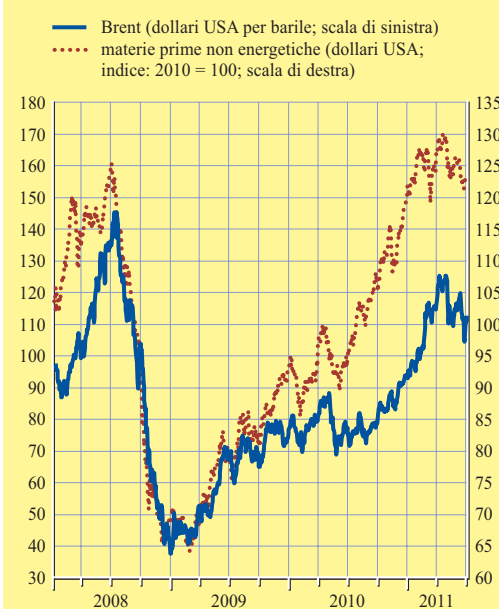
Anche i corsi delle materie prime non energetiche sono diminuiti nel mese di giugno. I prezzi dei beni alimentari hanno registrato un calo in seguito alle notizie positive riguardo al raccolto del 2011 e quelli dei metalli sono scesi per i timori circa le prospettive macroeconomiche mondiali. Verso la fine di giugno l'indice aggregato dei prezzi (in dollari) delle materie prime non energetiche era inferiore dello 0,1 per cento rispetto agli inizi dell'anno.

1.3 TASSI DI CAMBIO

Fra aprile e gli inizi di luglio il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise dei 20 più importanti partner commerciali dell'area – ha registrato oscillazioni piuttosto ampie e il 6 luglio era prossimo al livello di fine marzo e superiore dell'1,1 per cento alla media del 2010 (cfr. figura 5).

Negli ultimi tre mesi il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro ha riflesso andamenti dei tas-

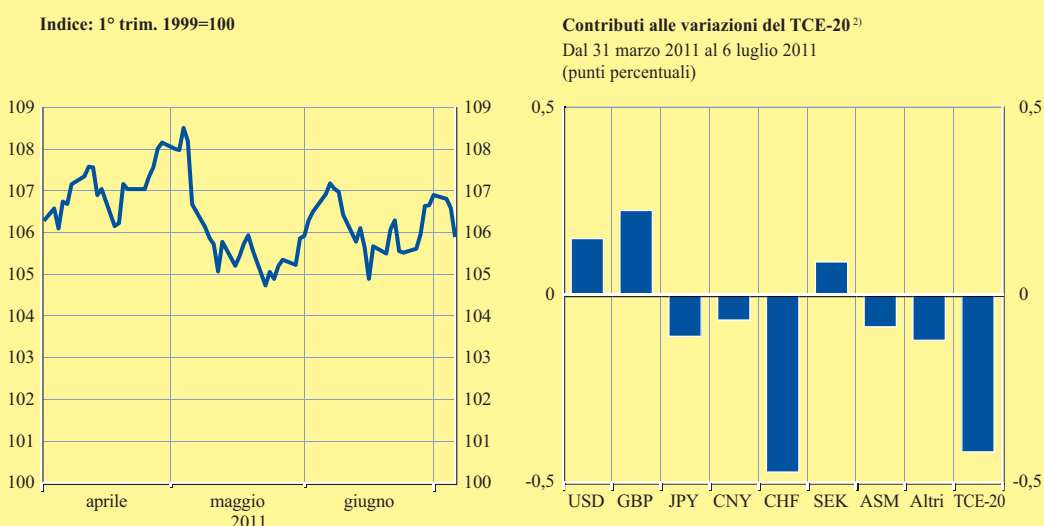
Figura 4 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWI.

Figura 5 Tasso di cambio effettivo dell'euro (TCE-20) e sue componenti ¹⁾

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

1) Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro nei confronti di 20 dei più importanti partner commerciali dell'area che includono tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

2) I contributi alle variazioni del TCE-20 sono riportati singolarmente per le valute dei sei principali partner commerciali dell'area dell'euro. La categoria "Altri Stati membri (ASM)" si riferisce al contributo aggregato delle valute degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (eccetto la sterlina britannica e la corona svedese). La categoria "Altri" si riferisce al contributo aggregato dei rimanenti sei partner commerciali dell'area dell'euro nell'indice TCE-20. Le variazioni sono calcolate utilizzando i pesi basati sull'interscambio commerciale complessivo relativi a ciascun paese nell'indice TCE-20.

si bilaterali con gran parte delle divise principali che si sono in parte controbilanciati. Fra il 31 marzo e il 6 luglio la moneta unica si è apprezzata sulla corona svedese, la sterlina britannica e il dollaro statunitense (rispettivamente dell'1,8, 1,3 e 0,8 per cento). Ha invece subito un deprezzamento si-

Tavola I Andamenti dei tassi di cambio dell'euro ¹⁾

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

	peso nel TCE-20	tasso di cambio al 6 luglio 2011	apprezzamento (+)/deprezzamento (-) dell'euro al 6 luglio 2011		
			da: 31 marzo 2011	rispetto a: 1° gennaio 2010	rispetto a: media del 2010
Dollaro statunitense	19,4	1,43	0,8	-0,5	8,0
Sterlina britannica	17,8	0,895	1,3	0,4	4,3
Renminbi cinese	13,6	9,26	-0,5	-5,7	3,2
Yen giapponese	8,3	116,0	-1,3	-13,2	-0,2
Franco svizzero	6,4	1,21	-7,3	-18,9	-12,6
Zloty polacco	4,9	3,95	-1,4	-3,6	-1,0
Corona svedese	4,9	9,09	1,8	-10,8	-4,7
Corona ceca	4,1	24,27	-1,1	-7,7	-4,0
Won sudcoreano	3,9	1,522,70	-2,0	-8,4	-0,6
Fiorino ungherese	3,1	265,06	-0,2	-1,8	-3,8
TCEN ²⁾		105,9	-0,4	-5,3	1,1

Fonte: BCE.

1) Tassi di cambio bilaterali in ordine decrescente calcolati utilizzando i pesi basati sull'interscambio commerciale relativi a ciascun paese nell'indice TCE-20.

2) Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro misurato rispetto alle divise dei 20 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro (TCE-20).

gnificativo nei confronti del franco svizzero (7,3 per cento) e dello yen giapponese (1,3 per cento; cfr. tavola 1). Il rafforzamento dell'euro contro il dollaro statunitense non è stato corrispondente a quello sul renminbi cinese, poiché quest'ultimo ha guadagnato oltre l'1 per cento nei confronti del dollaro. La volatilità misurata sulla base dei prezzi delle opzioni è aumentata notevolmente nel periodo in esame, soprattutto per quanto concerne il cambio dell'euro con il dollaro statunitense e il franco svizzero.

Fra il 31 marzo e il 6 luglio 2011 le valute all'interno degli AEC II si sono mantenute sostanzialmente stabili rispetto all'euro, su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali. Il lat lettone si è collocato in prossimità dell'area di deprezzamento della banda di oscillazione del ± 1 per cento fissata unilateralmente.

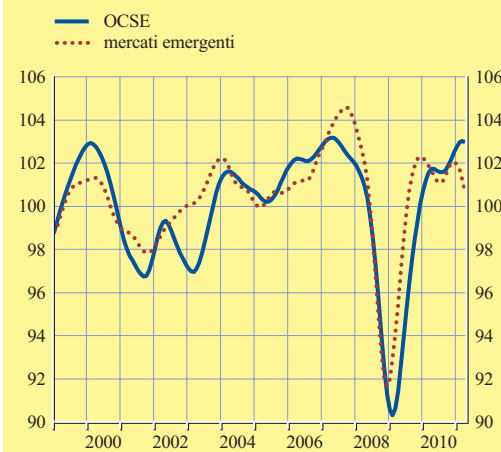
1.4 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Guardando al futuro, nel secondo semestre dell'anno la crescita economica mondiale potrebbe registrare una ripresa al graduale venir meno dei fattori transitori che avevano agito da freno nel secondo trimestre. In linea con le tendenze attuali, l'indicatore anticipatore composito dell'OCSE relativo ad aprile segnala una lieve perdita di slancio della crescita in gran parte delle economie principali. Tuttavia, dalla fine dello scorso anno la ripresa sottostante si è maggiormente radicata e si prevede che le prospettive economiche mondiali restino positive. Ciò vale in particolare per le economie emergenti, nonostante le azioni di inasprimento delle politiche monetarie e fiscali in corso in tali paesi. Al tempo stesso gli effetti della crisi finanziaria dovrebbero continuare a pesare sulla ripresa e offuscano le prospettive di un rapido miglioramento delle condizioni nel mercato del lavoro, soprattutto in alcune delle principali economie avanzate. Inoltre, le politiche necessarie per garantire il ritorno delle posizioni di bilancio di queste ultime su un sentiero sostenibile potrebbero frenare la crescita a breve termine.

I rischi per le prospettive economiche rimangono sostanzialmente bilanciati in un contesto di incertezza elevata. Da un lato, l'attività economica potrebbe espandersi più rapidamente del previsto. Dall'altro esistono fattori di rischio potenzialmente negativi connessi alla possibilità di tensioni perduranti in alcuni segmenti dei mercati finanziari, di nuovi aumenti dei prezzi dei beni energetici, di spinte protezionistiche e di una correzione disordinata degli squilibri globali.

Figura 6 Indicatore anticipatore composito dell'OCSE

(dati mensili corretti per l'ampiezza)



Fonte: OCSE.

Nota: l'indicatore relativo ai mercati emergenti è la media ponderata dell'indicatore anticipatore composito relativo al Brasile, alla Cina e alla Russia.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

Il tasso di crescita di M3 sui dodici mesi è aumentato a maggio 2011, mentre quello dei prestiti delle IFM al settore privato è rimasto sostanzialmente invariato. Nel complesso, guardando oltre gli andamenti di breve periodo, i dati più recenti continuano a indicare una graduale ripresa della crescita della dinamica monetaria, che resta tuttavia moderata. Pertanto, le spinte inflazionistiche derivanti dall'espansione della moneta sono attualmente contenute. Al tempo stesso la liquidità monetaria accumulata prima del periodo di tensione nei mercati finanziari rimane abbondante, nonostante una lieve correzione al ribasso. Il riassorbimento di questo eccesso di liquidità potrebbe agevolare l'accomodamento delle pressioni sui prezzi delle attività e dei beni di consumo nell'area dell'euro.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

In maggio 2011 il tasso di crescita di M3 sui dodici mesi è salito al 2,4 per cento, dal 2,0 di aprile (cfr. figura 7). Tale risultato va ricondotto al ritmo di espansione di M3 sul mese precedente, che in maggio è salito allo 0,5 per cento da un livello pari allo zero in aprile. Nel contempo il suddetto aumento mensile è dovuto per oltre tre quarti ai considerevoli afflussi di contratti pronti contro termine ascrivibili all'attività di negoziazione interbancaria garantita, condotta tramite controparti centrali che appartengono al settore detentore di moneta. La recente crescita della volatilità mensile di tali operazioni ha determinato una lieve variabilità del tasso di incremento di M3 sui dodici mesi. Ciò non ha influito sulla valutazione complessiva di un perdurante rafforzamento graduale della dinamica monetaria, che resta tuttavia moderata.

Dal lato delle componenti, in maggio il tasso di espansione sui dodici mesi di M1 ha continuato a diminuire e quello degli altri depositi a breve termine (M2-M1) è invece aumentato ulteriormente. Questi andamenti continuano a riflettere in misura significativa un movimento interno a M3 connesso a gradualmente aumenti della remunerazione dei depositi di risparmio e di quelli a termine a breve scadenza osservato negli ultimi mesi. Tale aumento ha determinato una riallocazione dai depositi *overnight* ad altri depositi compresi in M3 che offrono una maggiore remunerazione.

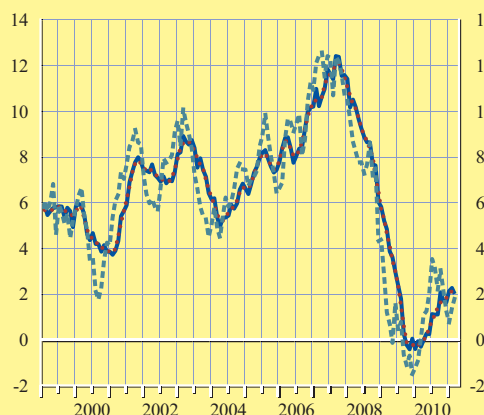
Per quanto concerne le contropartite, in maggio il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato è lievemente aumentato. Quello relativo ai prestiti sia alle società non finanziarie sia alle famiglie è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al mese precedente.

Le principali attività detenute dalle IFM dell'area dell'euro (escluso l'Eurosistema) sono cresciute in maggio, dopo due mesi consecutivi di calo sul periodo precedente, riflettendo soprattutto gli aumenti delle attività sull'estero e dei prestiti al settore privato. Quest'ultimo andamento rispecchia in parte l'espansione dei prestiti interbancari con garanzia regolati attraverso controparti centrali, che ha trovato riflesso in una riduzione

Figura 7 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.

dei prestiti diretti fra IFM. Se si considera il periodo da marzo a maggio nel complesso, le principali attività detenute dalle IFM (escluso l'Eurosistema) sono nell'insieme diminuite rispecchiando l'elevata volatilità di questa voce negli ultimi mesi.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto M1 ha continuato a ridursi in maggio, mentre quello degli altri depositi a breve termine è aumentato ulteriormente e la crescita degli strumenti negoziabili (M3-M2) è divenuta fortemente positiva. I depositi a breve termine forniscono attualmente il contributo principale all'espansione di M3 sui dodici mesi, d'altra parte il rafforzamento di quest'ultima osservato in maggio ha riflesso il maggiore contributo degli strumenti negoziabili.

Il tasso di variazione sui dodici mesi di M1 è diminuito notevolmente in maggio, all'1,2 per cento, dall'1,6 di aprile. Tale andamento può essere spiegato da un deflusso di 17 miliardi di euro relativo ai depositi *overnight* attribuibile principalmente alle società non finanziarie e agli intermediari finanziari non monetari.

Il tasso di espansione sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* ha invece evidenziato un aumento pronunciato in maggio, al 3,9 per cento, dal 3,3 del mese precedente. Questo incremento ha riflesso i consistenti afflussi mensili per depositi di risparmio e a termine a breve scadenza. I perduranti flussi in entrata si inseriscono nel contesto di un ulteriore ampliamento del differenziale di remunerazione tra i depositi *overnight* e gli altri depositi a breve termine, che ha determinato un effetto di sostituzione all'interno di M3.

Il tasso di incremento sui dodici mesi degli strumenti negoziabili è aumentato sensibilmente in maggio, al 2,7 per cento (da -0,8 in aprile), entrando chiaramente in territorio positivo e collocandosi sul livello più elevato da dicembre 2008. La crescita ha tuttavia riflesso interamente la suindicata attività di negoziazione interbancaria condotta tramite controparti centrali. Tali operazioni hanno più che compensato il sostanziale calo dei contratti pronti contro termine con altre controparti, le perduranti vendite nette di quote/partecipazioni in fondi del mercato monetario effettuate dal settore privato e il contenuto deflusso osservato per i titoli di debito a breve termine delle IFM.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi di M3 – che comprendono i depositi a breve termine e i contratti pronti contro termine e che rappresentano l'aggregato monetario più ampio per cui è disponibile una tempestiva scomposizione per settore – è salito al 3,4 per cento in maggio, dal 3,0 di aprile. Ciò ha riflesso gli andamenti dei depositi di M3 detenuti dagli altri intermediari finanziari (AIF) e dalle società non finanziarie. Per quanto riguarda queste ultime, tuttavia, l'aumento va ricondotto a un effetto base: tale settore ha infatti registrato un significativo deflusso mensile, interamente riconducibile ai depositi *overnight*. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei depositi di M3 detenuti dalle famiglie è rimasto inalterato, nonostante un considerevole afflusso mensile.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto concerne le contropartite di M3, il tasso di espansione sui dodici mesi del credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro è sceso al 3,1 per cento in maggio, dal 3,2 di aprile (cfr. tavola 2). Ciò costituisce la risultante di un'ulteriore decelerazione significativa sui dodici mesi della componente relativa alle amministrazioni pubbliche e di una lieve accelerazione di quella concernente il settore privato.

La minore crescita del credito alle amministrazioni pubbliche cela andamenti opposti dei prestiti (il tasso di variazione sui dodici mesi ha registrato un ulteriore calo sostanziale) e dei titoli non

Tavola 2 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					
		2010 2° trim.	2010 3° trim.	2010 4° trim.	2011 1° trim.	2011 apr.	2011 mag.
M1	48,6	10,3	7,9	4,9	3,2	1,6	1,2
Banconote e monete in circolazione	8,4	6,4	6,5	5,6	4,9	4,3	4,4
Depositi <i>overnight</i>	40,2	11,2	8,1	4,8	2,9	1,1	0,5
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	39,3	-8,0	-5,1	-1,1	1,4	3,3	3,9
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	19,2	-21,4	-16,2	-8,7	-2,7	2,3	3,2
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	20,0	10,3	8,4	7,2	5,4	4,3	4,6
M2	87,9	1,5	1,8	2,2	2,4	2,4	2,4
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	12,1	-9,8	-6,5	-3,0	-1,6	-0,8	2,7
M3	100,0	-0,1	0,7	1,5	1,9	2,0	2,4
Credito a residenti nell'area dell'euro		1,8	2,1	3,3	3,7	3,2	3,1
Credito alle amministrazioni pubbliche		9,2	7,8	11,8	10,9	7,4	6,2
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		6,7	6,5	15,5	17,8	12,7	9,0
Credito al settore privato		0,2	0,8	1,5	2,0	2,3	2,4
Prestiti al settore privato		0,2	0,9	1,7	2,4	2,6	2,7
Prestiti al settore privato corretti per le cessioni e la cartolarizzazione ²⁾		0,4	1,2	2,2	2,8	2,8	2,9
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		4,5	2,6	2,7	2,8	3,1	3,5

Fonte: BCE.

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

2) Correzione dovuta alla cancellazione dei prestiti dai bilanci delle IFM per cessione o cartolarizzazione.

azionari (il tasso di variazione sui dodici mesi ha evidenziato un lieve aumento), i quali riflettono in larga misura la sostituzione dei prestiti con titoli di Stato. L'incremento sui dodici mesi del credito alle amministrazioni pubbliche resta tuttavia notevole e rispecchia principalmente l'impatto del finanziamento dei precedenti trasferimenti di attività agli schemi di *bad bank* classificati come parte del settore pubblico, che rimarrà evidente fino a settembre 2011.

Il tasso di variazione sui dodici mesi del credito al settore privato dell'area dell'euro è lievemente salito in maggio, al 2,4 per cento, dal 2,3 di aprile. Tale risultato riflette il lieve incremento sui dodici mesi delle sue componenti principali, i prestiti al settore privato e i titoli non azionari. I primi hanno registrato un cospicuo afflusso mensile, che è tuttavia riconducibile per circa la metà alle operazioni interbancarie effettuate per il tramite di controparti centrali.

In maggio il tasso di espansione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie corretti per cessioni e cartolarizzazioni e quello dei prestiti allo stesso settore mantenuti nei bilanci delle IFM sono rimasti sostanzialmente invariati rispetto ai due mesi precedenti, all'1,8 e allo 0,9 per cento rispettivamente, nonostante afflussi modesti (cfr. tavola 3). Attualmente, esiste un divario considerevole e crescente tra questi due tassi di crescita (cfr. il riquadro 2 *L'impatto dell'attività di cessione e cartolarizzazione dei prestiti sulla recente dinamica dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie e alle famiglie*). Con riferimento alla scomposizione per scadenze, la stabilizzazione osservata nella crescita sul periodo corrispondente dei prestiti trattenuti dalle IFM riflette una perdita di slancio della ripresa dei prestiti a breve termine dopo i tassi di variazione fortemente negativi degli inizi del 2010, poiché il contributo delle altre scadenze è sostanzialmente invariato dalla fine del 2010. Le nuove statistiche sulle IFM mostrano che i prestiti rinnovabili costituiscono una quota elevata dei flussi mensili per prestiti alle società non finanziarie. Gli andamenti dei prestiti restano significativamente diversi nei vari paesi,

Tavola 3 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					
		2010 2° trim.	2010 3° trim.	2010 4° trim.	2011 1° trim.	2011 apr.	2011 mag.
Società non finanziarie	42,1	-2,2	-1,3	-0,4	0,5	0,9	0,9
Corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni ²⁾	-	-1,9	-0,7	0,6	1,5	1,9	1,8
Fino a un anno	24,5	-10,8	-8,3	-5,0	-1,6	1,0	0,9
Oltre un anno e fino a cinque anni	18,7	-4,6	-3,5	-2,1	-1,9	-2,6	-2,1
Oltre cinque anni	56,9	3,1	2,9	2,4	2,3	2,1	1,9
Famiglie ²⁾	46,9	2,6	2,8	2,8	3,1	3,4	3,4
Corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni ²⁾	-	2,7	2,9	3,0	3,1	3,0	3,1
Credito al consumo ⁴⁾	12,1	-0,5	-0,5	-0,7	-0,7	-0,5	-0,7
Mutui per l'acquisto di abitazioni ⁵⁾	72,1	3,0	3,4	3,5	4,0	4,4	4,4
Altri prestiti	15,8	3,2	2,9	2,5	2,4	1,8	2,0
Società di assicurazione e fondi pensione	0,8	-9,0	-1,0	7,7	7,6	1,0	2,6
Altri intermediari finanziari non monetari	10,2	0,9	2,5	4,7	7,0	6,1	7,3

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 dai bilanci delle IFM a seguito di cessione o cartolarizzazione.

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.

in linea con il ritmo disomogeneo della ripresa economica e con le differenze attualmente osservate nel fabbisogno di finanziamento esterno dei singoli settori industriali nei vari paesi dell'area dell'euro.

Riquadro 2

L'IMPATTO DELL'ATTIVITÀ DI CESSIONE E CARTOLARIZZAZIONE DEI PRESTITI SULLA RECENTE DINAMICA DEI PRESTITI DELLE IFM ALLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE E ALLE FAMIGLIE

Nell'attuale contesto macroeconomico riveste un'importanza fondamentale valutare se il sistema bancario offra alle famiglie e alle società non finanziarie un finanziamento adeguato. In presenza di un'attività di cessione e cartolarizzazione dei prestiti (oppure dell'inverso di tali operazioni ¹⁾), questa valutazione necessita di ampie informazioni su tutti i prestiti concessi dalle IFM in un determinato mese, anziché di informazioni più limitate sui prestiti concessi dalle IFM e mantenuti nei rispettivi bilanci. Ciò è tanto più necessario per il fatto che le pratiche contabili differiscono da un paese all'altro nell'area dell'euro per quanto riguarda la rimozione dei prestiti cartolarizzati dai bilanci delle IFM (*derecognition*), circostanza che potrebbe influire sulla comparabilità dei dati nazionali sui prestiti ²⁾. Per far fronte a questa sfida, la BCE ha di recente pubblicato un insieme completo di nuove e migliori statistiche monetarie e finanziarie, tra cui rientrano le scomposizioni della cessione e della cartolarizzazione dei prestiti da parte delle IFM per settore debitore. Queste statistiche risalgono al dicembre 2009. Ciò consente di

1) Si tratta del caso in cui prestiti precedentemente cartolarizzati (o ceduti) sono reiscritti nel bilancio di un'IFM.

2) Per precedenti valutazioni dell'impatto della cartolarizzazione sulla crescita dei prestiti al settore privato, cfr. il riquadro *L'effetto della cartolarizzazione tradizionale pro soluto sui recenti andamenti dei prestiti delle IFM* nel numero di settembre 2008 di questo Bollettino nonché l'articolo *La cartolarizzazione nell'area dell'euro* nel numero di febbraio 2008 della medesima pubblicazione.

correggere i tassi di incremento sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM ai singoli settori debitori per la rimozione dei prestiti dai bilanci delle IFM dovuta alla loro cessione o cartolarizzazione, ottenendo così un'indicazione più precisa dei prestiti totali concessi dalle IFM. Questi nuovi dati, armonizzati per l'area dell'euro ai sensi di un nuovo regolamento in materia statistica ³⁾, costituiscono un miglioramento dei dati precedentemente disponibili, pubblicati a decorrere dal gennaio 2009. Questi ultimi non erano armonizzati ed erano soltanto forniti sulla base delle "stime migliori" per i prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie. Il presente riquadro descrive l'impatto dell'attività di cartolarizzazione sui prestiti alle società non finanziarie e su quelli alle famiglie in base ai nuovi dati a disposizione.

Prestiti alle società non finanziarie

Dalla figura A si evince chiaramente che, negli ultimi dodici mesi, le cartolarizzazioni e le cessioni dei prestiti effettuate dalle IFM hanno significativamente influito sul tasso di incremento sul periodo corrispondente dei prestiti alle società non finanziarie. In effetti, dagli inizi del 2010 il divario tra il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti totali delle IFM alle società non finanziarie e quello dei prestiti che rimangono iscritti nei bilanci delle IFM si è ampliato, collocandosi a circa un punto percentuale in maggio 2011; le cartolarizzazioni e le cessioni dei prestiti sono state particolarmente intense nel quarto trimestre del 2010. La significativa divergenza tra questi due tassi di espansione riflette i trasferimenti di prestiti su vasta scala dalle IFM residenti in Irlanda e (in misura minore) in Germania a favore di *bad bank* situate in questi Stati membri, cioè verso istituzioni finanziarie non comprese nel settore delle IFM. Questi trasferimenti hanno avuto un significativo effetto frenante sul tasso di incremento dei prestiti iscritti nei bilanci delle IFM, determinandone la divergenza da quello del totale dei prestiti concessi dallo stesso settore. Nel complesso, pertanto, le maggiori informazioni sui prestiti concessi dalle IFM indicano che il tasso di crescita di tale forma di finanziamento sul periodo corrispondente erogato alle società non finanziarie da parte delle IFM è diventato positivo nell'ottobre 2010, e attualmente è pari al doppio di quello indicato dai dati sui prestiti concessi dalle IFM e iscritti nei rispettivi bilanci.

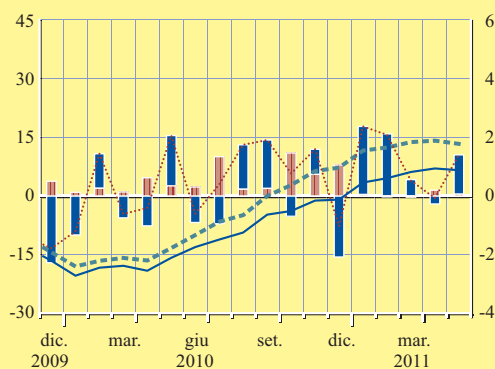
Prestiti alle famiglie

A differenza dell'attività di cartolarizzazione descritta per i prestiti alle società non finan-

Figura A Prestiti delle IFM alle società non finanziarie

(miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

- flussi mensili - prestiti iscritti nei bilanci delle IFM (scala di sinistra)
- flussi mensili - prestiti netti rimossi dai bilanci delle IFM¹⁾ (scala di sinistra)
- tasso di crescita sul periodo corrispondente - prestiti netti concessi dalle IFM²⁾ (scala di destra)
- tasso di crescita sul periodo corrispondente - prestiti iscritti nei bilanci delle IFM (scala di destra)
- ... flussi mensili - prestiti netti concessi dalle IFM (scala di sinistra)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

1) Prestiti netti rimossi dal bilancio delle IFM per cartolarizzazioni e cessioni.

2) Prestiti di nuova erogazione al netto dei rimborsi. Nel comunicato stampa della BCE sugli andamenti monetari questo dato è citato come prestiti "corretti per cartolarizzazioni e cessioni".

3) Regolamento BCE/2008/32 relativo al bilancio del settore delle istituzioni finanziarie monetarie. All'indirizzo www.ecb.europa.eu è consultabile un comunicato stampa del 27 giugno 2011 in cui sono descritti i nuovi dati disponibili.

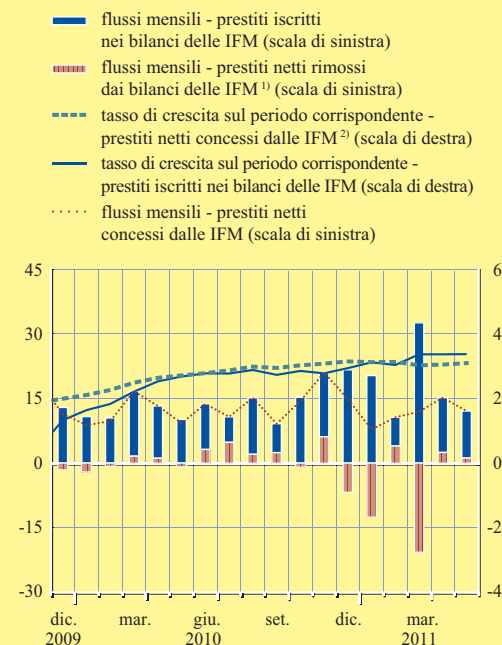
ziarie, in tempi recenti le IFM hanno reiscritto nei propri bilanci i prestiti alle famiglie precedentemente cartolarizzati. Le IFM potrebbero aver invertito precedenti cartolarizzazioni al fine di utilizzare tali prestiti per creare altri strumenti di finanziamento (ad esempio le obbligazioni garantite) per i quali la domanda rimane vigorosa. Di conseguenza, nei mesi recenti il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti alle famiglie iscritti nei bilanci delle IFM è stato superiore a quello dei prestiti totali concessi dalle IFM alle famiglie, come mostra la figura B. Si tratta, tuttavia, di un fenomeno relativamente nuovo, poiché le differenze tra i due tassi di crescita tra l'inizio e la fine del 2010 erano imputabili al fatto che l'espansione dei prestiti totali alle famiglie era superiore a quella dei prestiti iscritti nei bilanci delle IFM. Questi iniziali sviluppi hanno rispecchiato in parte "l'autocartolarizzazione", che si verifica quando l'IFM mantiene i titoli di debito creati dal processo di cartolarizzazione per utilizzarli nelle operazioni di rifinanziamento presso la banca centrale.

Conclusioni

Nel complesso, la cartolarizzazione e la cessione dei prestiti hanno avuto effetti significativi (e talvolta contrastanti) sui tassi di crescita a dodici mesi dei prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie. Se si correggono i dati per l'impatto della cartolarizzazione e cessione dei prestiti, il livello minimo dei prestiti alle società non finanziarie è stato meno grave e la ripresa è stata lievemente più vigorosa di quanto indicato dal tasso di variazione dei prestiti rimasti nei bilanci delle IFM. Al contrario dei prestiti alle società non finanziarie, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti alle famiglie nei bilanci delle IFM è stato leggermente accentuato nei mesi recenti, poiché le IFM avrebbero reiscritto nei loro bilanci prestiti precedentemente cartolarizzati. Questi andamenti contrastanti mettono in evidenza l'importanza di tenere conto della cartolarizzazione nel valutare l'ammontare del finanziamento offerto dalle IFM al settore privato non finanziario.

Figura B Prestiti delle IFM alle famiglie

(miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

1) Prestiti netti rimossi dal bilancio delle IFM per cartolarizzazioni e cessioni.

2) Prestiti di nuova erogazione al netto dei rimborsi. Nel comunicato stampa della BCE sugli andamenti monetari questo dato è citato come prestiti "corretti per cartolarizzazioni e cessioni".

In maggio il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle famiglie corretti per cessioni e cartolarizzazioni e quello dei prestiti allo stesso settore mantenuti nei bilanci delle IFM sono stati pari al 3,1 e al 3,4 per cento rispettivamente. I mutui per l'acquisto di abitazioni hanno continuato a fornire il contributo principale, mentre il credito al consumo ha registrato un'ulteriore contrazione su base annua. La debolezza di quest'ultimo riflette probabilmente la scarsa propensione dei consumatori a effettuare acquisti di importo elevato (*big ticket items*) come conseguenza della crescita ancora contenuta del reddito disponibile e dei livelli elevati di indebitamento del settore. Il tasso di incremento sui dodici mesi degli altri prestiti (a imprese individuali e altre imprese senza personali-

tà giuridica) è rimasto moderatamente positivo. Nel complesso, i dati di maggio tendono quindi a confermare i precedenti segnali di stabilizzazione della ripresa dei prestiti alle famiglie nei mesi recenti.

Riguardo alle altre contropartite di M3, il tasso di espansione sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) è salito al 3,5 per cento in maggio (dal 3,1 di aprile). Tale risultato va ricondotto principalmente al marcato aumento del tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a più lungo termine delle IFM, che ha riflesso in larga parte effetti base e – in misura inferiore – afflussi contenuti per questa tipologia di strumenti. Il significativo incremento dei depositi a lungo termine delle famiglie è stato più che compensato dalla riduzione delle disponibilità di questi strumenti da parte degli AIF conseguente alla chiusura delle operazioni di cartolarizzazione. La voce “capitale e riserve” ha registrato cospicui afflussi mensili, che potrebbero riflettere le azioni intese a ricapitalizzare e rafforzare il settore bancario di alcuni paesi appartenenti all’area dell’euro nel contesto della graduale introduzione dei nuovi requisiti patrimoniali previsti da Basilea 3 a decorrere dalla fine del 2011.

Gli afflussi annui registrati per la posizione netta sull’estero delle IFM sono scesi a 52 miliardi di euro in maggio, dai 73 miliardi di aprile (cfr. figura 8). Ciò costituisce la risultante di un significativo effetto base, che ha celato un modesto afflusso mensile di 12 miliardi di euro. Il flusso annuo positivo ha continuato ad ascriversi al fatto che il calo cumulato delle passività sull’estero (principalmente sotto forma di depositi) è stato superiore alla flessione cumulata delle attività verso l’estero.

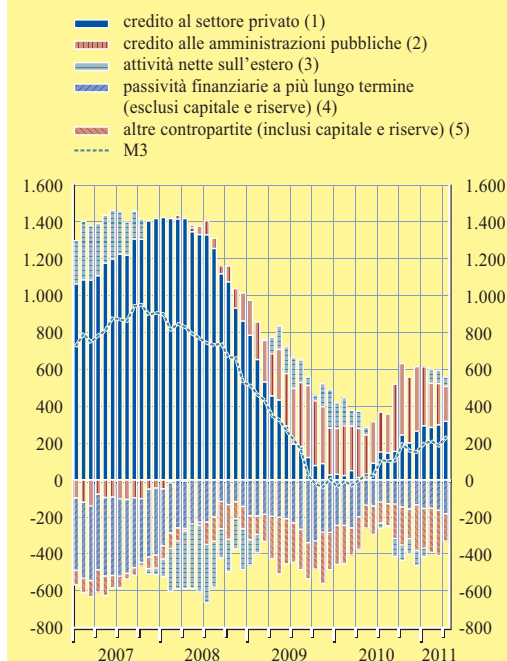
Nel complesso, guardando oltre l’attuale volatilità, i dati più recenti continuano a indicare una graduale ripresa della crescita della moneta nell’area dell’euro. I tassi di incremento mostrano che resta valida la valutazione secondo la quale l’espansione monetaria di fondo è attualmente moderata e che le spinte inflazionistiche a medio termine derivanti dagli andamenti della moneta sono contenute. Al tempo stesso la liquidità monetaria accumulata in precedenza rimane abbondante, nonostante un lieve aggiustamento al ribasso. Questo, assieme al migliorato clima di fiducia e al conseguente aumento della propensione alla spesa, potrebbe da ultimo originare spinte al rialzo sui prezzi sia delle attività sia dei beni di consumo.

2.2 EMISSIONE DI TITOLI

Ad aprile del 2011 il tasso di crescita sui dodici mesi delle consistenze di titoli di debito emessi da residenti nell’area dell’euro è diminuito lievemente, al 3,2 per cento,. Nel suo insieme, l’attività

Figura 8 Contropartite di M3

(flussi sui dodici mesi; 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.

di emissione ha continuato a riflettere l'elevato fabbisogno di finanziamento del settore pubblico, alcune misure di ristrutturazione dei bilanci delle IFM e la graduale normalizzazione dei collocamenti di titoli di debito da parte del settore societario sullo sfondo della rinnovata domanda di prestiti bancari. Al tempo stesso, in aprile il tasso di espansione sui dodici mesi delle emissioni di azioni quotate è salito lievemente, all'1,4 per cento.

TITOLI DI DEBITO

Ad aprile del 2011 il tasso di crescita espresso in ragione d'anno delle consistenze di titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è sceso al 3,2 per cento, dal 3,4 del mese precedente (cfr. tavola 4). Questa lieve moderazione va ricondotta in larga parte a un più elevato ritmo di contrazione dei collocamenti di titoli a breve termine, mentre il tasso di crescita relativo ai titoli a lungo termine è rimasto sostanzialmente invariato. Per quanto concerne gli andamenti di breve periodo, il tasso di crescita sui sei mesi, espresso in ragione d'anno e calcolato su dati destagionalizzati, si è mantenuto generalmente stabile ad aprile, dopo essere rapidamente diminuito dal 5 per cento di gennaio al 3 per cento di marzo (cfr. figura 9).

Dagli inizi del 2010 la crescita positiva delle emissioni di titoli di debito è interamente riconducibile agli strumenti a lungo termine, per lo più a tasso fisso, mentre il segmento a breve ha continuato a contrarsi. Negli ultimi mesi la suddetta tendenza è generalmente proseguita, ma i titoli a lungo termine a tasso variabile hanno evidenziato segnali di moderata ripresa. Ad aprile le emissioni di questi ultimi sono lievemente aumentate, dopo il contenuto calo del mese precedente.

In un'ottica settoriale, la leggera decelerazione dei collocamenti di titoli di debito osservata in aprile è parsa generalizzata. L'unica eccezione è costituita dagli strumenti emessi dalle amministrazioni pubbliche, la cui crescita sui dodici mesi è salita lievemente in aprile (al 6,7 per cento, dal 6,6 di marzo) di riflesso al fabbisogno di finanziamento perdurante e relativamente elevato del settore pubblico dell'area dell'euro. La crescita delle consistenze di strumenti emessi dalle società non finanziarie è invece diminuita ulteriormente (al 3,3 per cento, dal 4,9 di marzo), in linea con la tendenza discendente cominciata oltre un anno fa, e si è portata di conseguenza ben al di sotto della media di lungo periodo (circa l'8 per cento). L'apparente moderazione dei collocamenti di titoli di

Tavola 4 Emissione di titoli da parte di residenti nell'area dell'euro

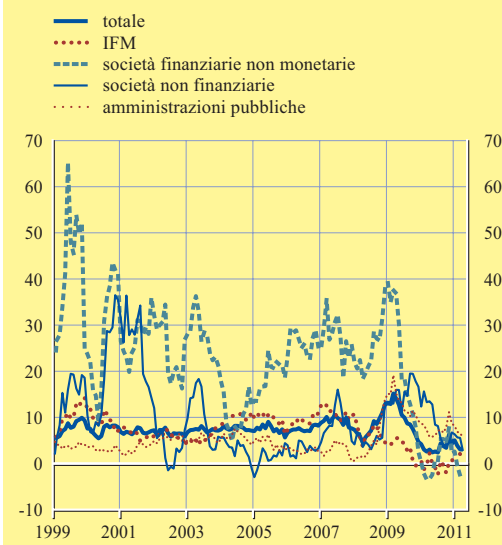
Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2011 apr.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾					
		2010 2° trim.	2010 3° trim.	2010 4° trim.	2011 1° trim.	2011 mar.	2011 apr.
Emissione di titoli di debito:	16.051	4,7	3,4	3,6	3,7	3,4	3,2
IFM	5.340	0,5	-0,6	-0,1	0,7	0,8	0,5
Società finanziarie non monetarie	3.264	3,0	1,0	1,3	1,8	1,3	1,2
Società non finanziarie	821	15,3	10,4	8,4	6,3	4,9	3,3
Amministrazioni pubbliche	6.626	8,3	7,6	7,5	7,2	6,6	6,7
di cui:							
Amministrazioni centrali	6.059	8,3	7,3	7,1	6,7	5,9	6,0
Altre amministrazioni pubbliche	567	8,2	10,9	12,3	12,9	14,4	14,5
Emissione di azioni quotate:	4.892	2,5	1,8	1,7	1,3	1,2	1,4
IFM	498	6,6	5,2	6,6	6,4	6,2	6,8
Società finanziarie non monetarie	373	5,2	4,3	3,3	1,8	2,5	2,5
Società non finanziarie	4.021	1,5	1,0	0,8	0,6	0,5	0,6

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

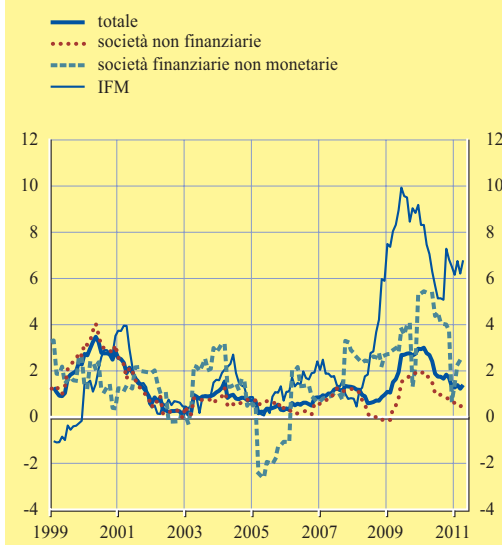
(tassi di crescita semestrali annualizzati; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

Figura 10 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.

debito da parte del settore societario può essere in qualche misura spiegata dalla graduale normalizzazione della domanda di prestiti bancari. Analogamente, in aprile il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle IFM è sceso appena al di sotto dello 0,5 per cento (dallo 0,8 di marzo). Tale flessione cela una graduale ripresa delle emissioni di strumenti di debito da parte del settore delle IFM, che si erano di fatto ridotte nella seconda metà del 2010. Il nuovo contesto normativo potrebbe spiegare in qualche misura il recente recupero dei collocamenti di titoli di debito e, in particolare, di obbligazioni garantite da parte delle IFM dell'area dell'euro. Inoltre, è verosimile che queste ultime stiano attuando un'opera di rafforzamento delle proprie posizioni di liquidità a breve termine. Nel contempo, l'attività di emissione delle società finanziarie diverse dalle IFM è lievemente diminuita, portandosi all'1,2 per cento (1,3 a marzo).

AZIONI QUOTATE

In aprile, il tasso di crescita sui dodici mesi delle consistenze di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro è aumentato lievemente, all'1,4 per cento, riflettendo soprattutto la maggiore attività di collocamento delle IFM. Il tasso di incremento sui dodici mesi delle emissioni da parte delle IFM è salito al 6,8 per cento, dal 6,2 di marzo (cfr. figura 10). L'attività di emissione di azioni da parte delle IFM dell'area dell'euro ha trovato supporto nella continua azione di rafforzamento dei bilanci e di ampliamento delle basi patrimoniali. Al tempo stesso, il tasso di incremento sui dodici mesi delle consistenze di azioni quotate emesse dalle società finanziarie diverse dalle IFM è rimasto sostanzialmente invariato al 2,5 per cento, un livello lievemente superiore a quello registrato nel primo trimestre dell'anno. Anche il tasso di crescita relativo alle azioni quotate emesse dalle società non finanziarie è rimasto sostanzialmente stabile in aprile, allo 0,6 per cento.

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

I tassi di interesse del mercato monetario sono lievemente aumentati tra l'inizio di giugno e l'inizio di luglio. Nel sesto periodo di mantenimento del 2011, iniziato il 15 giugno, l'Eonia è stato relativamente volatile durante la prima settimana, collocandosi al di sopra del tasso di rifinanziamento principale, per poi scendere al di sotto di quest'ultimo la settimana successiva. Il 30 giugno l'Eonia è salito bruscamente all'1,72 per cento, a causa di un effetto di fine trimestre.

Tra inizio giugno e inizio luglio i tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono lievemente aumentati. Il 6 luglio i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente all'1,34, 1,57, 1,81 e 2,19 per cento, livelli superiori di 10, 12, 8 e 4 punti base rispetto a quelli osservati l'8 giugno. Di conseguenza, il differenziale tra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese, indicatore dell'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario, è diminuito di 6 punti base, situandosi il 6 luglio a 85 punti base (cfr. figura 11).

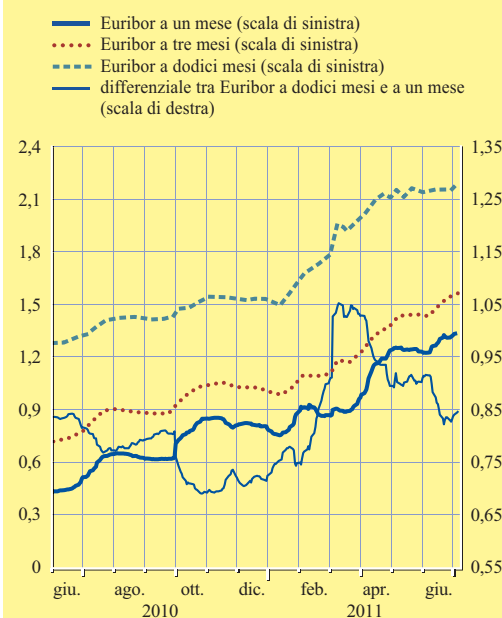
Il 6 luglio il tasso *swap* sull'Eonia a tre mesi si collocava all'1,33 per cento, in rialzo di 8 punti base rispetto all'8 giugno. Poiché il tasso corrispondente sui depositi privi di garanzia ha evidenziato un incremento lievemente maggiore, il differenziale tra l'Euribor a tre mesi non garantito e il tasso *swap* sull'Eonia a tre mesi garantito è aumentato a 24 punti base.

Il 6 luglio i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a settembre e dicembre 2011 nonché marzo e giugno 2012 si collocavano rispettivamente all'1,77, 1,91, 1,99 e 2,06 per cento, registrando un aumento di circa 4 e 1 punti base per settembre e dicembre 2011 e un calo rispettivamente di circa 3 e 7 punti base per le altre due scadenze, rispetto ai livelli osservati l'8 giugno. Queste flessioni implicano uno spostamento verso il basso della curva dei tassi a termine.

Tra l'inizio di giugno e l'inizio di luglio l'Eonia ha mostrato una certa volatilità, mantenendo il profilo osservato dall'inizio dell'anno. Tra l'8 giugno e la fine del quinto periodo di mantenimento il 14 giugno, l'Eonia ha oscillato tra l'1,07 e l'1,55 per cento. La volatilità dell'Eonia è in parte attribuibile al fatto che alcune banche hanno preferito ottemperare all'obbligo di riserva alla fine del periodo di mantenimento. Il 15 giugno l'Eonia ha iniziato il sesto periodo di mantenimento dell'anno al di sopra del tasso applicato all'operazione di rifinanziamento principale condotta all'inizio del periodo stesso. L'Eonia è rimasto superiore al tasso di rifinanziamento principale per la prima settimana del periodo di mantenimento, riflettendo livelli relativamente bassi di liquidità in eccesso nel sistema bancario dell'area dell'euro. È quindi sceso al di sotto di tale tasso nella settimana successiva, per poi au-

Figura 11 Tassi di interesse del mercato monetario

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



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

mentare bruscamente collocandosi il 30 giugno all'1,72 per cento a causa di un effetto di fine trimestre (cfr. figura 12).

L'Eurosistema ha condotto varie operazioni di rifinanziamento tra l'8 giugno e il 6 luglio. Il 14 giugno ha effettuato un'operazione di regolazione puntuale in cui sono stati assorbiti 29,6 miliardi di euro per far fronte all'eccedenza di liquidità emersa alla fine del quinto periodo di mantenimento del 2011. Nelle operazioni di rifinanziamento principali del sesto periodo di mantenimento, condotte il 14, 21, 28 giugno e il 5 luglio, l'Eurosistema ha aggiudicato rispettivamente 135,6, 186,9, 141,5 e 120,0 miliardi di euro. L'Eurosistema ha condotto anche due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine in giugno, entrambe mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi: il 14 giugno un'operazione con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento (con aggiudicazione di 69,4 miliardi di euro) e il 29 giugno un'operazione di rifinanziamento a più lungo termine a tre mesi (con aggiudicazione di 132,2 miliardi di euro). Inoltre, l'Eurosistema ha condotto quattro operazioni di assorbimento della liquidità a una settimana il 14, 21, 28 giugno e il 5 luglio mediante aste a tasso variabile con tasso massimo di offerta dell'1,25 per cento. Con queste operazioni l'Eurosistema ha interamente assorbito la liquidità offerta mediante gli acquisti effettuati nell'ambito del Programma per i mercati dei titoli finanziari.

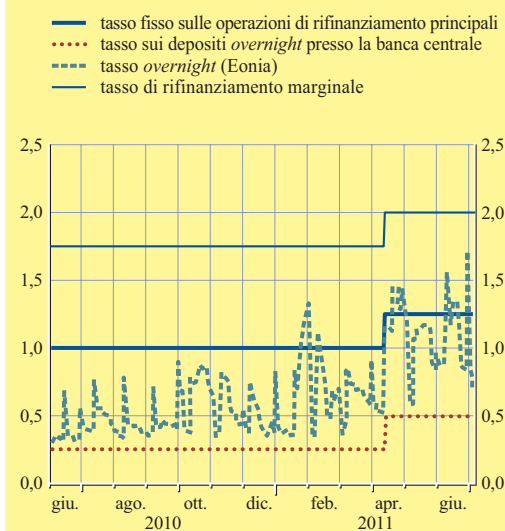
Nella prima settimana del sesto periodo di mantenimento dell'anno, iniziato il 15 giugno, si sono osservati livelli relativamente bassi di liquidità in eccesso, con un ricorso giornaliero medio ai depositi presso la banca centrale inferiore ai 10 miliardi di euro. In seguito il ricorso ai depositi presso la banca centrale è costantemente aumentato, portandosi il 6 luglio a 57,0 miliardi di euro nella media della giornata.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

In giugno e agli inizi di luglio i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con rating AAA sono rimasti sostanzialmente invariati, mentre quelli sui titoli di Stato statunitensi sono lievemente aumentati. L'incertezza sul vigore della ripresa economica nonché le tensioni sui mercati del debito sovrano dell'area dell'euro hanno ulteriormente pesato sul clima di mercato nella prima metà di giugno. Verso la fine del mese le tensioni connesse alla crisi del debito sovrano si sono attenuate e sui mercati l'avversione al rischio è nettamente diminuita. La volatilità implicita dei mercati obbligazionari nell'area dell'euro è rimasta sostanzialmente invariata nell'area dell'euro ed è lievemente aumentata negli Stati Uniti. I differenziali di rendimento tra obbligazioni sovrane all'interno dell'area dell'euro si sono ulteriormente ampliati, specie per Portogallo e Irlanda. Allo stesso tempo, i dati sui tassi di inflazione di pareggio a lungo termine continuano a indicare che le aspettative di inflazione restano saldamente ancorate.

Figura 12 Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse *overnight*

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



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

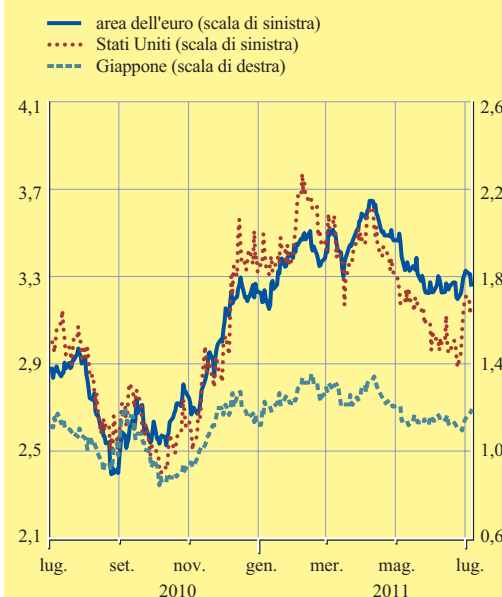
In giugno e agli inizi di luglio i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con *rating* AAA sono rimasti sostanzialmente stabili, situandosi al 3,3 per cento alla fine del periodo in rassegna. Negli Stati Uniti i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine sono lievemente aumentati, di 5 punti base, e il 6 luglio si sono collocati al 3,1 per cento (cfr. figura 13). Di conseguenza, il differenziale fra i tassi di interesse nominali sui titoli di Stato a dieci anni degli Stati Uniti e dell'area dell'euro si è lievemente ristretto nel periodo in esame. Tra la fine di maggio e gli inizi di luglio la volatilità implicita nei mercati obbligazionari dell'area dell'euro è rimasta pressoché invariata nell'area dell'euro ed è lievemente aumentata negli Stati Uniti. In Giappone i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono rimasti sostanzialmente invariati nel periodo, collocandosi il 6 luglio all'1,2 per cento.

L'andamento dei rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con *rating* AAA è stato determinato da varie forze. Secondo gli operatori di mercato, la dinamica economica positiva osservata nell'area dell'euro e negli Stati Uniti si è di recente moderata in qualche misura. Nella prima metà di giugno i dati pubblicati negli Stati Uniti, nonché quelli divulgati in alcuni paesi dell'area dell'euro, hanno contribuito a limitare le pressioni al rialzo sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine. Inoltre, le tensioni in alcuni mercati del debito sovrano dell'area dell'euro hanno continuato ad acuirsi, inducendo un aumento significativo della domanda di titoli di Stato liquidi e con *rating* elevato. Negli ultimi giorni di giugno, con l'attenuazione di queste tensioni, l'avversione al rischio è nettamente diminuita nei mercati.

Nell'ambito dei mercati del debito sovrano dell'area dell'euro, il differenziale dei rendimenti sui titoli di Stato portoghesi e irlandesi rispetto a quelli tedeschi corrispondenti si è ampliato ulteriormente nel periodo in esame. Inoltre, in giugno si è potuto osservare un significativo intensificarsi dei flussi verso investimenti "rifugio". Tali andamenti sono imputabili principalmente all'incertezza relativa al programma di risanamento del governo greco e alle prospettive di una ristrutturazione del debito greco. Inoltre, i timori di una propagazione della crisi ad altri paesi dell'area dell'euro oltre Grecia, Irlanda e Portogallo hanno continuato a pesare sul clima di mercato. Di fatto, si sono riscontrati aumenti dei differenziali sulle obbligazioni sovrane, ancorché di minore entità, anche in altri paesi dell'area dell'euro. Tali dinamiche, tuttavia, sono in parte attribuibili all'incremento della domanda di titoli di Stato tedeschi in giugno. Alla fine dello stesso mese, quando le tensioni connesse alla crisi del debito sovrano si sono attenuate, i differenziali di rendimento tra obbligazioni sovrane all'interno dell'area dell'euro si sono lievemente ristretti. Il riquadro 3 presenta un'analisi della sostenibilità del debito pubblico nell'ambito del programma di aggiustamento dell'UE/FMI per la Grecia.

Figura 13 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

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



Fonti: 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.

Riquadro 3

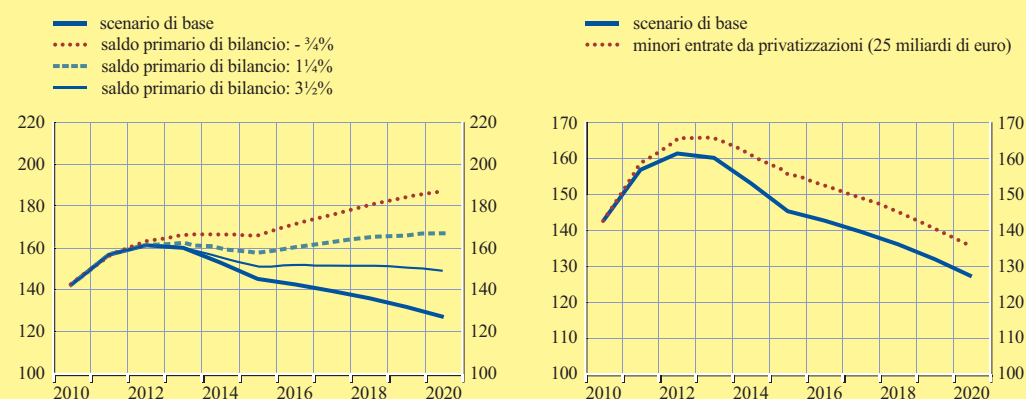
ANALISI DELLA SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO PUBBLICO NELL'AMBITO DEL PROGRAMMA DI AGGIUSTAMENTO DELL'UE/FMI PER LA GRECIA

Questo riquadro presenta alcuni principali scenari per la dinamica del debito pubblico in Grecia che sono rilevanti per valutare le prospettive di tale paese riguardo alla sostenibilità delle finanze pubbliche nel lungo periodo nell'ambito dell'attuale programma di aggiustamento economico e finanziario dell'UE/FMI. In linea con la definizione operativa comunemente adottata, una data evoluzione del debito è considerata insostenibile se il rapporto debito/PIL aumenta costantemente in un dato orizzonte di proiezione. La sostenibilità, a sua volta, richiede in genere che tale rapporto sia quanto meno stabile in base a ipotesi plausibili relative alle principali variabili dei conti pubblici e macroeconomiche che determinano la dinamica del debito¹⁾. In casi come la Grecia, dove il rapporto tra debito pubblico e PIL ha già raggiunto un livello estremamente elevato, la sostenibilità dei conti pubblici tuttavia può essere assicurata solo se a tale rapporto si imprime un deciso andamento discendente.

La figura seguente presenta diversi scenari relativi al percorso del debito delle amministrazioni pubbliche greche in rapporto al PIL fino al 2020. Lo scenario di base poggia sulle ipotesi per i conti pubblici e macroeconomiche nonché sugli impegni di *policy* assunti nel contesto della quarta valutazione condotta nell'ambito del programma di aggiustamento, compresi gli impegni del governo a privatizzazioni per un ammontare di 50 miliardi di euro entro il 2015 (cfr. la tavola seguente). I finanziamenti ufficiali concessi dovrebbero coprire il fabbisogno di finanziamento della Grecia fino a metà 2014. A partire dal 2015 la proiezione ipotizza un graduale miglioramento del contesto economico e il protrarsi di un orientamento prudente della politica di bilancio del governo, tale da comportare avanzi primari di bilancio pari al 6½ per cento circa

Debito delle amministrazioni pubbliche in Grecia

(in percentuale del PIL)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

1) La dinamica del debito pubblico è determinata dal saldo primario di bilancio, dal tasso di crescita economica, dal tasso di interesse sul debito in essere e da ulteriori operazioni che non rientrano nel calcolo del saldo di bilancio. Per una spiegazione dettagliata, cfr. l'articolo *La sostenibilità delle finanze pubbliche nell'area dell'euro* nel numero di aprile 2011 di questo Bollettino.

Ipotesi principali dello scenario di base

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; per anno)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Crescita del PIL in termini reali	-4,5	-3,8	0,6	2,1	2,3	2,7	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0
Deflatore del PIL	2,6	1,5	0,7	1,0	1,0	0,9	1,1	1,3	1,4	1,7	1,8
Tasso di interesse nominale medio sul debito pubblico	4,0	4,6	5,1	5,2	5,6	6,4	6,7	6,7	6,6	6,4	6,1
Rapporto saldo primario di bilancio/PIL	-5,0	-0,8	-1,3	-3,4	-6,1	-6,4	-6,4	-6,4	-6,4	-6,4	-6,4

del PIL ²⁾. Sebbene ciò richieda una considerevole disciplina di bilancio, altri paesi dell'UE sono stati capaci in passato di sostenere avanzi primari di simile entità per diversi anni ³⁾.

Come si evince dalla linea continua, secondo queste ipotesi di base il rapporto tra debito pubblico e PIL toccherà un valore massimo del 161 per cento nel 2012, per poi scendere al 127 per cento nel 2020. Il conseguimento di questo percorso discendente dipende in misura determinante dalla volontà e dalla capacità del governo di perseverare nel risanamento dei conti pubblici e di attuare interamente le riforme strutturali e il programma di privatizzazioni. Come mostra il diagramma di sinistra, il rapporto debito/PIL si impennerà se il saldo primario di bilancio rimane su un livello pari a circa il -3/4 per cento del PIL, come previsto per il 2011. Parimenti, se il governo mantiene un avanzo primario di bilancio dell'1/4 per cento del PIL circa, così come programmato per il 2012, il rapporto debito/PIL continuerà a seguire un andamento decisamente crescente; si stabilizzerebbe appena con un avanzo primario di bilancio del 3/2 per cento ma, considerati i rischi significativi che caratterizzano le proiezioni nel lungo periodo riguardanti la crescita e i tassi di interesse, tale scenario sarebbe estremamente vulnerabile a shock avversi. Inoltre, non ci si può attendere che il governo greco recuperi l'accesso ai mercati se il rapporto debito/PIL è semplicemente stabilizzato su questo livello elevato.

Come risulta dal diagramma di destra, la dinamica del debito risente anche in misura significativa della misura in cui il governo attua il programma di privatizzazioni. La linea tratteggiata mostra l'evoluzione del rapporto debito/PIL che si registrerebbe qualora nel periodo compreso tra il 2011 e il 2015 il governo dovesse ottenere dalle privatizzazioni proventi per 25 miliardi di euro, anziché l'ammontare prospettato di 50 miliardi. In questo scenario il rapporto debito/PIL, pur riducendosi nel periodo dal 2013 al 2020, diminuirebbe a un ritmo più lento rispetto allo scenario di base e sarebbe ancora su livelli superiori al 135 per cento nel 2020.

Tali proiezioni di lungo termine per il debito sono inevitabilmente soggette a una considerevole incertezza e i risultati cambiano col mutare delle ipotesi relative alla crescita economica e al tasso d'interesse. Ciò nonostante, questi motivi di cautela lasciano inalterata una conclusione importante: la dinamica del debito dipende ampiamente da fattori sotto il controllo del governo greco. Se quest'ultimo decide di attuare interamente tutte le misure di bilancio e di

2) Per una descrizione dettagliata delle ipotesi macroeconomiche e degli impegni di *policy* sottostanti al programma di aggiustamento della Grecia, cfr. Commissione europea, "The Economic Adjustment Programme for Greece – Fourth Review", *European Economy*, Occasional Paper, n. 82, Bruxelles, luglio 2011.

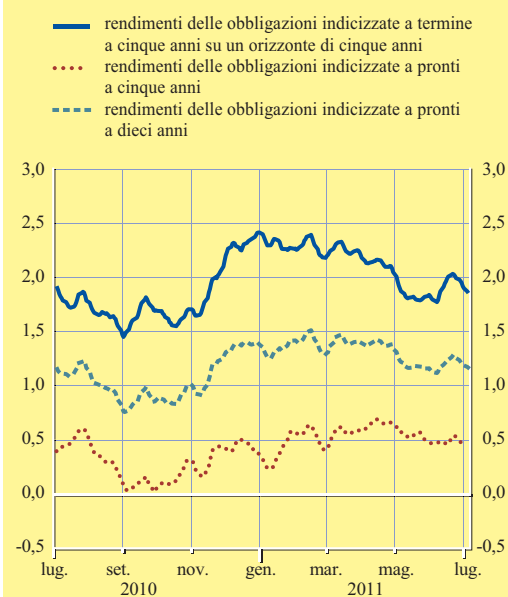
3) Per una rassegna, cfr. il riquadro 8 *La passata esperienza dei paesi dell'UE nel mantenere elevati avanzi primari di bilancio* nel numero di giugno 2011 di questo Bollettino.

politica strutturale cui si è impegnato e se mantiene un programma ambizioso di riforme al di là dell'attuale orizzonte di programmazione, con l'obiettivo di sostenere la crescita potenziale nel lungo termine, il rapporto debito/PIL può essere condotto su un percorso discendente. Un periodo prolungato di rigorosa disciplina di bilancio e di grandi riforme strutturali è possibile e non privo di precedenti in Europa. Richiede un forte consenso a livello politico e la determinazione a perseguire una duratura inversione di tendenza nelle finanze pubbliche e nelle politiche macroeconomiche, recuperare competitività e garantire il rispetto del programma nel tempo.

I rendimenti sui titoli di Stato decennali dell'area indicizzati all'inflazione sono rimasti sostanzialmente invariati nel periodo in rassegna, mentre quelli sui titoli indicizzati a cinque anni sono lievemente diminuiti, di 6 punti base (cfr. figura 14). Il 6 luglio i rendimenti reali a pronti a cinque e dieci anni si sono situati rispettivamente allo 0,4 e all'1,2 per cento. Allo stesso tempo, il tasso di inflazione di pareggio implicito a termine (a cinque anni su un orizzonte quinquennale) nell'area dell'euro ha registrato un lieve calo, di circa 5 punti base, collocandosi il 6 luglio al 2,3 per cento (cfr. figura 15). Il tasso corrispondente desunto dagli *swap* sull'inflazione è rimasto sostanzialmente invariato, situandosi al 2,4 per cento circa alla stessa data. I tassi di inflazione di pareggio sono stati in qualche misura volatili nel mese scorso, forse riflettendo il fatto che la curva dei rendimenti nominali ha risposto con maggiore prontezza ai recenti episodi di fuga verso investimenti sicuri rispetto alla curva dei rendimenti reali. Le stime delle aspettative di inflazione implicite nei tassi di inflazione di pareggio, tuttavia, sono rimaste sostanzialmente in linea con i segnali ricevuti dai mercati degli *swap* sull'inflazione per l'intera durata di tali episodi. Nel complesso, gli indicatori basati sul mercato suggeriscono che le aspettative di inflazione degli operatori di mercato restano saldamente ancorate.

Figura 14 Rendimenti *zero coupon*, ricavati sulla base dei rendimenti delle obbligazioni indicizzate all'inflazione nell'area dell'euro

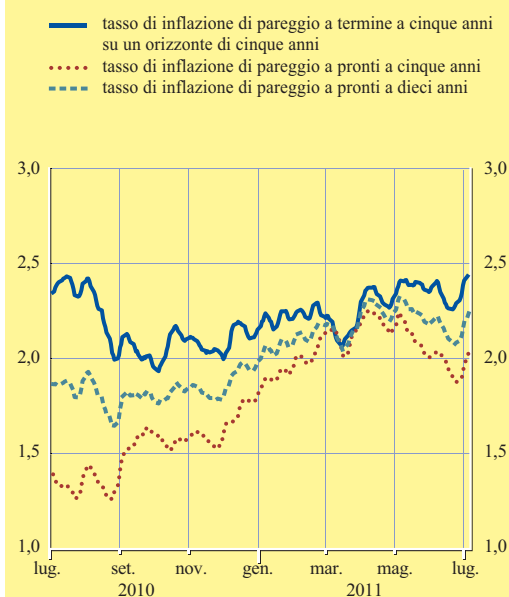
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Figura 15 Inflazione di pareggio, ricavata da rendimenti *zero coupon* nell'area dell'euro

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



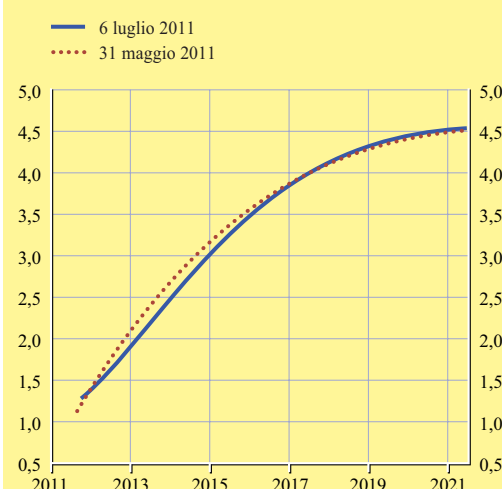
Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

L'andamento generale dei rendimenti sulle obbligazioni a lungo termine dell'area dell'euro può essere scomposto in variazioni delle aspettative sui tassi di interesse (e dei connessi premi al rischio) a diversi orizzonti (cfr. figura 16). Rispetto alla fine di maggio, la struttura per scadenza dei tassi a termine di breve periodo sugli orizzonti compresi tra due e tre anni si è spostata verso il basso di circa 15 punti base, forse per effetto delle variazioni nei premi al rischio di giugno e inizio luglio.

Nel periodo in rassegna i differenziali di rendimento delle obbligazioni di qualità più elevata (*investment grade*) emesse da società non finanziarie sono lievemente aumentati, soprattutto per le categorie di *rating* più basso. Tali indicatori sarebbero coerenti con le attuali prospettive di insolvenza per le società non finanziarie; i valori assunti da ciascuna di queste serie rimangono prossimi alle rispettive medie storiche e decisamente inferiori a quelli elevati registrati durante la crisi finanziaria. I differenziali delle obbligazioni *investment grade* emesse da società finanziarie si sono ampliati in misura lievemente maggiore rispetto a quelli riguardanti le società non finanziarie, soprattutto nel caso delle obbligazioni con merito di credito inferiore. I timori relativi alla ristrutturazione del debito greco, che hanno esercitato un impatto negativo sui corsi azionari del settore finanziario, sono stati chiaramente evidenti anche nei prezzi applicati al debito emesso dalle società finanziarie. I rendimenti sulle obbligazioni emesse da tali società continuano tuttavia a essere inferiori rispetto al periodo successivo al fallimento di Lehman Brothers nonché, per la maggior parte delle categorie di merito di credito, rispetto all'inizio dell'anno.

Figura 16 Tassi di interesse *overnight* impliciti a termine nell'area dell'euro

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



Fonti: BCE, su dati EuroMTS e *rating* di Fitch Ratings.

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

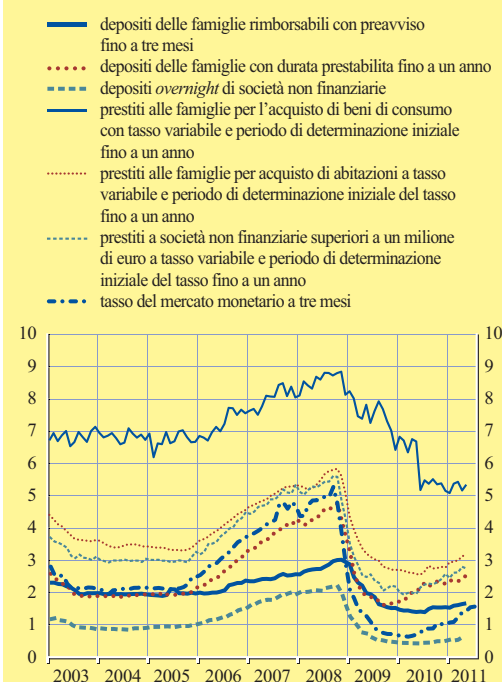
2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

In maggio la maggior parte dei tassi di interesse delle IFM ha mostrato una tendenza a un lieve incremento. I tassi sui prestiti delle IFM restano storicamente molto bassi su tutte le scadenze sia per le famiglie sia per le società non finanziarie.

In maggio la maggior parte dei tassi di interesse a breve termine applicati dalle IFM ha mostrato una tendenza alla crescita, sebbene lieve. I tassi di interesse a breve termine sui depositi sia delle famiglie sia delle società non finanziarie hanno registrato in media un moderato incremento, inferiore a 10 punti base, rispetto al mese precedente (cfr. figura 17). I tassi di interesse delle IFM sui prestiti a breve termine alle famiglie sono saliti in misura più marcata. I tassi di interesse sui mutui a breve termine per l'acquisto di abitazioni si sono collocati al 3,2 per cento, livello superiore di 10 punti base circa rispetto a quello del mese precedente, e i tassi di interesse sul credito al consumo si sono portati su un valore superiore di 18 punti base circa rispetto ad aprile, al 5,3 per cento.

Figura 17 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)

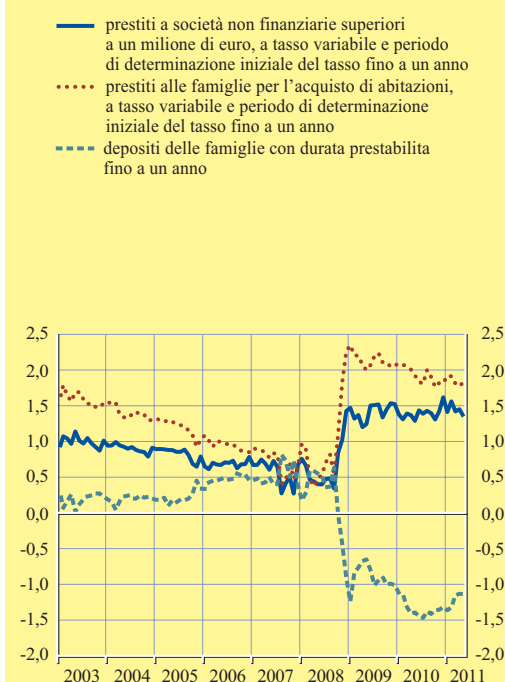


Fonte: BCE.

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

(punti percentuali; tassi sulle nuove operazioni)



Fonte: BCE.

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

Il quadro relativo alle società non finanziarie è più variegato. Anche i tassi bancari sui prestiti di modesta entità (fino a 1 milione di euro) erogati alle imprese hanno mostrato la tendenza alla crescita, collocandosi al 3,9 per cento a fronte del 3,8 di aprile, mentre quelli sui prestiti di grande entità (superiori a 1 milione di euro) sono lievemente diminuiti, portandosi in maggio al 2,7 per cento (contro il 2,8 di aprile). Pertanto, dal momento che l'Euribor è aumentato in maggio di 10 punti base, il differenziale tra i tassi sui prestiti a breve termine concessi dalle IFM alle società non finanziarie e il tasso del mercato monetario a tre mesi ha continuato a diminuire nel mese, mentre quello tra i tassi sui prestiti a breve termine erogati alle famiglie e il tasso di mercato monetario a tre mesi è rimasto in media sostanzialmente invariato (cfr. figura 18).

In una prospettiva di più lungo periodo, durante il ciclo di allentamento della politica monetaria si è registrata una trasmissione significativa delle variazioni dei tassi di mercato ai tassi sui prestiti bancari. Tra l'ottobre 2008 e l'aprile 2010 l'Euribor a tre mesi è sceso di oltre 400 punti base, evidenziando in seguito un moderato aumento. Nel frattempo i tassi a breve termine sia sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sia sui prestiti alle società non finanziarie sono diminuiti di circa 300 punti base. Negli ultimi trimestri anche i tassi sui prestiti bancari a breve termine hanno iniziato a invertire tendenza mostrando un graduale aumento.

Quanto alle scadenze più lunghe, i tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle famiglie sono anch'essi per la maggior parte aumentati, mentre l'andamento sarebbe più contrastante per i tassi sui prestiti alle società non finanziarie. Più specificatamente, i tassi sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con periodo di determinazione iniziale del tasso tra cinque e dieci anni hanno registrato un lieve incremento, inferiore a 10 punti base, portandosi al 4,2 per cento in maggio. Parimenti, i tassi medi sui prestiti di modesta entità con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni sono aumentati di 20 punti base. Allo stesso tempo, tuttavia, i tassi di interesse sui prestiti di grande entità con analoga scadenza sono scesi di 45 punti base, al 3,8 per cento in maggio, correggendo l'impennata osservata nel mese precedente.

In maggio il differenziale tra i tassi sui prestiti a lungo termine alle famiglie e i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine con *rating* AAA è di fatto aumentato di quasi 30 punti base, a circa 130 punti base, per effetto delle variazioni in direzioni opposte dei rendimenti sui titoli di Stato, in calo, e dei tassi sui prestiti, in aumento. Per le società non finanziarie, il differenziale corrispondente rispetto ai prestiti di grande entità è rimasto sostanzialmente invariato, mentre quello rispetto ai prestiti di modesta entità è aumentato anch'esso di circa 30 punti base.

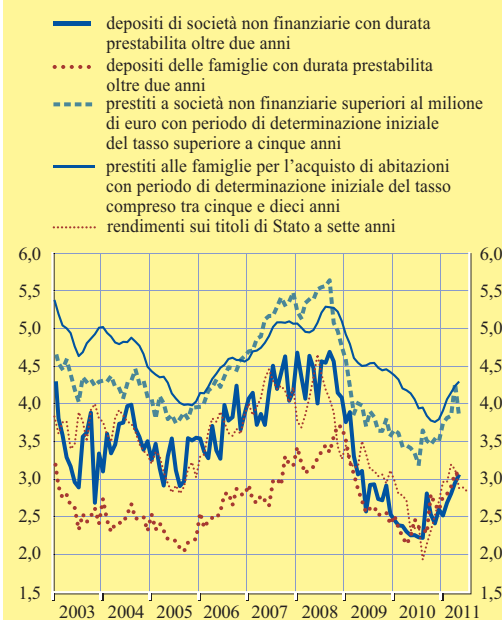
In una prospettiva di più lungo periodo, le banche dell'area dell'euro hanno modificato i propri tassi sui prestiti a lungo termine alle società non finanziarie in maniera pressoché coerente con le variazioni dei rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine con *rating* AAA. Per contro, i tassi sui prestiti a lungo termine alle famiglie hanno mostrato una trasmissione in qualche misura più incompleta e lenta.

2.6 MERCATI AZIONARI

In giugno e agli inizi di luglio i corsi azionari sono rimasti nel complesso sostanzialmente invariati sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. In giugno si sono verificati cali delle quotazioni azionarie per lo più riconducibili alle aspettative circa il vigore della ripresa economica, che sono state riviste al ribasso e sono divenute più incerte. Inoltre, le crescenti tensioni nei mercati del debito sovrano dell'area dell'euro hanno apportato un contributo negativo alla dinamica dei corsi azionari. Tuttavia, negli ultimi giorni di giugno, quando tali tensioni si sono allentate, vi è stata una ripresa. L'incertezza circa l'andamento dei corsi azionari, misurata dalla volatilità implicita, è aumentata inizialmente su entrambe le sponde dell'Atlantico, per poi tornare a calare verso la fine del periodo in rassegna.

Figura 19 Tassi di interesse delle IFM a lungo termine e tasso di mercato a lungo termine

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



Fonte: BCE.

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

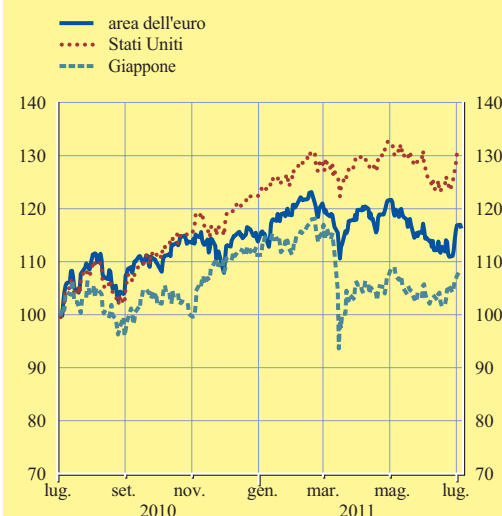
Durante la maggior parte del mese di giugno i corsi azionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti sono diminuiti, ma hanno evidenziato una ripresa negli ultimi giorni del mese e agli inizi di luglio. Nel complesso, le quotazioni azionarie dell'area dell'euro, misurate dall'indice Dow Jones Euro Stoxx, sono rimaste pressoché invariate tra il 31 maggio e il 6 luglio. Anche l'indice Standard & Poor's 500 negli Stati Uniti non ha registrato sostanziali variazioni (cfr. figura 20). Nello stesso periodo i corsi azionari in Giappone, misurati dall'indice Nikkei 225, sono aumentati del 4 per cento.

Il calo delle quotazioni azionarie, verificatosi durante gran parte del mese di giugno, ha riguardato tutti i settori su entrambe le sponde dell'Atlantico e ha rispecchiato principalmente le aspettative circa il vigore della ripresa economica, che sono state riviste al ribasso e sono divenute più incerte. Quanto ai dati economici pubblicati, quelli relativi all'occupazione negli Stati Uniti hanno deluso le attese di mercato, circostanza che si è rispecchiata in un calo significativo dei corsi azionari statunitensi agli inizi di giugno. Inoltre, le tensioni nei mercati obbligazionari dell'area dell'euro si sono ancora dimostrate un altro fattore di incertezza, soprattutto in relazione alle prospettive per il settore finanziario. Negli ultimi giorni di giugno, con il progressivo miglioramento delle notizie sulla prosecuzione del programma di aggiustamento dei conti pubblici greci, l'avversione al rischio si è attenuata e i corsi azionari hanno registrato un recupero. Nell'area dell'euro l'incremento sui dodici mesi degli utili effettivi per azione delle società che compongono l'indice Dow Jones Euro Stoxx è sceso al 29 per cento, dal 32 per cento di maggio, mentre, in base a dati di indagine, la crescita attesa degli utili per azione su un orizzonte di dodici mesi è rimasta attorno al 12 per cento.

Sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, l'incertezza circa l'andamento dei corsi azionari, misurata dalla volatilità implicita, è aumentata durante la prima parte del periodo in rassegna ed è scesa

Figura 20 Indici dei corsi azionari

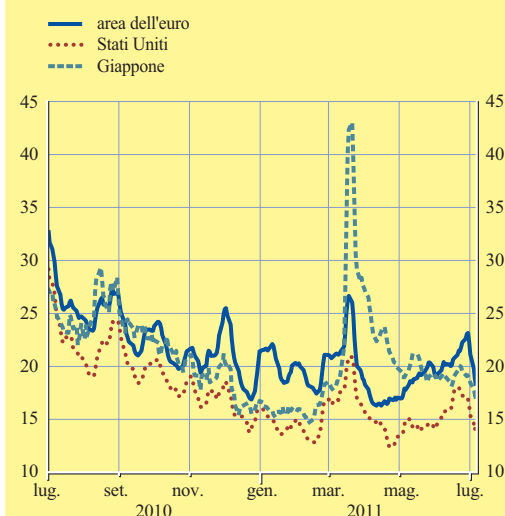
(indice: 1° luglio 2010 = 100; dati giornalieri)



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

Figura 21 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.

negli ultimi giorni di giugno e nei primi di luglio (cfr. figura 21). Tale andamento ha rispecchiato, in larga misura, le variazioni del clima di fiducia in merito alla crisi del debito sovrano.

Nel complesso, gli indici dei corsi azionari nell'area dell'euro sono diminuiti in tutti i settori durante gran parte del mese di giugno e hanno recuperato negli ultimi giorni del mese e all'inizio di luglio. In particolare, le quotazioni dei titoli finanziari dell'area dell'euro sono calate bruscamente all'acuirsi delle tensioni in alcuni mercati del debito sovrano dell'area dell'euro. Alla fine del periodo in rassegna, i prezzi di tali titoli, pur avendo evidenziato una ripresa, si sono collocati su un livello lievemente inferiore a quello osservato a fine maggio. Tra i settori che hanno riportato i migliori risultati si annoverano quelli dei beni di consumo, della sanità e dei materiali di base. I cali più significativi si sono verificati nei comparti dei servizi ai consumatori, dei servizi di pubblica utilità nonché delle telecomunicazioni. Negli Stati Uniti si sono osservati lievi incrementi dei corsi azionari nei settori dei servizi ai consumatori, dell'industria e dei servizi di pubblica utilità, mentre tra le azioni che hanno registrato risultati inferiori all'indice si annoverano quelle del comparto finanziario e delle telecomunicazioni.

3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, in giugno l'inflazione nell'area dell'euro misurata sullo IAPC è stata pari al 2,7 per cento, invariata rispetto a maggio. I tassi d'inflazione relativamente elevati registrati negli ultimi mesi sono in larga misura riconducibili ai maggiori prezzi dell'energia e delle materie prime. Resta indispensabile che l'aumento dell'inflazione armonizzata non si traduca in effetti di secondo impatto nel processo di formazione di salari e prezzi, dando luogo a spinte inflazionistiche generalizzate. Le aspettative di inflazione devono rimanere saldamente ancorate in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. I rischi per le prospettive a medio termine sull'evoluzione dei prezzi rimangono orientati verso l'alto.

3.1 I PREZZI AL CONSUMO

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è stata pari al 2,7 per cento in giugno, invariata rispetto a maggio (cfr. tavola 5). I dati del bollettino petrolifero settimanale della Commissione europea, che fornisce un'indicazione degli andamenti di circa metà della componente energetica dello IAPC, mostrano che in giugno i prezzi al consumo dei carburanti per il trasporto e dei combustibili per riscaldamento sono diminuiti leggermente rispetto al mese precedente, concorrendo così ad attenuare le pressioni inflazionistiche.

In maggio, l'ultimo mese per cui è disponibile una scomposizione ufficiale, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi dell'energia è diminuito all'11,1 per cento dal 12,5 di aprile, rispecchiando il calo rispetto al mese precedente dei prezzi delle voci legate al petrolio (combustibili liquidi e carburanti e lubrificanti per il trasporto di persone) e un lieve effetto base al ribasso.

Tra aprile e maggio il tasso di crescita sui dodici mesi dei beni alimentari non trasformati è aumentato nettamente dall'1,4 al 2,4 per cento, a causa di un effetto base al rialzo accompagnato da un rincaro mensile di tutte le voci ad eccezione della verdura.

Tavola 5 Andamenti dei prezzi

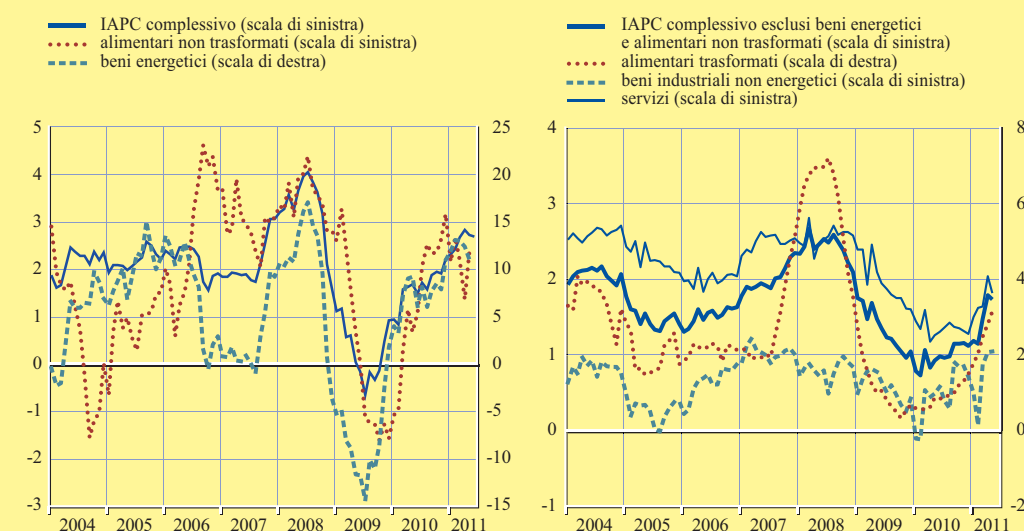
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2009	2010	2011 gen.	2011 feb.	2011 mar.	2011 apr.	2011 mag.	2011 giu.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	0,3	1,6	2,3	2,4	2,7	2,8	2,7	2,7
Beni energetici	-8,1	7,4	12,0	13,1	13,0	12,5	11,1	.
Alimentari non trasformati	0,2	1,3	2,2	2,7	2,2	1,4	2,4	.
Alimentari trasformati	1,1	0,9	1,8	2,0	2,5	2,8	3,2	.
Beni industriali non energetici	0,6	0,5	0,5	0,1	0,9	1,0	1,0	.
Servizi	2,0	1,4	1,5	1,6	1,6	2,0	1,8	.
Altri indicatori di prezzi								
Prezzi alla produzione nell'industria	-5,1	2,9	5,9	6,6	6,8	6,7	6,2	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	44,6	60,7	72,6	76,6	82,1	85,1	79,8	79,1
Prezzi delle materie prime non energetiche	-18,5	44,7	46,0	47,5	35,7	15,1	11,1	8,8

Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Reuters.
1) Il dato sullo IAPC di giugno 2011 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

Figura 22 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

In maggio il tasso di inflazione sui dodici mesi degli alimentari trasformati è aumentato ancora, al 3,2 per cento, portandosi al livello più elevato dal gennaio 2009 e riflettendo maggiori tassi di crescita sul periodo corrispondente di molte componenti. Nonostante tale incremento, sembrerebbe che sinora i recenti rincari delle materie prime alimentari siano stati trasmessi in misura incompleta ai prezzi al consumo. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi del tabacco è diminuito lievemente in maggio, per il secondo mese consecutivo.

Al netto delle componenti alimentare ed energetica, che costituiscono circa il 30 per cento del paniere dello IAPC, l'inflazione sui dodici mesi è calata leggermente all'1,5 per cento in maggio, dall'1,6 di aprile. Tuttavia questo aggregato, che comprende due principali componenti, i beni industriali non energetici e i servizi, è andato aumentando a tassi sul periodo corrispondente più elevati negli ultimi mesi rispetto alla seconda metà del 2010.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei beni industriali non energetici è rimasto stabile all'1,0 per cento in maggio, celando, tra l'altro, tassi di crescita più elevati dei prezzi di vestiario e calzature e minori aumenti dei prezzi di diverse altre voci. Nello stesso mese l'inflazione nei servizi ha registrato una diminuzione all'1,8 per cento dal 2,0 di aprile, riconducibile a minori tassi di crescita dei prezzi dei servizi ricreativi e personali, in particolare delle vacanze organizzate. Queste ultime avevano riportato tassi di crescita sul periodo corrispondente relativamente elevati il mese precedente, a causa dello sfasamento delle vacanze pasquali tra il 2010 e il 2011.

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

L'inflazione dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è diminuita al 6,2 per cento sui dodici mesi in maggio, dal 6,7 per cento di aprile. L'allentamento delle pressioni sui prezzi è principalmente ascrivibile agli andamenti dei settori dell'energia e dei beni intermedi, che

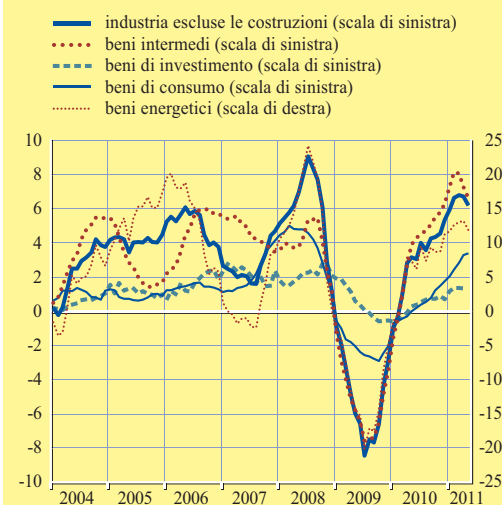
si trovano negli stadi iniziali della catena produttiva e sono più rapidamente influenzati dalla recente flessione dei prezzi delle materie prime (cfr. figura 23). L'inflazione misurata sull'indice dei prezzi alla produzione (IPP) al netto sia delle costruzioni sia dell'energia è calata al 4,2 per cento in maggio, dal 4,4 di aprile.

Agli stadi successivi della filiera produttiva, l'inflazione dei prezzi alla produzione nei settori dei beni di consumo ha registrato un ulteriore lieve aumento in maggio, dal 3,3 al 3,4 per cento, sospinto da lievi incrementi delle componenti sia alimentari che non alimentari. Il tasso di crescita sui dodici mesi della componente alimentare dell'IPP è salito dal 5,2 per cento di aprile al 5,4 per cento in maggio, rimanendo comunque al di sotto dei valori del 2008 e indicando una trasmissione ancora incompleta del rincaro delle materie prime alimentari ai prezzi alla produzione e al consumo. Il tasso di crescita della componente dei beni di consumo non alimentari dell'IPP è altresì aumentato ulteriormente, dall'1,1 all'1,3 per cento, raggiungendo l'ultimo massimo registrato nell'ottobre 2007. Il graduale andamento al rialzo dell'inflazione dei prezzi alla produzione nei settori dei beni di consumo negli ultimi mesi segnala perduranti pressioni all'origine sulle componenti di fondo dell'inflazione al consumo dal lato interno, mentre le pressioni esterne provenienti dai prezzi all'importazione hanno mostrato un progressivo calo dal dicembre 2010, in corrispondenza dell'apprezzamento dell'euro.

In prospettiva, la maggior parte degli indicatori di prezzo delle indagini, che anticipano gli andamenti dell'indice dei prezzi alla produzione, ha continuato a diminuire in giugno, seppur rimanendo al di sopra delle medie storiche (cfr. figura 24). Per quanto concerne l'indice dei responsabili degli acquisti, nel settore manifatturiero l'indice dei prezzi degli *input* ha registrato il secondo netto calo consecutivo, da 69,4 in maggio a 62,5 in giugno, mentre l'indice dei prezzi di vendita è sceso solo leggermente da 58,0 a 57,2. Nel settore dei servizi, l'indice dei prezzi di vendita è aumentato lievemente da 52,1 in maggio a 52,4 in giugno, mentre l'indice dei prezzi degli *input* è diminuito da 58,3 a 57,3.

Figura 23 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

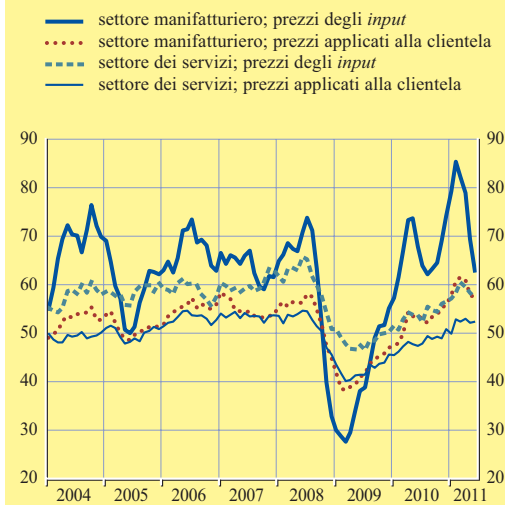
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 24 Indagini sui prezzi degli *input* e dell'*output*

(indici di diffusione; dati mensili)



Fonte: Markit.

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

Tavola 6 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2009	2010	2010 1° trim.	2010 2° trim.	2010 3° trim.	2010 4° trim.	2011 1° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,6	1,7	1,8	1,9	1,5	1,6	1,8
Costo orario complessivo del lavoro	2,8	1,5	1,9	1,6	1,0	1,5	2,6
Redditi per occupato	1,5	1,6	1,7	1,9	1,4	1,4	1,9
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	-2,3	2,2	2,2	2,6	2,1	1,7	2,1
Costo del lavoro per unità di prodotto	3,9	-0,6	-0,5	-0,7	-0,7	-0,3	-0,2

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Nel complesso, il rallentamento del tasso di crescita complessivo sui dodici mesi dei prezzi alla produzione riflette una lieve moderazione dei prezzi delle materie prime. Tuttavia, gli ultimi dati relativi ai prezzi alla produzione continuano a suggerire perduranti pressioni all'origine.

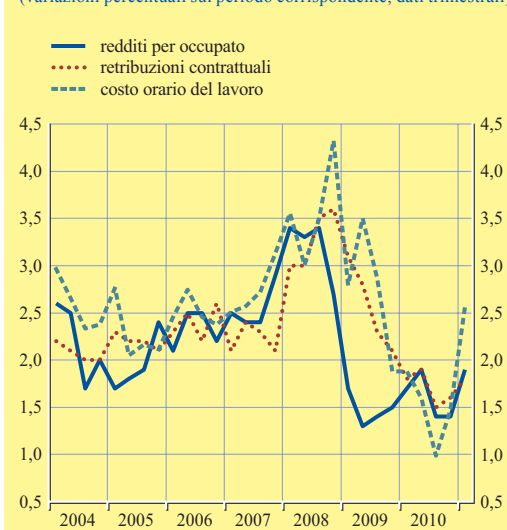
3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

In linea con i miglioramenti in atto delle condizioni del mercato del lavoro, gli indicatori del costo del lavoro sono leggermente aumentati nel primo trimestre del 2011. Le informazioni preliminari sulle retribuzioni contrattuali di aprile suggeriscono che il profilo di crescita salariale in aumento ma su livelli ancora moderati è per lo più proseguito nel 2011. Gli aumenti salariali nel 2010, e in larga misura anche nel 2011, sono stati concordati prima della brusca salita dell'inflazione generale misurata sullo IAPC fino agli inizi del 2011, innescata dai netti rincari dei prezzi delle materie prime.

Nel primo trimestre del 2011 le retribuzioni contrattuali dell'area dell'euro sono cresciute a un tasso dell'1,8 per cento sul periodo corrispondente, dopo l'1,6 del quarto trimestre del 2010 (cfr. tavola 6 e figura 25). Il tasso di crescita sul periodo corrispondente del costo orario del lavoro è salito nettamente al 2,6 per cento nel primo trimestre del 2011, da un tasso di crescita rivisto al ribasso dell'1,5 per cento nell'ultimo trimestre del 2010. L'aumento ha riguardato sostanzialmente tutti i settori (cfr. figura 26). A livello di singole economie, la dinamica dei costi orari del lavoro è aumentata nella maggior parte dei paesi ma si è attenuata in alcuni di essi, mentre in Irlanda e Grecia sono stati registrati ulteriori cali sui dodici mesi. All'interno del costo orario complessivo del lavoro, la componente non salariale ha continuato ad aumentare a un ritmo più elevato rispetto a quella salariale.

Figura 25 Indicatori del costo del lavoro

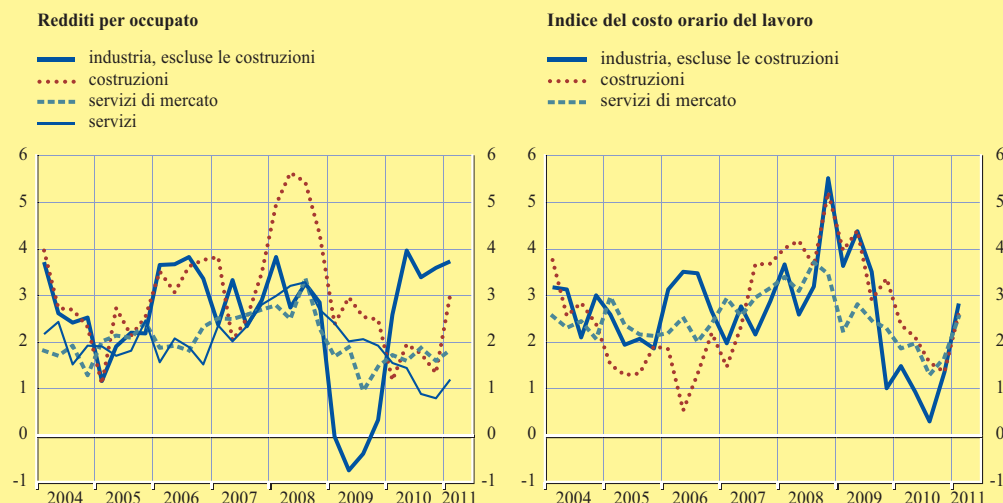
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 26 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Il tasso di crescita sui dodici mesi della produttività del lavoro per occupato è aumentato al 2,1 per cento nel primo trimestre del 2011, dall'1,7 del quarto trimestre del 2010. Poiché tale dinamica ha superato quella dei redditi per addetto (1,9 per cento nel primo trimestre del 2011 dopo l'1,4 del quarto trimestre del 2010), la variazione tendenziale del costo del lavoro per unità di prodotto è risultata negativa (-0,2 per cento), seppur in misura minore rispetto al quarto trimestre (-0,3 per cento).

3.4 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

In prospettiva, i tassi di inflazione dovrebbero rimanere nettamente al di sopra del 2 per cento nei prossimi mesi. Le pressioni al rialzo sull'inflazione, derivanti principalmente dai prezzi dei beni energetici e delle materie prime, sono ancora ravvisabili nelle prime fasi del processo produttivo. Resta indispensabile che l'aumento dell'inflazione armonizzata non si traduca in effetti di secondo impatto nel processo di formazione di salari e prezzi, dando luogo a spinte inflazionistiche generalizzate. Le aspettative di inflazione devono rimanere saldamente ancorate in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo.

I rischi per le prospettive a medio termine sull'evoluzione dei prezzi rimangono orientati verso l'alto. Sono connessi, in particolare, ad aumenti dei prezzi dell'energia superiori al previsto. Vi è inoltre il rischio di incrementi delle imposte indirette e dei prezzi amministrati superiori alle ipotesi correnti, data l'esigenza di risanare i conti pubblici nei prossimi anni. Infine, rischi al rialzo potrebbero provenire da pressioni interne sui prezzi più accentuate rispetto alle attese nel contesto di un crescente grado di utilizzo della capacità produttiva nell'area dell'euro.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

Nel primo trimestre del 2011 l'area dell'euro ha registrato una crescita sostenuta del PIL in termini reali, pari allo 0,8 per cento sul periodo precedente, dopo un rialzo dello 0,3 nell'ultimo trimestre del 2010. Le recenti pubblicazioni statistiche e gli indicatori desunti dalle indagini segnalano che nel secondo trimestre l'attività economica avrebbe continuato a espandersi, benché a un ritmo più contenuto. Questo rallentamento rispecchia il fatto che la vigorosa crescita del primo trimestre è in parte dovuta a fattori straordinari.

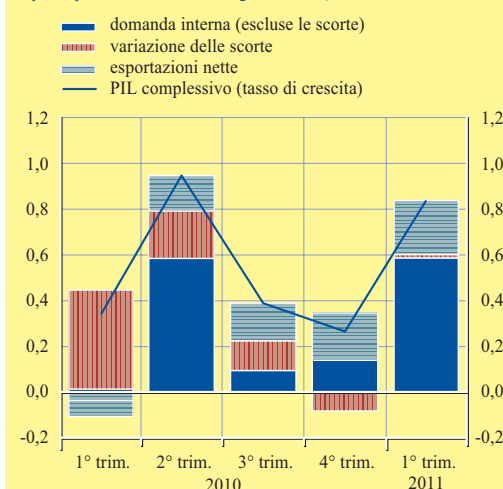
Permane la dinamica di fondo positiva dell'attività economica nell'area dell'euro. La perdurante espansione dell'economia mondiale dovrebbe favorire le esportazioni dell'area. Nel contempo, tenuto conto dell'andamento positivo del clima di fiducia delle imprese, la domanda interna del settore privato dovrebbe concorrere alla crescita. Ci si attende tuttavia che l'attività continui a essere frenata in certa misura dal processo di correzione dei bilanci in vari settori. I rischi per queste prospettive economiche restano sostanzialmente bilanciati, in un contesto di elevata incertezza.

4.1 LE COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

Nel primo trimestre del 2011 il PIL dell'area dell'euro è cresciuto in termini reali dello 0,8 per cento sul periodo precedente (cfr. figura 27). Il tasso di crescita medio dal secondo trimestre del 2009, quando ha toccato il minimo più recente, è stato a dello 0,5 per cento, lievemente al di sopra dell'incremento medio dal 1995¹⁾. Nonostante questo andamento positivo, il livello del prodotto nel primo trimestre è rimasto al di sotto del massimo raggiunto nel primo trimestre del 2008.

Figura 27 Crescita del PIL in termini reali e contributi

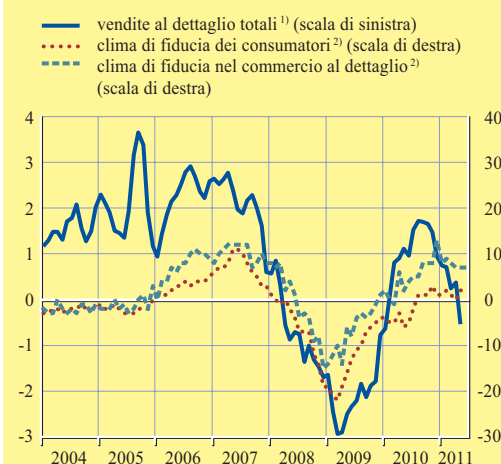
(tasso di crescita sul trimestre precedente e contributi trimestrali in punti percentuali; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 28 Vendite al dettaglio e clima di fiducia nei settori del commercio al dettaglio e delle famiglie

(dati mensili)



Fonti: indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese ed Eurostat.

1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente; medie mobili centrate su tre mesi; dati corretti per il numero di giornate lavorative al netto dei carburanti.

2) Saldi percentuali; dati destagionalizzati e al netto della media.

1) I conti nazionali trimestrali dell'area dell'euro pubblicati dall'Eurostat sono disponibili solo dal primo trimestre del 1995.

Nel primo trimestre i consumi privati sono aumentati dello 0,2 per cento sul periodo precedente, dopo aver segnato un incremento dello 0,3 per cento nell'ultimo trimestre del 2010. Anche se i consumi hanno mostrato tassi di crescita congiunturali positivi per sei trimestri consecutivi, il loro ritmo di espansione è stato particolarmente debole.

Riguardo al secondo trimestre del 2011, le informazioni sui consumi privati segnalano il protrarsi di questa tendenza moderata della spesa. Le vendite al dettaglio, che nei primi tre mesi dell'anno hanno segnato una flessione trimestrale dello 0,2 per cento, sono calate ulteriormente dell'1,1 per cento in maggio. I dati sulle indagini nel settore al dettaglio, disponibili fino a tutto il mese di giugno, sono anche in linea con una crescita più contenuta delle vendite nel secondo trimestre del 2011 (cfr. figura 28). Contestualmente, le immatricolazioni di nuove autovetture sono diminuite in maggio (0,4 per cento sul mese precedente) per il terzo mese consecutivo. Secondo l'indagine presso i consumatori condotta dalla Commissione europea, gli indicatori della fiducia e delle attese sugli acquisti rilevanti sono rimasti sostanzialmente stabili nel secondo trimestre dell'anno. Quest'ultimo si è attestato su livelli bassi, segnalando una perdurante cautela dei consumatori all'acquisto di tali beni (cfr. riquadro 4).

Riquadro 4

SPESA DELLE FAMIGLIE, FIDUCIA DEI CONSUMATORI E BENI DI CONSUMO DUREVOLI

La spesa delle famiglie nell'area dell'euro ha evidenziato un costante incremento dalla fine della recessione nel 2009. Tuttavia, la velocità della ripresa dei consumi privati è stata relativamente moderata in termini storici e l'aumento dei consumi è stato più debole della crescita economica complessiva. Mentre l'espansione del PIL dell'area dell'euro sul trimestre precedente si è collocato in media allo 0,5 per cento da quando la ripresa ha avuto inizio nel terzo trimestre del 2009, l'incremento dei consumi è stato in media solo dello 0,2 per cento¹⁾. Per contro, l'indagine della Commissione europea presso i consumatori ha segnalato un maggiore aumento negli ultimi 18 mesi, con un indicatore del clima di fiducia dei consumatori attualmente superiore alla media storica. Il presente riquadro analizza più da vicino le indicazioni sull'evoluzione dei consumi ricavate dall'indagine della Commissione.

L'indagine della Commissione europea presso i consumatori pone ai partecipanti domande sulle loro condizioni personali e sulle loro opinioni circa le prospettive economiche in generale. L'indicatore del clima di fiducia complessivo dei consumatori sintetizza le risposte a quattro domande circa i pareri delle famiglie sulla situazione economica generale, sull'andamento della disoccupazione, sulla loro situazione finanziaria personale e sulle loro intenzioni relative al risparmio²⁾. In passato questo indicatore era strettamente connesso alla dinamica aggregata dei consumi nell'area dell'euro, pur mostrando la tendenza a seguire più da vicino le fluttuazioni cicliche dei consumi (come la crescita sul periodo corrispondente) piuttosto che l'evoluzione a breve termine (quale l'incremento sul trimestre precedente). La serie ottenuta da un'altra domanda dell'indagine non utilizzata per elaborare l'indicatore, con la quale si chiede ai consumatori se intendono effettuare un acquisto di maggiore entità nel breve periodo, ha mostrato però una correlazione lievemente maggiore con gli andamenti dei consumi privati rispetto all'indicatore

1) Cfr. il riquadro *L'attuale ripresa dell'area dell'euro per componenti di spesa in una prospettiva storica* nel numero di febbraio 2011 di questo Bollettino.

2) Per maggiori dettagli sull'indagine della Commissione europea presso i consumatori, cfr. il riquadro *L'indice del clima di fiducia dei consumatori nell'area dell'euro: elaborazione, utilità e andamenti recenti* nel numero di marzo 2010 di questo Bollettino.

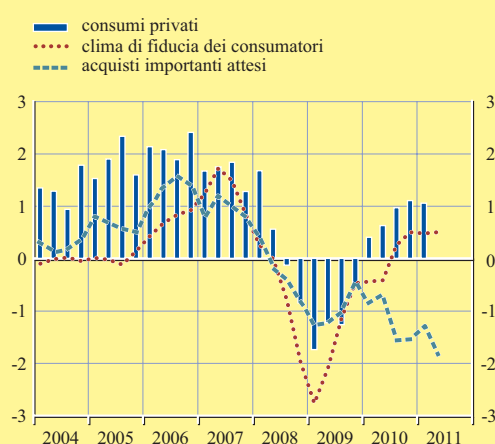
del clima di fiducia dei consumatori o a una delle sue componenti ³⁾. In passato anche questa serie ha seguito piuttosto da vicino l'andamento dell'indicatore del clima di fiducia complessivo dei consumatori. Più di recente, tuttavia, queste variabili hanno mostrato andamenti divergenti: mentre il clima di fiducia complessivo dei consumatori ha segnalato il protrarsi dell'espansione ciclica della crescita dei consumi, la serie relativa alle intenzioni delle famiglie di effettuare acquisti di maggiore entità ha iniziato nuovamente a diminuire agli inizi del 2010 (cfr. figura A).

Il differenziale tra le due serie sarebbe connesso agli andamenti divergenti del consumo di beni durevoli e non durevoli da parte delle famiglie dell'area dell'euro ⁴⁾. Come mostra la figura B, l'aumento dei consumi nel corso del 2010 è imputabile per la maggior parte agli acquisti di beni non durevoli e di servizi da parte delle famiglie. Il contributo dei beni durevoli è stato sostanzialmente nullo, poiché i consumi di tali beni escluse le autovetture sono stati compensati da un brusco calo degli acquisti di queste ultime dopo la conclusione dei programmi statali di incentivo all'acquisto di nuovi veicoli. Le serie dell'indagine riflettono tali dinamiche: mentre il clima di fiducia dei consumatori si è modificato in linea con i consumi aggregati, la serie relativa agli acquisti rilevanti ha seguito abbastanza da vicino la recente evoluzione dei consumi di beni durevoli, rimasta moderata durante il 2010.

Una possibile spiegazione per l'attuale debolezza dei consumi di beni durevoli è che essa riflette un aggiustamento dopo un accumulo di questi beni nel periodo precedente alla crisi. Prima della recessione le famiglie avevano aumentato gli acquisti di beni durevoli e ne avevano accumulato uno stock. Con l'inizio della recessione e il peggioramento delle prospettive per l'occupazione, i

Figura A Consumi privati dell'area dell'euro: risultati delle indagini

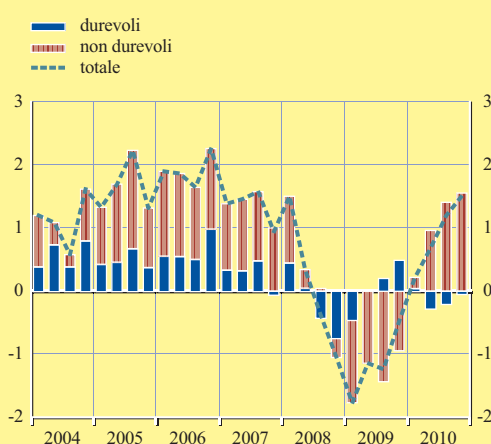
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; deviazioni standard dalle medie delle serie)



Fonti: Commissione europea ed Eurostat.

Figura B Scomposizione dei consumi privati dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

3) La domanda è così formulata: "Rispetto agli ultimi dodici mesi, nei dodici mesi a venire prevede di spendere un importo superiore o inferiore in acquisti rilevanti (mobili, apparecchiature elettriche/elettroniche)?".

4) L'Eurostat non pubblica una scomposizione dei consumi privati dell'area dell'euro in consumi di beni durevoli e non durevoli. Nel presente riquadro gli aggregati dell'area dell'euro sono stati approssimati utilizzando i dati nazionali disponibili riguardanti approssimativamente l'80 per cento dell'area dell'euro. Cfr. il riquadro *La spesa delle famiglie per l'acquisto di beni durevoli durante l'ultima recessione* nel numero di luglio 2010 di questo Bollettino.

redditi e la ricchezza, le famiglie potrebbero aver adottato un atteggiamento di maggiore cautela nel decidere se acquistare altri beni durevoli. La spesa delle famiglie per l'acquisto di tali beni è rapidamente diminuita durante la recessione, benché l'adeguamento sia stato interrotto in quanto i governi di alcuni paesi dell'area dell'euro hanno introdotto incentivi per incoraggiare i consumatori ad acquistare autovetture. Con il graduale rientro di tali programmi nel corso del 2010, i consumi di beni durevoli da parte delle famiglie sono però ritornati negativi.

Un altro possibile fattore è che l'elevato livello di disoccupazione e la perdurante incertezza economica potrebbero aver reso i consumatori più restii a effettuare acquisti di maggiore entità oppure ad accrescere la spesa una volta avviata la ripresa. Per loro natura, i beni durevoli tendono a essere più costosi e possono essere usati ripetutamente, prestando ai consumatori un flusso di servizi nell'arco di vari anni. Ciò fa sì che abbiano alcuni attributi in comune con le attività. Pertanto, la decisione di acquistare beni durevoli richiede una certa fiducia da parte delle famiglie nell'evoluzione economica attesa. Date le prospettive di una crescita del reddito disponibile reale relativamente contenuta (sulla scorta dei modesti miglioramenti nei mercati del lavoro, del riequilibrio dei conti pubblici e dell'aumento dei prezzi delle materie prime) e l'incertezza ancora elevata, le famiglie potrebbero essere rimaste prudenti nell'impegnarsi in spese ingenti durante le fasi iniziali della ripresa.

In sintesi, l'indagine della Commissione europea presso i consumatori aiuta a far luce sui recenti andamenti della spesa delle famiglie dell'area dell'euro. Sebbene l'indicatore del clima di fiducia complessivo abbia registrato un graduale miglioramento dall'inizio della ripresa, la crescita dei consumi privati è stata relativamente modesta nell'area dell'euro, riflettendo in parte la protratta riluttanza dei consumatori a impegnarsi in spese ingenti, come rileva l'indagine della Commissione europea. Ciò potrebbe indicare una persistente incertezza che condiziona le decisioni di spesa delle famiglie, con probabili ripercussioni sui consumi dell'area dell'euro nel breve termine.

Nel primo trimestre del 2011 la crescita degli investimenti fissi lordi ha registrato un forte rialzo, 1,9 per cento sul trimestre precedente, dopo essere rimasta negativa nella seconda metà del 2010. Questo è il primo tasso di crescita positivo degli investimenti totali dai primi tre mesi del 2008, a eccezione di un temporaneo incremento nel secondo trimestre del 2010. Per quanto riguarda la scomposizione degli investimenti nel primo trimestre, sono aumentati sia quelli in beni diversi dalle costruzioni sia quelli nelle costruzioni, questi ultimi in parte per effetto di una correzione dopo l'eccezionale rigidità delle condizioni meteorologiche in dicembre. Gli indicatori disponibili segnalano che la crescita degli investimenti nell'area dell'euro si sarebbe protratta nel secondo trimestre del 2011, benché a un ritmo più contenuto. In misura più rilevante, la moderazione degli investimenti a seguito della recessione, unitamente alla crescita della produzione nel settore industriale, ha portato a livelli storicamente bassi il rapporto investimenti/PIL nell'area dell'euro (per informazioni più dettagliate cfr. il riquadro 5).

La produzione industriale di beni d'investimento, un indicatore degli investimenti futuri diversi dalle costruzioni, è cresciuta dello 0,7 per cento in aprile, collocandosi a un livello di circa l'1,0 per cento superiore rispetto a quello del primo trimestre. I dati delle indagini sul settore industriale per beni diversi dalle costruzioni (sia l'indice dei responsabili degli acquisti sia l'indicatore del clima di fiducia nell'industria della Commissione europea) indicano per il secondo trimestre un tasso di crescita positivo sebbene in rallentamento. Inoltre, secondo le indagini della Commissione europea il grado di utilizzo della capacità produttiva è andato aumentando dalla metà del 2009 e in aprile si è situato su un livello lievemente inferiore alla sua media di lungo periodo.

Riquadro 5

I TASSI DI INVESTIMENTO NELL'AREA DELL'EURO

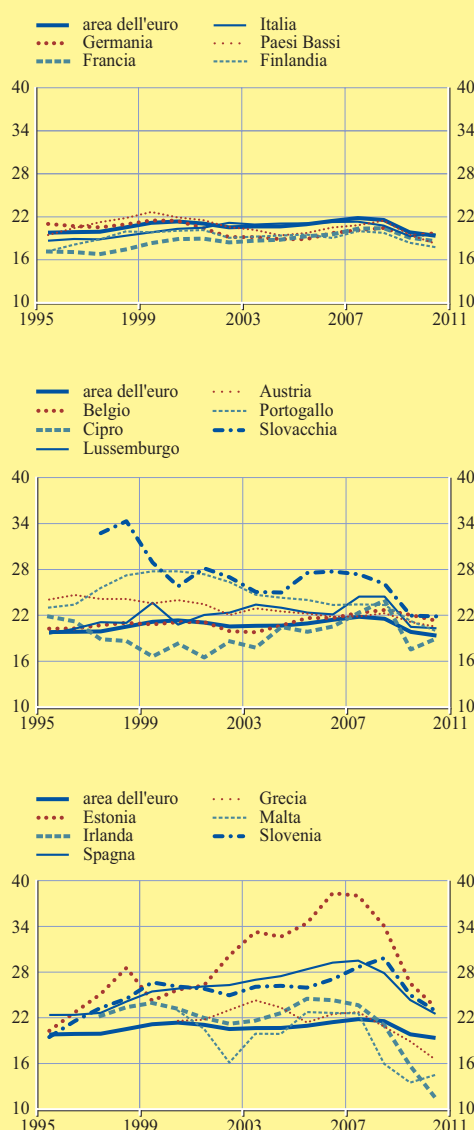
Gli investimenti sono una componente importante della domanda aggregata, pari a circa un quinto del PIL reale dell'area dell'euro. Inoltre hanno un impatto sull'offerta futura, in quanto accrescono lo stock di capitale. Un dato rapporto tra investimenti e PIL reale può rappresentare scelte fondate di allocazione intertemporale delle risorse, ma in alcuni casi potrebbe segnalare anche un accumulo di squilibri se, ad esempio, gli investimenti sono eccessivamente sbilanciati verso attività che non generano reddito. Di norma, i fattori che determinano il tasso di investimento comprendono la crescita in termini reali del PIL, il tasso di deprezzamento del capitale, i tassi di interesse reali, il costo del capitale e di altri fattori produttivi e la redditività attesa¹⁾. Recentemente la teoria degli investimenti ha preso in considerazione anche le imperfezioni del mercato. Questo riquadro presenta alcuni fatti stilizzati circa i tassi di investimento nell'area dell'euro rispetto agli investimenti totali e settoriali.

Il tasso di investimento nell'area dell'euro

Il rapporto tra il totale degli investimenti in termini reali e il PIL reale nell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente stabile dal 1995 (cfr. figura A), dal momento che sia il PIL sia gli investimenti complessivi sono cresciuti poco meno del 2 per cento in ragione d'anno. Dato che la volatilità di breve termine degli investimenti è più marcata rispetto a quella del PIL, il tasso di investimenti mostra un andamento prociclico nell'arco del ciclo economico. Nel 2010 il rapporto investimenti/PIL nell'area dell'euro ha raggiunto il 19,4 per cento, il livello più basso dall'inizio della serie nel 1995²⁾.

Figura A Rapporto investimenti totali/PIL

(in percentuale del PIL in termini reali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni BCE.

- 1) Questi fattori spiegano gli investimenti privati, che costituiscono circa il 90 per cento degli investimenti complessivi nell'area dell'euro. Cfr. ad esempio, Chirinko, R. (1993), "Business Fixed Investment Spending: Modeling Strategies, Empirical Results, and Policy Implications", *Journal of Economic Literature*, vol. 31(4), pp. 1875-1911.
- 2) Il livello del tasso dipende, fra l'altro, dall'anno di riferimento della serie del deflatore utilizzato per la deflazione dei dati sottostanti del PIL e degli investimenti. L'anno di riferimento della serie del deflatore è il 2000.

La relativa stabilità del rapporto tra investimenti totali e PIL nell'area dell'euro negli ultimi 15 anni cela ampie differenze tra i vari paesi dell'area. Nonostante la crescente convergenza degli andamenti congiunturali in diversi paesi, i livelli dei tassi di investimento e l'ampiezza delle oscillazioni sono sostanzialmente diversi nelle varie economie dell'area (cfr. figura A).

I tassi di investimento sono rimasti relativamente invariati in diversi paesi dell'area, ma sono aumentati sensibilmente in Spagna ed Estonia (e in una certa misura a Cipro e in Slovenia) nel decennio precedente la crisi finanziaria del 2008. La forte crescita degli investimenti in questi paesi potrebbe riflettere in parte processi di convergenza per cui queste economie, caratterizzate da un reddito pro capite relativamente basso, hanno beneficiato di ampi afflussi di investimenti diretti esteri.

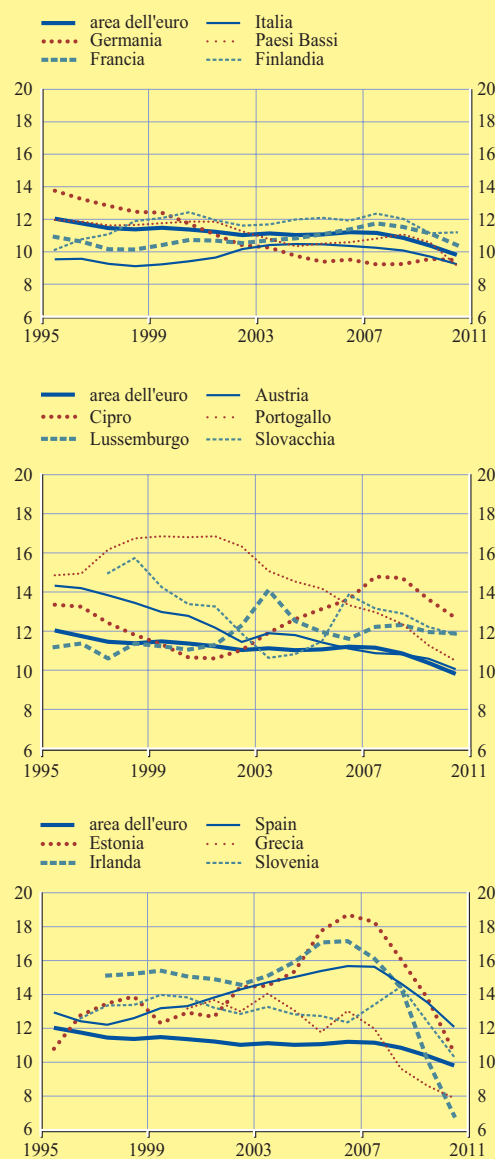
Durante le fasi di rallentamento ciclico, e particolarmente nell'ultima recessione, la maggioranza dei paesi ha registrato un calo dei tassi di investimento, dal momento che la domanda complessiva è diminuita, il costo del capitale è aumentato e la redditività si è contratta. Nel 2010 il rapporto tra investimenti e PIL, sia per l'area dell'euro nel suo insieme che per gran parte dei paesi membri, è sceso ai livelli minimi dall'inizio della serie nel 1995. In particolare, in Estonia e Irlanda, ma anche a Malta, in Spagna, Slovenia, Grecia, Slovacchia e a Cipro, le correzioni al ribasso sono state considerevoli, pari ad almeno 5 punti percentuali rispetto ai precedenti massimi.

Andamenti settoriali dei tassi di investimento

I due settori principali che forniscono beni di investimento sono il comparto delle costruzioni e quello delle attrezzature e dei macchinari. Nel 2010 le costruzioni hanno concorso per circa il 50 per cento agli investimenti complessivi dell'area dell'euro e le attrezzature e i macchinari per circa il 30 per cento³⁾. Negli ultimi 15 anni la quota di investimenti totali in costruzioni

Figura B Rapporto investimenti in costruzioni/PIL

(in percentuale del PIL in termini reali)



Fonte: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: dati non disponibili per Belgio e Malta.

3) La quota rimanente degli investimenti è costituita da mezzi di trasporto (intorno al 10 per cento), altri prodotti e agricoltura (che complessivamente rappresentano intorno al 10 per cento).

è diminuita, mentre quella in attrezzature e macchinari è aumentata lievemente.

Nello stesso periodo diversi paesi dell'area hanno registrato forti variazioni del rapporto tra investimenti in costruzioni e PIL (cfr. figura B), che spiegano gran parte del profilo dell'andamento dei tassi di investimento. In Germania e Portogallo, ad esempio, il tasso di investimenti in costruzioni è aumentato a metà e alla fine degli anni novanta, mentre nel decennio successivo è diminuito progressivamente. A Cipro, in Irlanda, Spagna ed Estonia il tasso ha registrato forti aumenti, ascrivibili all'espansione edilizia, nel decennio precedente la crisi del 2008.

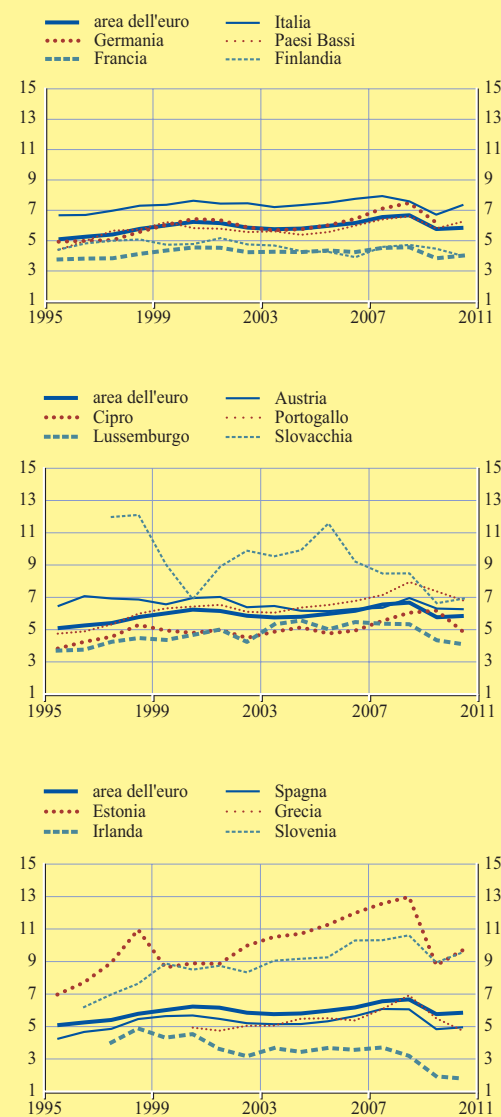
Durante la recessione gli investimenti in costruzioni sono diminuiti in tutti i paesi dell'area, in particolare a Cipro, in Irlanda, Spagna, Grecia, Estonia e Slovacchia. Alcuni paesi (Cipro e Slovacchia), tra quelli dove prima della crisi l'andamento del settore delle costruzioni era stato vigoroso e, in alcuni casi, parzialmente insostenibile, registrano ancora tassi relativamente elevati, mentre altri (Grecia, Irlanda, Spagna, Estonia e Slovenia) hanno visto i rispettivi tassi scendere nel 2010 a livelli prossimi, o inferiori, a quelli precedenti il boom.

Nel periodo antecedente la crisi finanziaria il rapporto tra il tasso di investimento in prodotti in metallo e macchinari e il PIL è rimasto invariato o ha mostrato una lieve tendenza al rialzo in gran parte dei paesi dell'area (cfr. figura C). In Estonia, Slovenia e Slovacchia il tasso è aumentato in misura più sostenuta. Tale andamento potrebbe essere dovuto ai consistenti afflussi di capitali investiti nei rispettivi stock di capitale, alla luce delle aspettative di un incremento particolarmente elevato della produttività durante la transizione in vista dell'adesione all'Unione europea e all'area dell'euro. Pur essendo diminuiti abbastanza nettamente durante la crisi, i livelli di investimento in questi paesi sono rimasti comunque relativamente elevati. In generale, gli investimenti in prodotti in metallo e macchinari negli altri paesi dell'area e nell'area complessivamente hanno registrato una correzione al ribasso più contenuta durante la crisi.

In prospettiva, il livello contenuto del rapporto investimenti/PIL nell'area dell'euro e in diversi paesi membri nel 2010, oltre agli indicatori di breve periodo che segnalano un incremento del grado di utilizzo della capacità produttiva, la crescente produzione di beni di investimento e del-

Figura C Rapporto investimenti/PIL nel settore dei prodotti in metallo e macchinari

(dati giornalieri)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: dati non disponibili per Belgio e Malta

le costruzioni e l'aumento dei nuovi ordini per i beni d'investimento, suggeriscono la possibilità di una crescita più sostenuta degli investimenti ⁴⁾. Gli investimenti in costruzioni potrebbero risentire ancora dei processi di aggiustamento in atto in alcuni paesi, mentre gli investimenti non residenziali dovrebbero recuperare terreno anticipatamente e con maggior forza.

4) Per ulteriori informazioni sulle prospettive per gli investimenti, cfr. il riquadro *Prospettive per gli investimenti nell'area dell'euro: valutazione basata sui risultati delle indagini e sui dati relativi all'utilizzo della capacità produttiva* nel numero di febbraio 2011 di questo Bollettino e il riquadro *La ripresa dell'utilizzo della capacità produttiva nell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2010 di questo Bollettino.

In aprile la produzione nel settore edile è aumentata dell'1,0 per cento sul mese precedente, collocandosi a un livello superiore dello 0,7 per cento rispetto a quello medio nel primo trimestre. Nel contempo, l'indicatore del clima di fiducia nelle costruzioni pubblicato dalla Commissione europea ha mostrato un lieve miglioramento tra il primo e il secondo trimestre del 2011, pur restando al di sotto della sua media di lungo periodo. Nello stesso periodo, il PMI per le costruzioni nell'area dell'euro si è situato in media lievemente al di sopra di 50 in aprile e maggio, indicando una crescita positiva, benché molto contenuta.

Passando ai flussi commerciali, sia le importazioni che le esportazioni hanno continuato ad aumentare all'inizio del secondo trimestre del 2011. In aprile i volumi dell'interscambio di beni con l'esterno dell'area sono aumentati a un ritmo inferiore, mentre l'interscambio di servizi ha subito una contrazione (sui tre mesi precedenti), rispetto al primo trimestre del 2011. I dati e le indagini recenti suggeriscono che gli scambi commerciali dell'area dell'euro sarebbero aumentati nel secondo trimestre del 2011. Tuttavia, poiché l'economia mondiale ha mostrato segnali di rallentamento nel secondo trimestre dell'anno, nel prossimo futuro la crescita delle esportazioni dell'area potrebbe attenuarsi. Pur rimanendo al di sopra della soglia di espansione/contrazione di 50, l'indicatore PMI per i nuovi ordini esteri ricevuti dal settore manifatturiero, disponibile fino a giugno 2011, è in calo dal febbraio di quest'anno, a indicare una flessione delle esportazioni dell'area nel breve periodo.

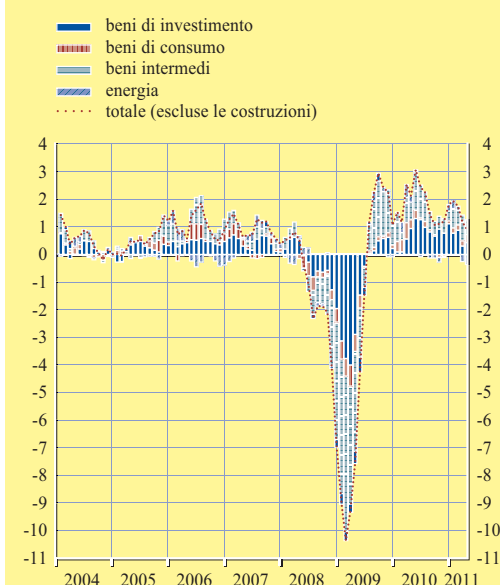
4.2 ANDAMENTO DEL PRODOTTO, DELL'OFFERTA E DEL MERCATO DEL LAVORO

Nel primo trimestre del 2011 il valore aggiunto in termini reali è aumentato dello 0,8 per cento sul periodo precedente. L'attività è cresciuta dell'1,8 per cento nel settore industriale (al netto delle costruzioni) e dello 0,4 nei servizi. Allo stesso tempo, il valore aggiunto nelle costruzioni è risalito, collocandosi al 2,8 per cento.

Quanto all'andamento nel secondo trimestre del 2011, in aprile la produzione industriale (al netto delle costruzioni) è aumentata dello 0,4 per cento sul mese precedente, dopo essersi mantenuta stabile in marzo. La produzione è aumentata in aprile in tutte le principali categorie di prodotti (al netto dei beni energetici). Nello stesso mese il tasso di variazione sui tre mesi precedenti della produzione complessiva ha seguito a calare, raggiungendo lo 0,9 per cento rispetto all'1,2 nel primo trimestre dell'anno. Contestualmente, i nuovi ordini industriali (al netto dei mezzi di trasporto pesante) sono diminuiti in aprile dello 0,4 per cento sul mese precedente. Anche il tasso di variazione sui tre mesi precedenti dei nuovi ordini è sceso ulteriormente all'1,8 per cento, ancora più che doppio rispetto al suo livello medio sul lungo periodo (0,8 per cento). Questi andamenti, insieme agli indicatori delle indagini, confermano che l'espansione della produzione industriale si è protratta, pur rallentando, nel secondo trimestre. In giugno l'indice

Figura 29 Crescita della produzione industriale e contributi

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

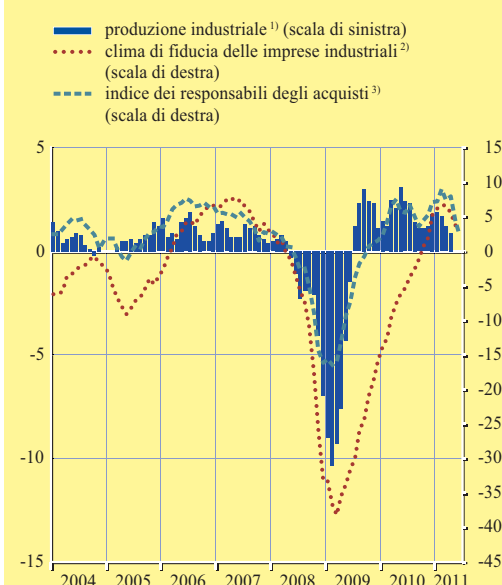


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

Figura 30 Produzione industriale, clima di fiducia delle imprese industriali e indice dei responsabili degli acquisti

(dati mensili destagionalizzati)



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

Note: tutte le serie si riferiscono al settore manifatturiero.

1) Variazioni percentuali sui tre mesi precedenti.

2) Saldi percentuali.

3) Purchasing Managers' Index; scostamenti dal valore 50.

PMI per il settore manifatturiero è diminuito, collocandosi a 56,0 nella media del secondo trimestre, rispetto a 59,7 nel primo trimestre (cfr. figura 30). Un quadro simile emerge dal settore dei servizi. Sempre in giugno, il PMI per l'attività economica è sceso, collocandosi a 55,5 nella media del secondo trimestre, 1,1 punti in meno rispetto al periodo precedente. Altre indagini congiunturali presso le imprese, come quelle condotte dalla Commissione europea, sono sostanzialmente in linea con l'andamento del PMI.

MERCATO DEL LAVORO

Le condizioni dei mercati del lavoro nell'area dell'euro stanno gradualmente migliorando. Nel primo trimestre del 2011 l'occupazione è cresciuta dello 0,1 per cento sul periodo precedente, dopo l'aumento dello 0,2 per cento registrato nell'ultimo trimestre del 2010 (cfr. tavola 7). Al tempo stesso, nel primo trimestre le ore lavorate sono aumentate dello 0,3 per cento. Il divario tra la dinamica delle ore lavorate e quella dell'occupazione è in linea con la ripresa dei mercati del lavoro, una evoluzione simmetrica rispetto a quella osservata durante il rallentamento congiunturale, quando la diminuzione delle ore lavorate è stata alimentata in gran parte da una riduzione delle ore di lavoro pro capite più che del numero di occupati.

A livello settoriale, l'andamento recente è riconducibile alla crescita tendenziale dell'occupazione nell'industria al netto delle costruzioni (0,3 per cento) e nel settore dei servizi finanziari e alle imprese (0,9 per cento), che ha compensato i cali occupazionali nelle costruzioni (-0,8 per cento), nell'agricoltura (-1,6 per cento) e nel settore pubblico (-0,1 per cento).

Tavola 7 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

	Persone					Ore				
	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali			Variazioni annuali		Variazioni trimestrali		
	2009	2010	2010 3° trim.	2010 4° trim.	2011 1° trim.	2009	2010	2010 3° trim.	2010 4° trim.	2011 1° trim.
Totale economia	-1,9	-0,5	0,0	0,2	0,1	-3,5	0,4	0,1	0,0	0,3
di cui:										
Agricoltura e pesca	-2,4	-0,6	0,3	0,4	-1,6	-2,3	-1,2	-0,1	0,0	-0,5
Industria	-5,7	-3,3	-0,4	-0,2	0,0	-9,0	-1,3	0,2	-0,5	0,6
Escluse le costruzioni	-5,2	-3,1	-0,2	0,1	0,3	-9,2	-0,3	0,8	0,1	0,7
Costruzioni	-6,7	-3,7	-1,0	-0,9	-0,8	-8,6	-3,3	-0,9	-1,7	0,5
Servizi	-0,5	0,5	0,1	0,3	0,2	-1,6	1,0	0,1	0,2	0,3
Commercio e trasporti	-1,8	-0,6	0,0	0,3	0,1	-3,0	0,3	-0,1	0,0	0,0
Finanziari e alle imprese	-2,2	1,0	0,2	0,3	0,9	-3,5	1,7	0,3	0,5	1,1
Amministrazione pubblica ¹⁾	1,4	1,1	0,1	0,2	-0,1	1,0	1,4	0,1	0,1	0,1

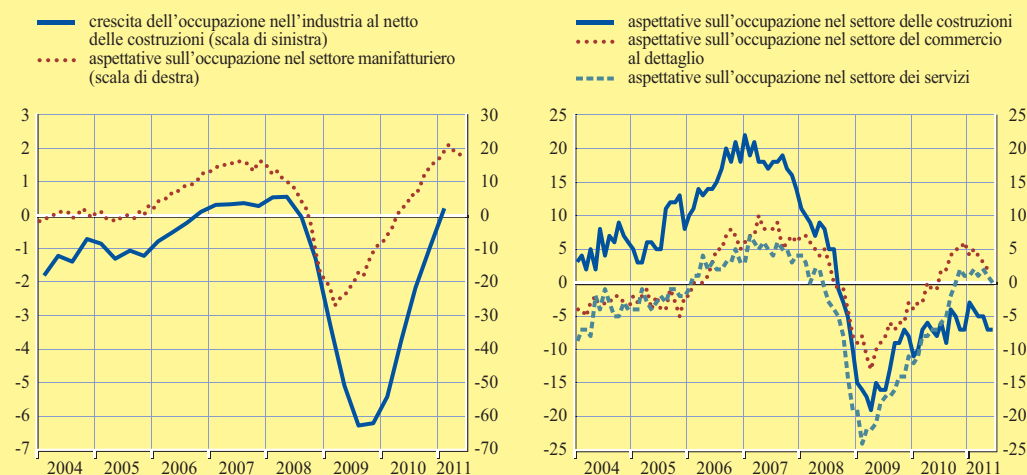
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Comprende anche istruzione, sanità e altri servizi.

In linea con i dati favorevoli sul PIL nel primo trimestre del 2011 e la dinamica più contenuta dell'occupazione, la crescita della produttività ha segnato una ripresa, trainata dagli andamenti positivi dell'industria e delle costruzioni e, in misura minore, del commercio e dei servizi di trasporto. Il tasso di crescita sui dodici mesi della produttività del lavoro per occupato è salito al 2,1 per cento nel primo trimestre, dall'1,7 nel periodo precedente, ma è rimasto in linea con quello medio registrato nel 2010 (cfr. figura 32). Nel primo trimestre la produttività per ora lavorata è aumentata all'1,7 per cento sul periodo corrispondente, dall'1,3 nell'ultimo trimestre del 2010, lievemente al di sopra del tasso di crescita dell'1,4 per cento osservato nella media del 2010. I dati più recenti dell'indice PMI di produttività suggeriscono in prospettiva un ulteriore miglioramento della produttività, sebbene a un ritmo lievemente più contenuto rispetto a quello registrato nel pri-

Figura 31 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione

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

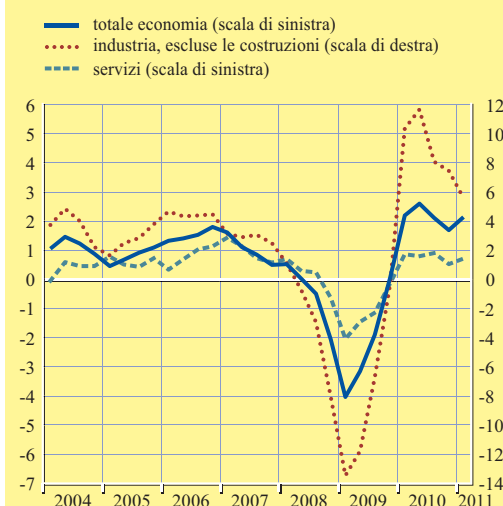


Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.

Nota: I saldi percentuali sono espressi come scarti dalla media.

Figura 32 Produttività del lavoro

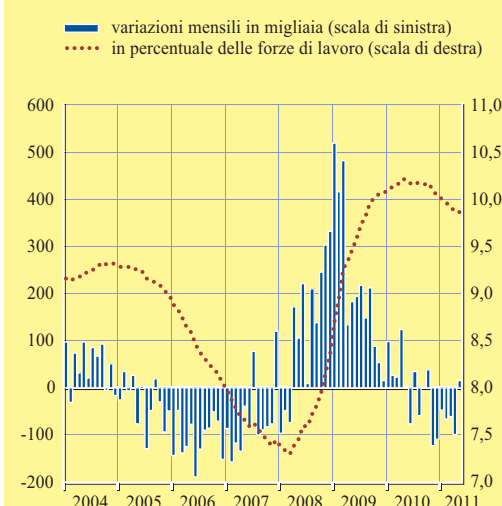
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 33 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

mo trimestre del 2011. Il riquadro 6 esamina più in dettaglio il recente andamento della produttività, ponendolo a raffronto con l'andamento negli Stati Uniti.

In maggio il tasso di disoccupazione è rimasto stabile al 9,9 per cento per il terzo mese consecutivo (cfr. figura 33). Questo dato, tuttavia, cela un miglioramento in atto, in quanto il numero di disoccupati è diminuito in questi tre mesi. Inoltre, gli indicatori delle indagini congiunturali suggeriscono una crescita positiva dell'occupazione nel secondo trimestre sia nell'industria che nei servizi, un segnale promettente per i livelli occupazionali nell'area dell'euro nei mesi a venire (cfr. figura 31).

Riquadro 6

CONFRONTO TRA I RECENTI ANDAMENTI DELLA PRODUTTIVITÀ NELL'AREA DELL'EURO E NEGLI STATI UNITI

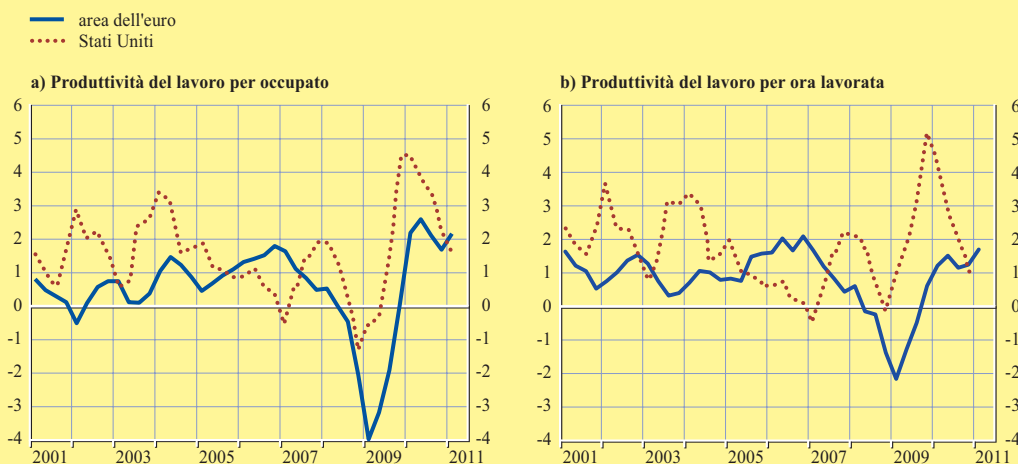
Durante la recente crisi economica e finanziaria il divario tra la crescita della produttività nell'area dell'euro e negli Stati Uniti si è ampliato sensibilmente. Ciò è riconducibile al fatto che nella prima parte della crisi i cali occupazionali sono stati molto più pronunciati negli Stati Uniti che nell'area dell'euro, specie in relazione all'entità della contrazione del PIL. Questo riquadro pone a confronto i recenti andamenti della produttività nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, prestando particolare attenzione agli adeguamenti durante la crisi e dopo l'inizio della ripresa.

Panoramica dei recenti andamenti della produzione

Nell'area dell'euro l'inizio della recessione è stato il segnale precursore di una brusca contrazione della produttività aggregata, dato che secondo i dati di contabilità nazionale, nel primo trimestre del 2009 la crescita della produttività per occupato ha subito un calo eccezionale del 4,0 per

Figura A Crescita della produttività del lavoro nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, OCSE, US Bureau of Labor Statistics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: nel caso degli Stati Uniti l'andamento della produttività è stato calcolato considerando l'occupazione di civili residenti. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2011.

cento sul periodo corrispondente. La produttività per ora lavorata è diminuita in maniera meno accentuata perché gli accordi sull'orario di lavoro flessibile e le misure anticrisi in diversi paesi dell'area dell'euro (come l'orario breve di lavoro in Germania) hanno consentito alle imprese di ridurre le ore lavorate invece del numero di addetti durante la recessione ¹⁾. I dati trimestrali hanno poi mostrato un costante miglioramento della produttività, con tassi di crescita tendenziali positivi dal quarto trimestre del 2009. Nel primo trimestre del 2010 la crescita della produttività nell'area dell'euro era al 2,2 per cento sul periodo corrispondente, in termini di occupati, e all'1,4 per cento se misurata per ora lavorata (cfr. figura A).

Negli Stati Uniti, al contrario, l'adeguamento degli input di lavoro durante la recessione è stato perseguito prevalentemente attraverso la riduzione dei posti di lavoro (piuttosto che con l'adeguamento delle ore lavorate degli personale già presente) e ciò ha contribuito a sostenere la produttività, sia pro capite che oraria, in misura maggiore rispetto all'area dell'euro. Allorché il prodotto ha iniziato a migliorare, il protrarsi dei consistenti cali occupazionali ha determinato un fortissimo recupero della produttività nella prima parte della ripresa. Più recentemente, la crescita della produttività è calata sensibilmente, considerando che dal quarto trimestre del 2010 i tassi di crescita nelle due economie appaiono simili, sia in termini di occupati che di ore lavorate. Questa similarità, tuttavia, cela differenze rilevanti nella dinamica ciclica della produttività dall'inizio della ripresa.

Due diverse modalità di adeguamento del mercato del lavoro

Per raffrontare correttamente gli andamenti della produttività in una fase simile del processo di ripresa, la figura B mostra i tassi di incremento di ciascun componente della crescita di produttività.

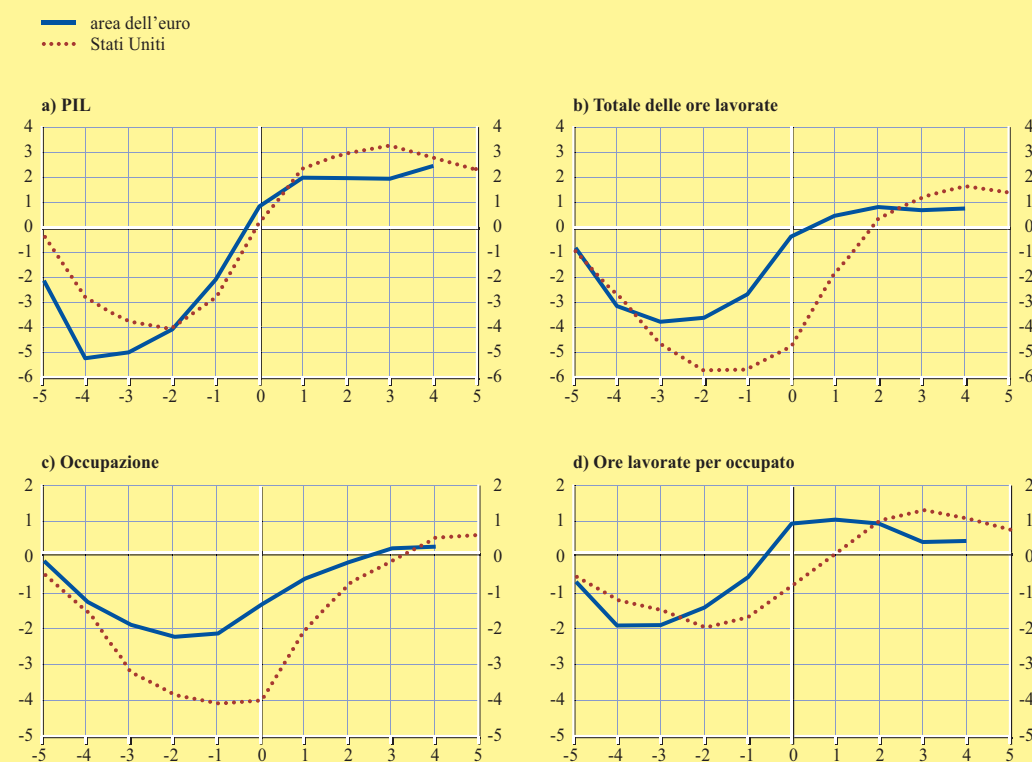
1) Per ulteriori dettagli sulle misure anticrisi nel corso della recessione, cfr. l'articolo *Ripercussioni della recessione sui mercati del lavoro nell'area dell'euro* nel numero di luglio 2010 di questo Bollettino.

vità verso l'inizio della ripresa (ossia nel primo trimestre di crescita positiva del PIL sul periodo corrispondente). I periodi rilevanti pertanto sono il primo trimestre del 2010 nell'area dell'euro e l'ultimo trimestre del 2009 negli Stati Uniti.

La figura B mostra che, nonostante un aumento più pronunciato della crescita del PIL all'inizio della ripresa, il calo occupazionale è stato lievemente più protratto, e di entità maggiore, negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro. Nell'area dell'euro l'adeguamento delle ore lavorate totali è avvenuto praticamente di pari passo con l'incremento dell'attività, dapprima in larga misura attraverso un aumento delle ore lavorate per addetto, più di recente a seguito di una modesta crescita occupazionale. Per contro, negli Stati Uniti le ore lavorate totali hanno continuato a diminuire anche all'inizio della ripresa (per tutto l'ultimo trimestre del 2009 e il primo del 2010), dato che l'aumento delle ore lavorate per addetto della forza lavoro presente è stato ampiamente controbilanciato dalla continua perdita di posti di lavoro. Questi andamenti contribuiscono a spiegare il marcato aumento della crescita della produttività negli Stati Uniti osservato all'inizio della ripresa, specie in termini di ore lavorate. Tuttavia, con l'avanzare della ripresa, l'occupazione e le ore lavorate totali sembrano essere aumentate a un ritmo più sostenuto negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro, anche se negli ultimi trimestri si sarebbero stabilizzate in entrambe le economie.

Figura B Crescita del PIL, del totale delle ore lavorate, dell'occupazione e delle ore lavorate per occupato nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, OCSE, US Bureau of Labor Statistics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: lo zero sull'asse delle ascisse rappresenta il primo trimestre di crescita positiva sul periodo corrispondente del PIL dopo la recessione (il trimestre iniziale del 2010 per l'area dell'euro e quello finale del 2009 per gli Stati Uniti). Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2011.

Nel complesso, durante la crisi la crescita della produttività negli Stati Uniti ha sopravanzato nettamente quella nell'area dell'euro, in parte a causa dei diversi adeguamenti dell'occupazione e delle ore lavorate nelle due economie. Negli ultimi trimestri i tassi di crescita della produttività avrebbero mostrato una certa convergenza. Tuttavia, dato che entrambe le economie sono ancora nelle prime fasi della ripresa, è troppo presto per valutare le implicazioni della recente dinamica per gli andamenti a lungo termine.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

I recenti dati statistici e gli ultimi indicatori basati sulle indagini congiunturali segnalano che dell'espansione dell'attività economica nell'area proseguirebbe anche nel secondo trimestre, ancorché a un ritmo più moderato. Questo rallentamento rispecchia il fatto che la vigorosa crescita del primo trimestre è in parte dovuta a fattori straordinari. Permane la dinamica di fondo positiva dell'attività economica nell'area dell'euro. La perdurante espansione dell'economia mondiale dovrebbe favorire le esportazioni dell'area. Nello stesso tempo, tenuto conto dell'andamento positivo del clima di fiducia delle imprese, la domanda interna del settore privato dovrebbe concorrere alla crescita. Tuttavia, ci si attende che l'attività continui a essere frenata in certa misura dal processo di correzione dei bilanci in vari settori.

I rischi per queste prospettive economiche restano sostanzialmente bilanciati, in un contesto di elevata incertezza. Da un lato, l'andamento positivo del clima di fiducia delle imprese potrebbe fornire all'attività interna dell'area maggiore sostegno rispetto a quanto attualmente anticipato e anche l'incremento della domanda estera potrebbe contribuire alla crescita in misura superiore alle attese. Dall'altro lato, i rischi al ribasso sono connessi alle continue tensioni in alcuni segmenti dei mercati finanziari e alla loro potenziale propagazione all'economia reale dell'area dell'euro. Rischi al ribasso sono inoltre legati a ulteriori rincari dei beni energetici, all'intensificarsi delle spinte protezionistiche e alla possibilità di una correzione disordinata degli squilibri internazionali.



IMPATTO E GRADUALE RIENTRO DELLE MISURE NON CONVENZIONALI DELLA BCE

Alla crisi finanziaria la BCE ha risposto, oltre che abbassando i tassi di interesse di riferimento, introducendo una serie di misure non convenzionali di politica monetaria. Tali misure, finalizzate a preservare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, sono state attuate prevalentemente attraverso la struttura esistente dell'assetto operativo per sostenere le condizioni di finanziamento delle banche, al fine di favorire l'offerta di credito al settore privato, e per limitare il contagio nei mercati finanziari. Le evidenze disponibili suggeriscono che le misure non convenzionali sono state efficaci per gli scopi prefissati.

Se mantenute troppo a lungo, queste misure potrebbero tuttavia incoraggiare l'assunzione di rischi eccessivi da parte degli operatori di mercato, distorcere gli incentivi e ritardare il necessario processo di risanamento dei bilanci ad opera dei soggetti appartenenti al settore pubblico e privato. Ciò in ultima analisi comprometterebbe la stabilità dei prezzi nel medio termine, con effetti pregiudizievoli sulla crescita economica. Pertanto, tutte le misure non convenzionali adottate dalla BCE sono state concepite per essere di natura temporanea e complementari alle tradizionali decisioni sui tassi di interesse. Data la flessibilità consentita dall'architettura dell'assetto operativo della BCE per l'attuazione della politica monetaria, le decisioni sul graduale rientro delle misure non convenzionali sono assunte separatamente da quelle relative all'innalzamento dei tassi di interesse di riferimento delle BCE dai livelli attualmente molto bassi. Il loro graduale rientro sarà quindi condotto in linea con le evidenze di una normalizzazione del funzionamento del meccanismo di trasmissione in grado di autoalimentarsi. Quanto sopra assicura che l'orientamento di politica monetaria della BCE possa essere modificato in tempo per contrastare i rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine, facendo fronte al contempo ad ulteriori disfunzioni insorte nel meccanismo di trasmissione mediante misure non convenzionali. È però essenziale che le tensioni tuttora presenti dal lato della provvista in regioni e settori specifici all'interno dell'area dell'euro siano affrontate con urgenza dai governi e dalle autorità di regolamentazione.

I INTRODUZIONE

In considerazione della profonda crisi finanziaria e dei rischi al ribasso ad essa associati per la stabilità dei prezzi nel medio termine, la BCE ha abbassato il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale di 325 punti base tra ottobre 2008 e maggio 2009. Gli ostacoli nel processo di trasmissione rischiavano tuttavia di impedire all'orientamento decisamente accomodante della politica monetaria di essere trasferito alle condizioni di erogazione dei prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie. La BCE ha pertanto introdotto varie misure non convenzionali nel periodo di acute tensioni nei mercati finanziari, allo scopo di assicurare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Ciò è avvenuto principalmente attraverso un allentamento delle condizioni di provvista per le banche, finalizzato a favorire l'offerta di credito al settore privato, e a contenere il contagio sui mercati finanziari¹⁾.

Così come le misure non convenzionali sono state introdotte durante il periodo di crisi a integrazione delle modifiche ai tassi di interesse ufficiali in un contesto di disfunzioni del meccanismo di trasmissione, il loro graduale rientro può avvenire indipendentemente dagli aggiustamenti dell'orientamento monetario attraverso le variazioni dei tassi di interesse in un contesto di progressivo risanamento del meccanismo di trasmissione. In particolare, le misure non convenzionali saranno gradualmente rimosse in linea con un miglioramento, che sia in grado di autoalimentarsi, dei canali di trasmissione in precedenza compromessi e con la normalizzazione di tale processo in relazione all'orientamento monetario. In definitiva, tutte le misure

1) Per una descrizione dettagliata della risposta della BCE, cfr. l'articolo *La risposta della BCE alla crisi finanziaria* nel numero di ottobre 2010 di questo Bollettino, nonché l'articolo *L'attuazione della politica monetaria dall'agosto 2007* nel numero di luglio 2009 sempre della presente pubblicazione.

della BCE sono improntate al mandato conferito di mantenere la stabilità dei prezzi.

La sezione 2 analizza brevemente le principali disfunzioni causate dalla crisi finanziaria nel processo di trasmissione della politica monetaria e richiama le misure non convenzionali adottate in risposta a tali eventi. Riporta altresì alcuni riscontri sull'efficacia di queste ultime nel ripristinare un più normale funzionamento della trasmissione della politica monetaria. A tale proposito, occorre tenere presente che un esercizio del genere non può che avere un carattere preliminare e che serviranno ulteriori dati e analisi per una valutazione approfondita. La sezione 3 presenta alcune considerazioni sul graduale rientro delle misure non convenzionali, mentre la sezione 4 mette in luce alcuni insegnamenti ricavati dall'attuale esperienza con le misure non convenzionali di politica monetaria e trae le conclusioni²⁾.

2 LE MISURE NON CONVENZIONALI E LORO EFFICACIA

2.1 DISFUNZIONI NEL PROCESSO DI TRASMISSIONE

La crisi finanziaria ha generato gravi tensioni in tutti i canali di trasmissione della politica monetaria attraverso i quali le decisioni sui tassi di interesse della BCE influiscono normalmente sull'economia e, da ultimo, sui prezzi³⁾.

Innanzitutto, in circostanze normali, quando il processo di intermediazione finanziaria attraverso il settore bancario e i mercati finanziari funziona correttamente, i segnali insiti nei tassi di interesse ufficiali vengono regolarmente trasmessi ai tassi del mercato monetario a breve termine e quindi a quelli con scadenze più lunghe che rivestono maggiore rilevanza ai fini del processo decisionale del settore privato (noto come il "canale dei tassi di interesse")⁴⁾. La crisi finanziaria ha compromesso il meccanismo di trasmissione dai tassi di interesse ufficiali ai tassi del mercato monetario e ad altri tassi di interesse di mercato e ban-

cari; tale processo ha peraltro ulteriormente risentito della crisi del debito sovrano. Poiché i rendimenti sui titoli di Stato possono fungere da determinante nella fissazione dei prezzi di altre attività, lo sconvolgimento del mercato di tali strumenti può modificare il meccanismo di trasmissione e indurre effetti di propagazione con il contagio di altri segmenti del mercato.

In secondo luogo, le difficoltà che hanno dovuto affrontare le banche nell'accedere al finanziamento (anche in termini di patrimonio e liquidità degli istituti) hanno esercitato pressioni dal lato dell'attivo dei bilanci bancari, aumentando il rischio di una contrazione brusca e marcata dell'offerta di prestiti bancari (il cosiddetto "canale dei prestiti bancari"). Nel contesto della crisi del debito sovrano, inoltre, la scarsa liquidità dei mercati dei titoli di Stato ha acuito le tensioni (dato il diffuso impiego di questi strumenti come collaterale nei prestiti garantiti), gravando pertanto sulla capacità delle banche di offrire prestiti al settore privato.

In terzo luogo, il rallentamento congiunturale, unitamente al ribasso dei prezzi delle attività, ha esercitato un impatto significativo sui bilanci e sul merito di credito dei prenditori di prestiti bancari (denominato il "canale del bilancio")⁵⁾. Questi effetti sono stati accentuati dalla crisi del debito sovrano che ha interessato alcuni paesi dell'area dell'euro, provocando perdite

2) I dati utilizzati nel presente articolo sono aggiornati al 14 giugno 2011.

3) Per una trattazione approfondita dei canali di trasmissione monetaria nell'area dell'euro, cfr. l'articolo *La trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro a dieci anni dall'introduzione dell'euro* nel numero di maggio 2010, nonché l'articolo *Il ruolo delle banche nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria* nel numero di agosto 2008 della medesima pubblicazione. Inoltre, una panoramica della politica monetaria della BCE, compresi i canali di trasmissione, è illustrata nel volume dal titolo *The Monetary Policy of the ECB*, pubblicato dalla BCE nel maggio 2011.

4) Per maggiori informazioni, cfr. il riquadro *Volatilità del tasso di interesse overnight e sua trasmissione lungo la curva dei rendimenti del mercato monetario* nel numero di agosto 2007 di questo Bollettino.

5) I risultati empirici indicano che i canali dei prestiti bancari e del bilancio avrebbero acquisito maggiore rilevanza nel periodo delle turbolenze finanziarie; cfr., ad esempio, l'articolo *La politica monetaria e l'offerta di prestiti nell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2009 di questo Bollettino.

Fase	Turbolenze	Intensificarsi della crisi	Graduale rientro	Crisi del debito sovrano	
Anno	2007	2008	2009	2010	2011
Mese	8 9 10 11 12	1 2 3 4 5 6 7 8 9 10 11 12	1 2 3 4 5 6 7 8 9 10 11 12	1 2 3 4 5 6 7 8 9 10 11 12	1 2 3 4 5
Aste a tasso fisso e con piena aggiudicazione degli importi:					
- nelle operazioni di rifinanziamento principali					
- nelle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT)					
Operazioni speciali della durata di un periodo di mantenimento					
ORLT aggiuntive					
ORLT a sei mesi					
ORLT a dodici mesi					
Operaz. di immis. di liquidità in dollari USA					
Operaz. di immis. di liquidità in franchi svizzeri					
Programma di acquisto di obbligazioni garantite					
Programma di acquisto dei titoli obbligazionari					

Note: le barre rosse indicano che le operazioni sono state condotte nel mese specifico, mentre quelle blu segnalano il fatto che non sono state condotte nuove operazioni ma che è rimasta in essere la liquidità offerta nelle operazioni precedenti. La figura riporta le principali misure trattate nel testo ma non tutte, in quanto alcune non sono di facile rappresentazione (ad esempio le decisioni relative alle garanzie e alle operazioni di regolazione puntuale). Le operazioni speciali della durata di un periodo di mantenimento sono operazioni di rifinanziamento condotte dalla BCE con scadenza pari alla durata del periodo di mantenimento delle riserve.

In considerazione delle disfunzioni nei mercati finanziari che ostacolavano la trasmissione dell'orientamento monetario, la BCE ha introdotto una serie di misure non convenzionali intese a potenziare l'efficacia della politica monetaria. Poiché i tassi di interesse di riferimento della BCE non avevano raggiunto la soglia inferiore pari a zero, le misure non convenzionali non si configuravano come sostituti di ulteriori riduzioni dei tassi di interesse (cfr.

Le misure non convenzionali della BCE sono di seguito classificate in base ai mercati a cui sono state principalmente rivolte, ossia il mercato monetario e i mercati dei titoli.

6) La crisi può essere scomposta in quattro fasi distinte: le turbolenze finanziarie (dal 9 agosto 2007); l'acuirsi della crisi finanziaria (a partire dal fallimento di Lehman Brothers il 15 settembre 2008); il temporaneo miglioramento delle condizioni nei mercati finanziari con il graduale rientro di alcune misure non convenzionali (tra la fine del 2009 e gli inizi del 2010); la crisi del debito sovrano (a cominciare dai primi di maggio 2010).

LE MISURE NON CONVENZIONALI DAL PUNTO DI VISTA ACCADEMICO

Prima della crisi finanziaria, il dibattito accademico sulle misure non convenzionali di politica monetaria era strettamente connesso al problema della soglia inferiore pari a zero, che insorge quando una recessione profonda ed i relativi rischi al ribasso per la stabilità dei prezzi impongono una riduzione a zero del tasso di interesse di riferimento di una banca centrale. Questo livello rappresenta una soglia minima per il tasso di interesse nominale, poiché qualsiasi tentativo di ridurlo ulteriormente è destinato al fallimento. Gli operatori economici preferirebbero detenere contante anziché prestare o depositare i propri fondi a un tasso negativo. In una recessione abbastanza profonda, la soglia zero del tasso di interesse nominale limita la capacità della banca centrale di ridurre ulteriormente i tassi di interesse reali. Ne può derivare una spirale deflazionistica poiché una domanda aggregata inferiore genera aspettative di deflazione, quindi un rialzo dei tassi reali, e pertanto ulteriori pressioni deflazionistiche.

Le misure non convenzionali sono state considerate tradizionalmente uno strumento alternativo per offrire uno stimolo di politica monetaria una volta che il tasso di interesse nominale aveva raggiunto lo zero. Ad esempio, un “allentamento quantitativo” fa sì che siano indotti imponenti aumenti delle riserve bancarie al fine di stimolare la domanda verso attività più produttive attraverso la ricomposizione del portafoglio. L’allentamento quantitativo è stato considerato tradizionalmente inefficace nei casi in cui i tassi di interesse non sono prossimi alla soglia zero, perché tassi di interesse positivi rappresenterebbero un costo opportunità atto a scoraggiare le banche dal detenere riserve aggiuntive.

In risposta alla crisi finanziaria, tuttavia, molte banche centrali hanno adottato misure innovative di *policy* che non erano state esplicitamente studiate nella letteratura accademica. Sono state condotte quindi nuove ricerche per analizzare l’auspicabilità dell’utilizzo di misure non convenzionali diverse, a seconda delle circostanze economiche. Da queste attività di ricerca sono emersi due risultati principali ¹⁾.

Il primo di questi consiste nel fatto che, nei casi in cui le riserve presso la banca centrale sono remunerate (come nell’area dell’euro), le variazioni delle riserve bancarie possono essere attuate a qualsiasi livello del tasso di interesse di riferimento. Il costo opportunità delle riserve diventa indipendente dal livello di quest’ultimo e il raggiungimento della soglia zero non è più un presupposto essenziale perché le banche siano disposte a detenere un ingente ammontare di riserve. In questa prospettiva, la remunerazione delle riserve dà luogo a una separazione tra le decisioni di gestione della liquidità e quelle orientate a fissare i tassi di interesse. La gestione della liquidità può modificarsi per adeguarsi agli shock della domanda di riserve e i tassi di interesse di riferimento possono essere fissati senza la necessità di preoccuparsi delle condizioni nel mercato delle riserve.

Il secondo risultato importante è che altre tipologie di misure non convenzionali diverse dall’allentamento quantitativo possono essere necessarie in caso di importanti disfunzioni nel mec-

1) Cfr., ad esempio, Cúrdia, V. e M. Woodford (2011), “The Central Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy”, *Journal of Monetary Economics*, n. 1, pp. 54-79, nonché Gertler, M. e N. Kiyotaki (2010), “Financial Intermediation and Credit Policy in Business Cycle Analysis” in Friedman, B. e M. Woodford (a cura di) (2010), *Handbook of Monetary Economics*, vol. 3A, North Holland, pp. 547-599.

canismo di trasmissione. L'efficacia è massimizzata quando le misure non convenzionali sono appositamente strutturate per specifiche disfunzioni osservate in un dato momento. Una disfunzione che tende a ridurre il valore delle attività in maniera uniforme tra le banche, ad esempio, può essere compensato da acquisti delle attività finalizzati a evitare il tracollo dell'erogazione di prestiti e un eccessivo aumento dei tassi su questi applicati oppure dall'offerta diretta di credito al settore privato. Quando l'eterogeneità tra gli istituti svolge un ruolo essenziale e anche il mercato interbancario è compromesso (come è successo nell'area dell'euro durante la crisi), la banca centrale può invece decidere di svolgere un ruolo di intermediazione e di offrire fondi a singole banche in base alle loro esigenze. Misure quali il prolungamento della scadenza massima delle operazioni di rifinanziamento o l'ampliamento dell'elenco delle attività stanziabili in garanzia possono allora essere funzionali a creare condizioni di provvista più stabili per le banche e ad evitare il tracollo dell'attività economica reale nonché rischi di deflazione.

Una volta adottata questa prospettiva nel fronteggiare specifici malfunzionamenti dei mercati, le misure non convenzionali possono essere utilmente impiegate per rafforzare l'orientamento di politica monetaria ogniqualvolta tali malfunzionamenti compromettano il meccanismo tradizionale di trasmissione. Peraltro, queste considerazioni non giustificano il ricorso a misure non convenzionali in circostanze normali. Da un lato, i vantaggi dell'attuazione di misure non convenzionali aumentano con la gravità delle disfunzioni economiche. Dall'altro, le misure non convenzionali comportano anche costi generalmente superiori ai benefici in circostanze normali. Questi potrebbero essere costituiti, ad esempio, da tensioni indotte sulle operazioni di banca centrale e dall'esposizione del bilancio della banca centrale ai rischi.

2.2 MISURE BASATE SUL MERCATO MONETARIO

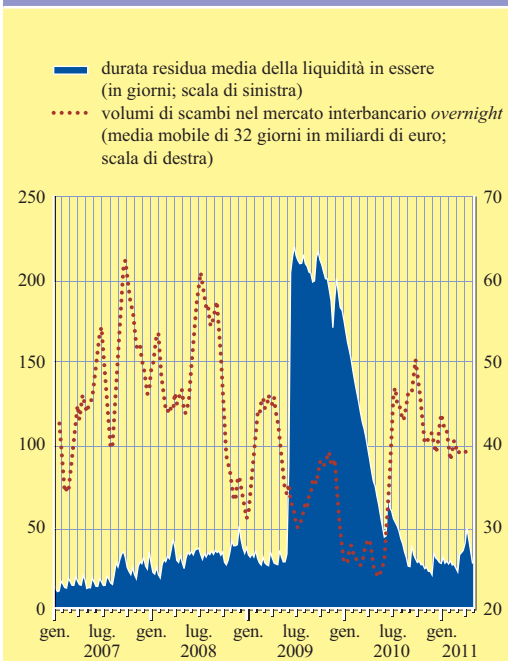
Durante la prima fase della crisi iniziata nell'agosto 2007 (contrassegnata da "turbolenze" nella figura 1), la disfunzione principale è consistita nel malfunzionamento del mercato monetario a causa dell'incertezza circa il merito di credito delle controparti. Le banche preferivano anticipare la provvista di liquidità all'inizio del periodo di mantenimento in modo da ridurre l'incertezza concernente le posizioni di liquidità. La BCE ha assecondato questa preferenza fornendo importi più elevati in aggiudicazione nelle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) agli inizi del periodo di mantenimento: ha così ridotto la volatilità dei tassi di interesse a breve termine e ha mantenuto un efficiente assetto operativo finalizzato a far convergere il tasso di interesse *overnight* verso quello applicato sulle ORP⁷⁾. Inoltre, mediante le operazioni di rifinanziamento a tre mesi è stata stanziata una più elevata quota relativa di liquidità nell'Eurosistema, allungando così la scadenza media della liquidità in essere e riducendo le incertezze sulla provvista per le banche⁸⁾.

L'acuirsi della crisi a metà settembre 2008 ha bruscamente accentuato le tensioni nel mercato monetario: si sono registrati ampi differenziali tra il tasso Euribor a tre mesi non garantito e il tasso *swap* sull'indice *overnight* a tre mesi garantito nonché un netto calo dell'attività di negoziazione nel mercato monetario (cfr. figura 2). La BCE ha reagito assumendo direttamente un ruolo di intermediazione nell'offerta di liquidità alle singole banche, normalmente svolto dal mercato monetario, passando da aste a tasso variabile ad aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti dalle controparti. Inoltre, l'elenco delle garanzie idonee è stato ampliato a più riprese mediante l'adeguamento delle soglie di qualità per determinate categorie di attività, consentendo così

7) Per una rassegna esaustiva dell'assetto operativo della politica monetaria della BCE, cfr. Mercier, P. e F. Papadia (2011), *The concrete euro – how monetary policy operations withstood the crisis*, Oxford University Press.

8) Le misure adottate nelle operazioni di mercato aperto in questo periodo e il relativo impatto sono descritti in maggiore dettaglio nell'articolo *Le operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema durante la recente fase di volatilità sui mercati valutari* nel numero di maggio 2008 di questo Bollettino.

Figura 2 Scadenza media delle operazioni di rifinanziamento e attività di negoziazione nel mercato monetario



Fonte: BCE.

Nota: la durata residua media è data dalla media delle ORP e ORLT fino alle rispettive date di scadenza, ponderata per l'ammontare in essere di ciascuna operazione.

alle banche di sfruttare al meglio le aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi. Anche in tale contesto, l'Eurosistema applica le misure per il controllo dei rischi al fine di attenuare i rischi di liquidità, di mercato e di credito.

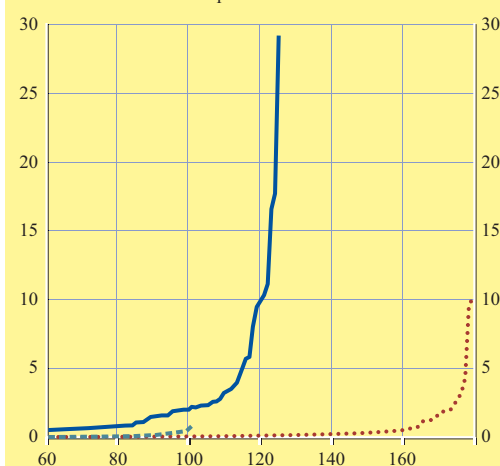
La BCE ha altresì esteso a dodici mesi la durata delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT). La durata residua media della liquidità in essere è quindi aumentata da circa 20 giorni prima della crisi a 30 giorni durante la fase iniziale delle turbolenze finanziarie e ancora a oltre 200 giorni nella seconda metà del 2009 quando le ORLT a un anno erano attive, per poi calare nuovamente (cfr. figura 2). Questo prolungamento delle scadenze si poneva l'obiettivo di offrire certezza alle banche in merito alle fonti di finanziamento per un periodo più lungo, consentendo così al sistema bancario di ripristinare e meglio pianificare le proprie attività e di preservare l'erogazione di prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie. Le ORLT a un anno hanno

Figura 3 Ricorso giornaliero ai depositi presso la banca centrale

(miliardi di euro)

asse delle ascisse: banche facenti ricorso ai depositi presso la banca centrale

— 2^a settimana di ottobre 2008
 2^a settimana di luglio 2010
 - - - 4^a settimana di aprile 2011



Fonte: BCE.

Nota: l'ammontare indicato corrisponde alla media settimanale del ricorso giornaliero ai depositi presso la banca centrale.

efficacemente contribuito alla stabilizzazione dei differenziali del mercato monetario su livelli inferiori a quelli osservati durante la fase di turbolenze finanziarie⁹⁾.

L'acuirsi della crisi è stato inoltre caratterizzato non solo da un grado elevato di incertezza, ma anche da un comportamento non omogeneo tra le banche. Questo si evince dall'ammontare e dalla distribuzione della liquidità in eccesso approssimata dal ricorso delle banche ai depositi presso la banca centrale, che si collocavano su un valore pressoché nullo prima dell'inizio della crisi. Nella seconda settimana di ottobre 2008, invece, quando è stato introdotto per la prima volta il

9) Cfr. la figura 2 nell'articolo *La risposta della BCE alla crisi finanziaria* nel numero di ottobre 2010 di questo Bollettino. Nel periodo di graduale rientro, il differenziale tra il tasso Euribor a tre mesi e il tasso swap sull'indice overnight si è collocato attorno a 25 punti base, valore pari a circa la metà di quello raggiunto durante la fase delle turbolenze. Nella fase intermedia, quando la crisi si è acuita, aveva raggiunto un massimo di oltre 175 punti base.

tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi, il ricorso ai depositi presso la banca centrale da parte degli istituti è aumentato in misura significativa ed eterogenea (cfr. figura 3). L'uso molto ampio delle operazioni di rifinanziamento in concomitanza con il ricorso massiccio ai depositi presso la banca centrale per immagazzinare la liquidità in eccesso su base *overnight* è indicativo dell'entità delle disfunzioni nel mercato monetario. Dopo la scadenza della prima ORLT a un anno agli inizi di luglio 2010, l'ammontare complessivo dei depositi è diminuito, ma in media più banche hanno fatto ricorso a questo tipo di strumento per importi minori. Nel periodo più recente (illustrato nella figura 3) gli importi sostanzialmente inferiori depositati presso la banca centrale e la loro distribuzione più uniforme indicano un migliorato funzionamento del mercato monetario.

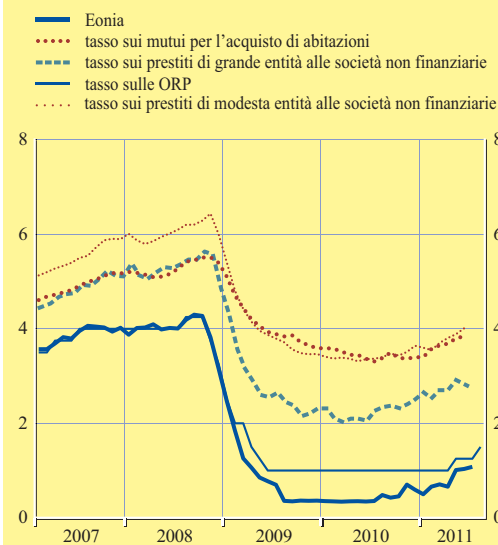
La piena soddisfazione dell'elevata domanda di liquidità nelle operazioni di rifinanziamento ha altresì fatto scendere il tasso di interesse *overnight* (l'Eonia) al di sotto del tasso sulle ORP (cfr. figura 4), di riflesso all'eccesso di liquidità nel mercato monetario e all'ampio ricorso ai depositi presso la banca centrale.

Oltre alle misure summenzionate incentrate sul finanziamento in euro, la BCE ha anche condotto operazioni di immissione di liquidità in dollari statunitensi a fronte di garanzie idonee per la BCE, nonché operazioni di *swap*, per contrastare le difficoltà che alcune banche operanti a livello internazionale riscontravano nella provvista in valuta estera, soprattutto in dollari statunitensi. Sono state effettuate anche operazioni di *swap* in franchi svizzeri.

Dal momento che l'obiettivo delle misure non convenzionali era di sostenere la normale trasmissione dei tassi di interesse di riferimento della BCE all'economia, l'evoluzione dei tassi sui prestiti bancari e del volume di questi ultimi può fornire un'indicazione dell'efficacia di tali misure¹⁰⁾. I tassi sui prestiti bancari per le famiglie e le società non finanziarie sono diminuiti con un ritardo solo modesto, parallelamente al calo dell'Eonia (cfr. figura 4). Quanto al volu-

Figura 4 Evoluzione dei tassi di interesse

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

Nota: i dati utilizzati nel presente grafico sono aggiornati al 7 luglio 2011

me dei prestiti, il livello dei prestiti erogati si è ridotto solo moderatamente durante la crisi¹¹⁾. L'analisi riportata nel riquadro 2 conferma che durante la crisi i tassi sui prestiti e i volumi di questi ultimi hanno seguito un andamento coerente con un funzionamento abbastanza normale del meccanismo di trasmissione, misurato in base alle regolarità storiche precedenti alla crisi finanziaria. Questi risultati, benché in larga parte indicativi, suggeriscono che le misure non convenzionali della BCE sono riuscite a conseguire l'obiettivo prefissato¹²⁾.

10) Per informazioni sull'efficacia delle misure non convenzionali adottate dalle diverse banche centrali, cfr. gli interventi al *workshop* della BCE sull'impatto macroeconomico delle misure non convenzionali di politica monetaria (*The macroeconomic impact of non-standard monetary policy measures*) tenutosi il 24 e 25 marzo 2011 (disponibili sul sito Internet della BCE alla pagina dedicata alle conferenze).

11) Cfr. l'articolo *Andamenti recenti dei prestiti al settore privato* nel numero di gennaio 2011 di questo Bollettino.

12) I risultati dell'indagine trimestrale sul credito bancario condotta dalla BCE, che analizza i ruoli dei fattori dal lato della domanda e dell'offerta nella dinamica dei prestiti, indicano altresì che i vincoli dal lato dell'offerta non sono stati il fattore principale alla base della crescita contenuta del volume dei prestiti.

Riquadro 2

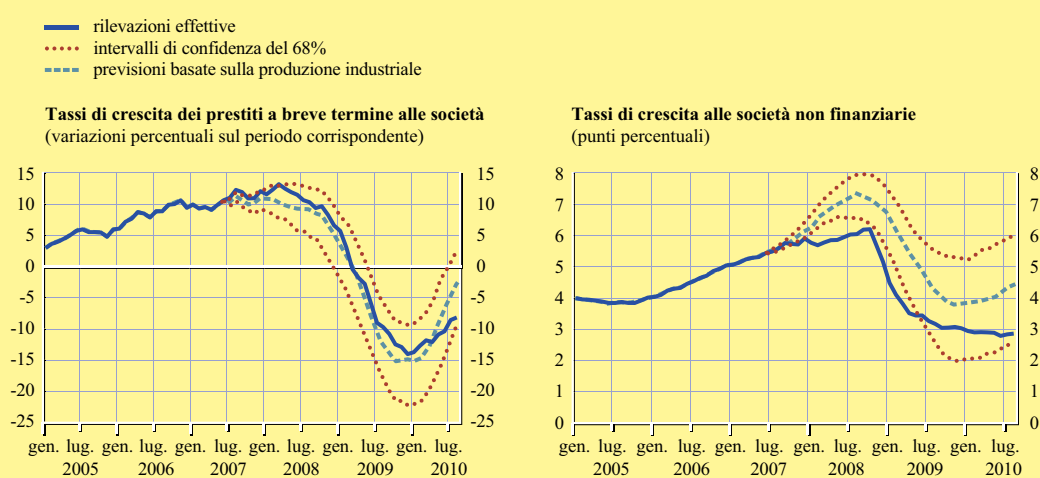
L'EFFICACIA DELLE MISURE NON CONVENZIONALI: UNA VALUTAZIONE BASATA SU MODELLI

Il presente riquadro descrive due approcci di analisi intesi a valutare l'efficacia delle misure non convenzionali cercando di stabilire che cosa sarebbe successo se la BCE non avesse adottato alcune delle misure non convenzionali introdotte dopo l'ottobre 2008. Sulla base di esercizi basati su modelli, si rileva che le misure indirizzate al mercato monetario sono servite a stabilizzare il sistema finanziario e l'economia, nonché ad assicurare la stabilità dei prezzi.

Il primo approccio risponde alla domanda se le regolarità "precedenti alla crisi" tra le variabili economiche siano perdurate durante la crisi. A tale riguardo, il modello sviluppato da Giannone et al.¹⁾ stima la relazione tra 32 variabili nel periodo tra il 1991 e il 2007, fra cui le misure della produzione, dell'inflazione, del clima di fiducia, della moneta e dei rendimenti obbligazionari. Per il periodo successivo all'agosto 2007, l'esercizio ha considerato una previsione condizionata utilizzando l'evoluzione effettiva della produzione industriale come variabile condizionante. Le altre serie, stimate in precedenza, sono state ottenute applicando le regolarità antecedenti alla crisi. Differenze modeste tra le osservazioni effettive durante la crisi e le serie simulate implicano che le regolarità antecedenti alla crisi sono rimaste valide durante tale periodo. A titolo di esempio delle conclusioni, la figura A mostra che la crescita dei prestiti a breve termine alle società ha reagito in larga misura secondo le attese formulate in base al periodo precedente alla crisi e che i tassi sui prestiti sono stati addirittura inferiori a tali regolarità, il che potrebbe essere dovuto alle rapide e incisive misure adottate dalla BCE.

Dal momento che l'economia ha ampiamente seguito le regolarità antecedenti alla crisi, è possibile verificare se così sarebbe stato qualora le misure non convenzionali non fossero state adottate. Le misure non convenzionali della BCE sono state finalizzate, tra l'altro, a migliorare le

Figura A Dati effettivi e previsioni condizionate basate sui modelli



Fonte: Giannone et al.

1) Giannone, D., M. Lenza, H. Pill, e Reichlin, L., *Non-standard monetary policy measures and monetary developments*, Working Paper della BCE, n. 1290, gennaio 2011.

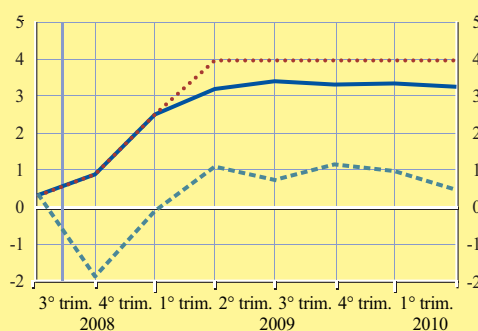
condizioni nel mercato monetario riducendo il differenziale tra il tasso Euribor e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali. Il modello sviluppato da Lenza et al.²⁾ analizza le implicazioni nel caso in cui questo differenziale, anziché ridursi, fosse durato più a lungo. Se si attribuisce alle misure non convenzionali la differenza tra le serie temporali rilevate delle variabili economiche e l'evoluzione simulata in base ai modelli, che si ottiene applicando le regolarità stimate del periodo antecedente alla crisi, si evince che le misure non convenzionali sono state molto efficaci. Il modello rileva, ad esempio, che l'espansione di M1 nel 2009 e nel 2010, nonché la crescita dei mutui per l'acquisto di abitazioni e del credito al consumo sarebbero stati considerevolmente inferiori in assenza delle misure non convenzionali.

Il secondo approccio si incentra sull'introduzione dell'offerta di liquidità attraverso procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi e l'allungamento della durata massima delle operazioni di rifinanziamento da tre mesi a un anno nel contesto del modello dinamico stocastico di equilibrio generale (*dynamic stochastic general equilibrium*, DSGE) presentato in Fahr et al.³⁾. Si tratta di un modello DSGE di medie dimensioni, che tiene conto delle variazioni nella percezione del rischio e verte soprattutto sul canale dell'intermediazione bancaria, in base al fabbisogno di liquidità delle banche e a un acceleratore finanziario tra banche e imprese. Per valutare l'impatto dell'allungamento delle scadenze, la reazione del tasso di interesse privo di rischio a dieci anni alle variazioni del tasso di interesse a tre mesi nelle condizioni osservate prima della crisi è confrontata con quella osservata durante la crisi. Le discrepanze nella risposta delle diverse variabili sono quindi attribuite all'allungamento della struttura per scadenze e presentate come la differenza tra la linea punteggiata della simulazione controfattuale e quella continua delle osservazioni effettive nella figura B.

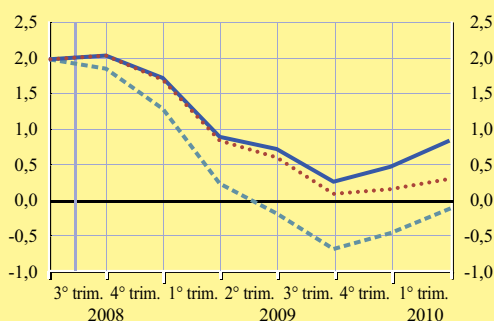
Figura B Risultati di un esercizio controfattuale basato su un modello

— rilevazioni effettive
... simulazione controfattuale associata a una procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi nelle operazioni di rifinanziamento principali
--- simulazione controfattuale associata a una procedura d'asta a tasso variabile in tutte le operazioni di rifinanziamento

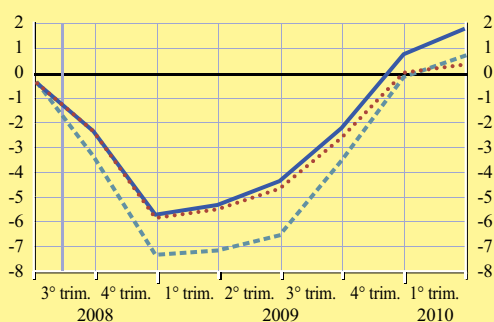
Differenziale tra il rendimento sui titoli di Stato a dieci anni e il tasso a tre mesi
(valori percentuali in ragione d'anno al netto della media)



Deflatore del PIL
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Crescita del PIL in termini reali
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: Fahr et al.

2) Lenza, M., H. Pill, e L. Reichlin (2010), "Monetary policy in exceptional times", *Economic Policy*, vol. 62, pp. 295-339.

3) Per dettagli tecnici, cfr. Fahr, S., R. Motto, M. Rostagno, F. Smets e O. Tristani, *A monetary policy strategy in good and bad times: lessons from the recent past*, Working Paper della BCE, n. 1336, maggio 2011.

Senza l'allungamento delle scadenze, il differenziale tra i tassi di interesse a dieci anni e a tre mesi sarebbe stato più ampio (diagramma in alto) e l'inflazione interna (diagramma centrale), al pari della crescita del prodotto (diagramma in basso), sarebbe risultata inferiore, soprattutto a causa di maggiori rendimenti sulle obbligazioni a dieci anni.

In una seconda fase, il modello DSGE intende stabilire che cosa sarebbe accaduto se la domanda di liquidità nelle operazioni dell'Eurosistema finalizzate all'immissione di liquidità non fosse stata interamente soddisfatta a un tasso fisso⁴⁾. Una stima del modello rivela che prima della crisi, una maggiore domanda di liquidità da parte delle banche induceva tassi del mercato monetario più elevati. Qualora si dovessero applicare le medesime regolarità in assenza di una piena aggiudicazione degli importi a tasso fisso durante la crisi finanziaria, l'aumento inedito della domanda di liquidità durante l'episodio in esame avrebbe fortemente ridotto il differenziale tra i tassi di interesse a dieci anni e tre mesi, a causa di tassi del mercato monetario più elevati (come si desume dalla differenza tra la linea punteggiata e quella tratteggiata nella figura B)⁵⁾. Questa spinta al rialzo sul costo dell'indebitamento e la carenza di liquidità avrebbe scatenato un processo di drastica e brusca riduzione della leva finanziaria da parte delle banche. Avrebbe dato luogo a gravi rischi al ribasso per la stabilità dei prezzi e a una contrazione economica più profonda di quella di fatto osservata.

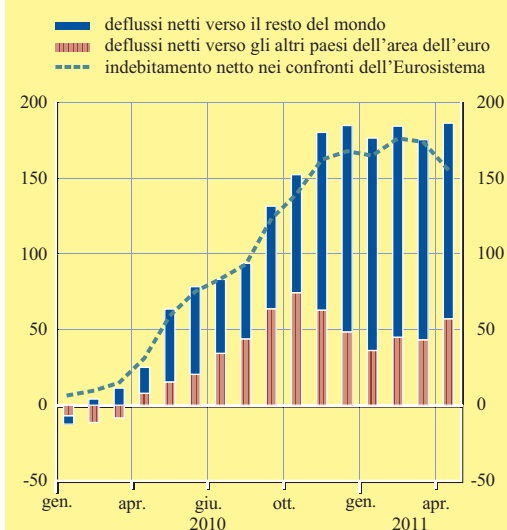
- 4) Prima della crisi finanziaria la liquidità era aggiudicata in modo da soddisfare gli obblighi di riserva delle banche e i fattori autonomi.
5) Il differenziale tra le simulazioni controfattuali non considera un possibile limite massimo per il tasso di interesse a breve termine determinato dal tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale.

Più in generale, le misure non convenzionali, unitamente alle azioni di sostegno alle banche introdotte dai governi dell'area dell'euro, hanno impedito un processo disordinato di riduzione della leva finanziaria. Tali misure hanno quindi svolto un ruolo importante durante la fase caratterizzata dalla crisi del debito sovrano. Ad esempio, la piena aggiudicazione a tasso fisso della liquidità richiesta dal settore bancario a fronte di un elenco ampliato di garanzie ha aiutato a stabilizzare la situazione di finanziamento delle IFM nei paesi più gravemente colpiti dalla crisi del debito sovrano (cfr. figura 5).

Il sostegno alla liquidità, tuttavia, non va a sostituire il necessario risanamento e rafforzamento dei bilanci né può in alcun caso fronteggiare problemi di solvibilità. L'esperienza tratta dai precedenti episodi di crisi finanziarie e bancarie suggerisce che l'unica azione efficace per risolvere una crisi bancaria consiste in un pronto e deciso intervento da parte dei governi e delle autorità di regolamentazione, mentre la banca centrale dovrebbe limitarsi a offrire sostegno alla liquidità (cfr. riquadro 3).

Figura 5 Deflussi netti dalle IFM di Grecia, Irlanda e Portogallo verso gli altri paesi dell'area dell'euro e il resto del mondo nonché indebitamento netto nei confronti dell'Eurosistema

(flussi cumulati destagionalizzati, in miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: i deflussi riflettono le variazioni delle passività non nazionali al netto delle variazioni delle attività non nazionali. L'indebitamento netto corrisponde all'indebitamento meno i depositi presso la banca centrale.

Riquadro 3

RISPOSTE DI *POLICY* ALLE CRISI BANCARIE: PAESI SCANDINAVI E IL GIAPPONE NEGLI ANNI '90

Le crisi bancarie nei paesi scandinavi (Norvegia, Svezia e Finlandia) e in Giappone durante gli anni '90 suggeriscono che i problemi bancari possono essere risolti unicamente mediante interventi tempestivi e incisivi da parte delle autorità di vigilanza e attraverso misure intese a risolverne le cause profonde.

In particolare, le esperienze nei paesi scandinavi e in Giappone sono esempi importanti da cui possono essere tratti insegnamenti sull'efficacia delle varie misure intese alla risoluzione delle crisi. Quelle scandinave sono state crisi di solvibilità in cui alcune istituzioni finanziarie sono state soggette a gravi perdite su crediti, mentre il funzionamento generale dei mercati finanziari non è stato compromesso. A questo caso va contrapposto quello giapponese, che contemplava elementi sia di una crisi di solvibilità (tra il 1991 e il 2002 sono fallite 180 istituzioni che raccoglievano depositi) sia di una crisi di liquidità caratterizzata occasionalmente da gravi tensioni in importanti mercati finanziari.

Le due crisi presentano differenze sostanziali in termini di tempo necessario perché i problemi di solvibilità fossero sotto controllo. Nel caso dei paesi scandinavi, le autorità di regolamentazione hanno affrontato la situazione con relativa prontezza. Il risanamento sistematico e credibile delle banche in difficoltà ha stabilizzato il sistema finanziario e la successiva ripresa economica orientata alle esportazioni ha ulteriormente migliorato i risultati e i bilanci in seno al settore bancario. Queste esperienze si contrappongono alla crisi giapponese, dove interventi organici per affrontare il problema delle banche in difficoltà sono stati attuati solo molti anni dopo lo scoppio della bolla dei prezzi delle attività che aveva innescato la crisi finanziaria. Oltre ai nodi irrisolti riguardanti la solvibilità, occasionali problemi di liquidità hanno minacciato il regolare funzionamento dei mercati finanziari giapponesi.

L'esperienza giapponese con problemi di liquidità a livello di mercato suggerisce che la combinazione di misure di politica monetaria convenzionali e non convenzionali attuate dalla banca centrale giapponese ha riscosso da ultimo un relativo successo nell'evitare il prosciugamento della liquidità in importanti mercati finanziari. Allo stesso tempo, va operata una distinzione tra tali misure e quelle volte a risolvere le problematiche di solvibilità di fondo riguardanti le banche giapponesi che dovevano essere affrontate da altre istituzioni e politiche al di fuori dell'ambito della politica monetaria.

Sia l'esperienza scandinava sia quella giapponese suggeriscono che per affrontare i problemi del settore bancario è stato necessario adottare in ultima istanza misure destinate alle istituzioni finanziarie specifiche che erano esposte a problemi di solvibilità e minacciavano la stabilità del sistema finanziario nel suo insieme. Ciò ha comportato il ricorso a una combinazione di garanzie e di iniezioni di capitale per le banche in dissesto. Le attività in sofferenza sono state trasferite ad apposite società di gestione patrimoniale (note come *bad bank*)¹⁾; in taluni casi sono state organizzate acquisizioni delle banche deboli da parte di quelle più grandi e più solide con incentivi governativi e, in assenza di soluzioni nel settore privato, si sono condotte acquisizioni pubbliche (nazionalizzazioni).

1) La Norvegia rappresenta un'eccezione in quanto per trattare i prestiti in sofferenza non è stata istituita alcuna *bad bank*.

2.3 MISURE BASATE SUI MERCATI DEI TITOLI

Oltre alle misure finalizzate principalmente al mercato monetario, l'Eurosistema è intervenuto anche direttamente in alcuni mercati dei titoli.

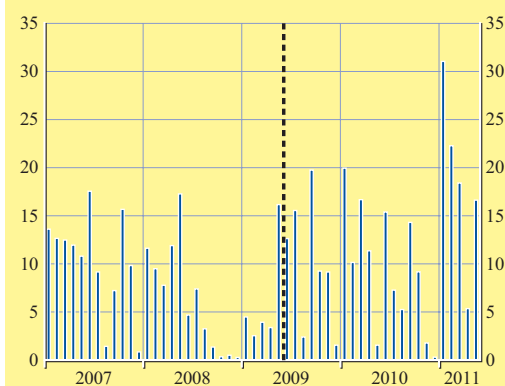
Il Programma di acquisto di obbligazioni garantite (*Covered bond purchase programme*, CBPP), annunciato il 7 maggio 2009, si prefiggeva di promuovere un allentamento delle condizioni di credito e di migliorare la liquidità in questo importante segmento di mercato, dal momento che l'emissione di obbligazioni garantite è una fonte primaria di finanziamento per le banche dell'area dell'euro. Nel periodo di dodici mesi compreso tra il 6 luglio 2009 e il 30 giugno 2010, l'Eurosistema ha effettuato acquisti definitivi di obbligazioni garantite denominate in euro emesse nell'area dell'euro fino al valore nominale complessivo preannunciato di 60 miliardi di euro.

Nel mercato primario l'annuncio del CBPP ha innescato la riattivazione dell'emissione di obbligazioni garantite di tipo *jumbo* nell'area dell'euro, i cui volumi sono tornati ai livelli osservati prima della crisi (cfr. figura 6). L'effetto sul mercato secondario è stato visibile nella dinamica dei differenziali delle obbligazioni garantite attorno al giorno dell'annuncio (cfr. figura 7). La maggior parte dei mercati di questa tipologia di titoli nell'area dell'euro ha registrato una notevole riduzione dei differenziali determinata dal CBPP. Mentre la variazione media giornaliera dei differenziali è stata trascurabile prima di detto evento, i differenziali sono scesi anche di 7 punti base (nel caso delle obbligazioni garantite tedesche) nel giorno dell'annuncio e sono diminuiti ulteriormente a un ritmo medio di 2 punti base al giorno nella settimana successiva. Sebbene l'annuncio del programma abbia avuto un impatto significativo sui prezzi, in seguito gli acquisti effettivi hanno esercitato effetti piuttosto limitati in quanto sono stati considerati probabilmente come l'esecuzione di un impegno già annunciato¹³⁾.

Il Programma di acquisto di titoli obbligazionari (*Securities Markets Programme*, SMP) è stato lanciato in risposta alla crisi del debito sovrano

Figura 6 Emissione di obbligazioni garantite *jumbo* nell'area dell'euro

(miliardi di euro)



Fonte: Dealogic.

Nota: la linea tratteggiata indica la data in cui il CBPP è stato annunciato.

il 10 maggio 2010¹⁴⁾. Il programma intende affrontare il malfunzionamento di alcuni mercati dei titoli e migliorare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria¹⁵⁾. Nell'ambito dell'SMP, sono idonei ad essere acquistati titoli di debito pubblici e privati. L'Eurosistema riasorbe la liquidità offerta attraverso l'acquisto di obbligazioni mediante operazioni settimanali di assorbimento di liquidità in modo da assicurare che la politica monetaria non ne risenta.

La valutazione dell'efficacia dell'SMP è complessa poichè il grado di normalizzazione del processo di trasmissione operante attraverso i mercati obbligazionari non può essere facilmente colto da uno o più indicatori. Nondime-

13) Cfr. Beirne, J., L. Dalitz, J. Ejsing, M. Grothe, S. Manganelli, F. Monar, B. Sahel, M. Sušec, J. Tapking e T. Vong, *The impact of the Eurosystem's covered bond purchase programme on the primary and secondary markets*, Occasional Paper della BCE, n. 122, gennaio 2011.

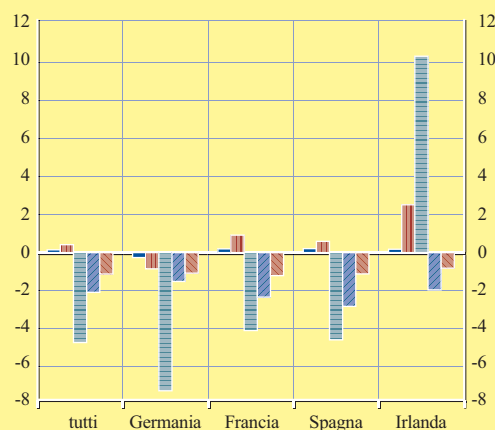
14) Allo stesso tempo, quando è scoppiata la crisi del debito sovrano sono state reintrodotte alcune misure non convenzionali finalizzate soprattutto al mercato monetario che erano state gradualmente rimosse agli inizi del 2010.

15) Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro *Misure aggiuntive decise dal Consiglio direttivo* nel numero di maggio 2010 di questo Bollettino. Per una trattazione delle modalità con cui il malfunzionamento dei mercati delle obbligazioni sovrane possa influire negativamente sul processo di trasmissione della politica monetaria, cfr. la sezione 2.1 del presente articolo.

Figura 7 Variazioni giornaliere medie dei differenziali di *swap* su obbligazioni garantite attorno alla data dell'annuncio del Programma di acquisto di obbligazioni garantite

(punti base)

- un mese prima
- una settimana prima
- annuncio del CBPP
- una settimana dopo
- un mese dopo



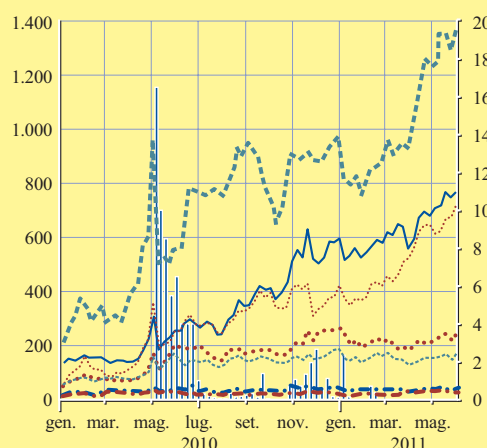
Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nota: la figura riporta le variazioni giornaliere medie del differenziale sulle obbligazioni garantite per gli *swap* in euro a cinque anni calcolato per le finestre temporali dal 1° aprile al 6 maggio 2009 ("un mese prima"), dal 30 aprile al 6 maggio ("una settimana prima"), dal 6 al 7 maggio ("annuncio del CBPP"), dal 7 al 14 maggio ("una settimana dopo") e dal 7 maggio al 5 giugno ("un mese dopo"). I rendimenti delle obbligazioni garantite corrispondono agli indici iBoxx per paese.

Figura 8 Differenziali di rendimento su titoli di Stato decennali rispetto ai rendimenti dei titoli di Stato tedeschi e regolamenti settimanali nell'ambito dell'SMP

(dati settimanali; punti base; miliardi di euro)

- regolamenti settimanali nell'ambito dell'SMP (scala di destra)
- Spagna
- Grecia
- Irlanda
- Portogallo
- Italia
- Francia
- Paesi Bassi



Fonti: Thomson Reuters e BCE.

Nota: i regolamenti settimanali nell'ambito dell'SMP fino al 12 luglio 2010 si riferiscono agli importi regolati netti nella settimana così come annunciati nelle operazioni settimanali di assorbimento della liquidità. I dati a partire dal 19 luglio concernono gli acquisti regolati nella settimana, senza considerare le operazioni per i titoli in scadenza e l'ammortamento.

no, considerando gli effetti diretti dell'annuncio dell'SMP e della sua applicazione iniziale sui rendimenti obbligazionari, i differenziali di rendimento sui titoli di Stato a dieci anni rispetto ai titoli di Stato tedeschi hanno registrato un considerevole calo generalizzato lunedì 10 maggio (cfr. figura 8).

Ciò suggerisce che l'annuncio, unitamente al primo giorno degli interventi, è stato piuttosto efficace. Occorre tuttavia considerare che nel fine settimana dell'8 e 9 maggio sono state assunte ulteriori decisioni aventi un potenziale impatto sui mercati finanziari, fra cui impegni aggiuntivi da parte di alcuni Stati membri dell'UE di anticipare il risanamento dei conti pubblici e l'accordo tra i governi euro-

pei sull'istituzione della European Financial Stability Facility. L'efficacia degli interventi dell'SMP, inoltre, non può essere valutata esclusivamente sulla base dei differenziali osservati sulle obbligazioni. Ad esempio, la semplice possibilità di interventi nei mercati obbligazionari potrebbe aver contribuito a limitare il contagio a partire dai paesi direttamente interessati dalla crisi del debito sovrano ad altri paesi, che avrebbe comportato un maggiore effetto frenante sul processo di trasmissione monetaria nel complesso dell'area dell'euro se non fosse stato introdotto l'SMP. Dal luglio 2010 i livelli degli acquisti effettuati nell'ambito dell'SMP sono stati notevolmente inferiori, benché la volatilità dei differenziali delle obbligazioni sia rimasta elevata.

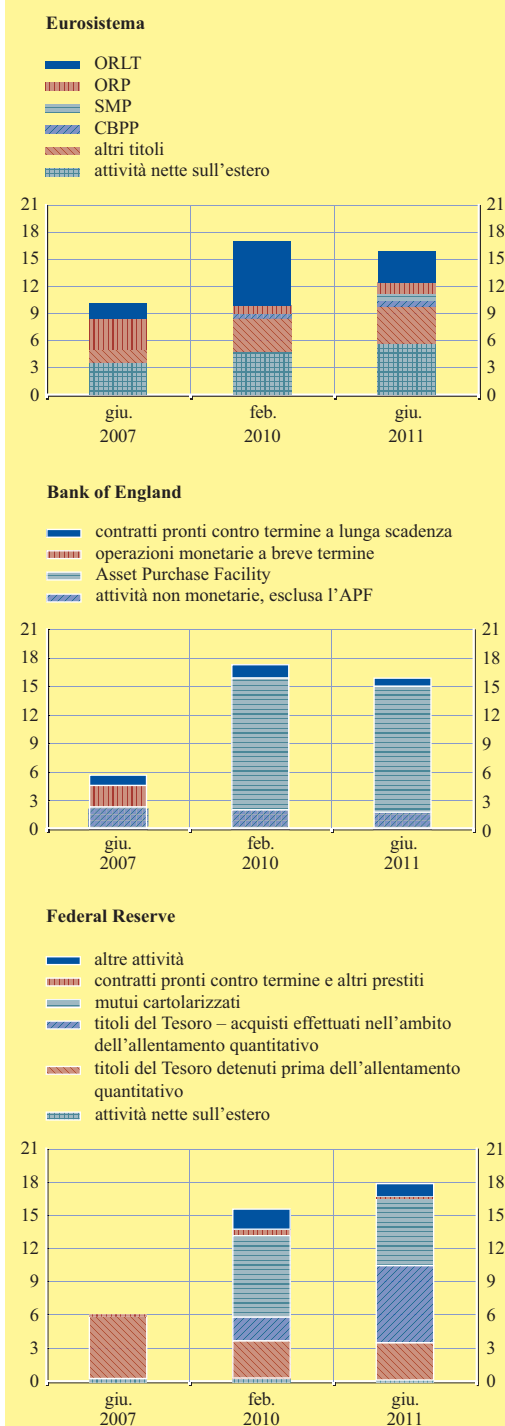
Nel complesso, l'SMP si è dimostrato molto importante nel contribuire a una migliore trasmissione della politica monetaria al complesso dell'area dell'euro. Questo ruolo è stato particolarmente rilevante agli inizi dell'attuazione del programma, concorrendo al contenimento del contagio sia in fase di avvio del programma sia in varie occasioni negli ultimi dodici mesi. La BCE ha fornito un saldo ancoraggio per la stabilità e il clima di fiducia, che è stato essenziale per la ripresa economica nell'area dell'euro.

3 CONSIDERAZIONI SUL GRADUALE RIENTRO DELLE MISURE NON CONVENZIONALI

Le misure non convenzionali di politica monetaria adottate dalla BCE sono state concepite tenendo presente la "strategia d'uscita". Questo presupposto ha richiesto misure attuative tali da limitare condizionamenti sulle future decisioni di politica monetaria. Gli interventi sono stati effettuati principalmente sulle banche attraverso contratti pronti contro termine con durata limitata senza proroghe automatiche dopo la scadenza. In questo modo, l'esposizione della BCE ai rischi insiti nei titoli sottostanti è rimasta moderata e la responsabilità di finanziare l'economia più in generale è restata in seno al settore finanziario. Le misure di sostegno al credito hanno pertanto interessato unicamente le condizioni di raccolta per le banche e si sono distinte dall'allentamento quantitativo praticato da altre importanti banche centrali. Le misure di allentamento quantitativo comportano l'acquisto di obbligazioni sul mercato aperto con l'obiettivo primario di ridurre i rendimenti del mercato obbligazionario riducendo i premi a termine. Dal confronto tra il bilancio dell'Eurosistema e quello della Bank of England e della Federal Reserve statunitense emerge la portata di gran lunga maggiore degli interventi sui mercati obbligazionari effettuati sotto forma di acquisti definitivi sia nel Regno Unito sia negli Stati Uniti (cfr. figura 9), elemento in parte attribuibile al fatto che in questi paesi il finanziamento del settore privato è maggiormente incentrato sul mercato.

Figura 9 Bilanci dell'Eurosistema, della Bank of England e della Federal Reserve

(in percentuale del PIL)



Fonti: Banca centrale europea, Bank of England, Federal Reserve. Nota: per calcolare i dati di giugno 2011 è stato utilizzato il PIL relativo al primo trimestre dell'anno.

Le misure non convenzionali della BCE, invece, hanno operato prevalentemente attraverso un'estensione dell'assetto operativo esistente, con un prolungamento delle scadenze e un ampliamento dell'elenco delle garanzie, e mediante importi relativamente contenuti di acquisti definitivi. Ciò implica che la BCE ha mantenuto un grado elevato di flessibilità nelle sue future decisioni perché le misure adottate possono essere per la maggior parte facilmente riassorbite quando saranno ripristinate le normali condizioni finanziarie in grado di autoalimentarsi. Le tre ORLT a un anno ne sono un esempio: non sono state rinnovate alla scadenza, il che ha originato una riduzione complessiva e una normalizzazione della scadenza in essere per le operazioni di rifinanziamento (cfr. figura 2).

La diversa natura delle misure non convenzionali della BCE ha anche implicazioni per l'entità del bilancio della banca centrale. Il suo incremento relativo durante la crisi è stato più contenuto rispetto al caso delle banche centrali che hanno effettuato soprattutto interventi sotto forma di acquisti di attività, come negli Stati Uniti e nel Regno Unito.

In prospettiva, le misure non convenzionali della BCE continueranno a essere progressivamente rimosse in linea con la normalizzazione in atto delle condizioni di intermediazione finanziaria rilevante ai fini del meccanismo di trasmissione. Il loro ritiro sarà graduale per continuare ad assicurare una trasmissione efficace dell'orientamento di politica monetaria. Le decisioni a tale riguardo possono essere assunte in maniera indipendente dalle modifiche ai tassi di interesse di riferimento della BCE, data la loro complementarietà. Ciò è emerso chiaramente nell'aprile e nel luglio 2011 quando i tassi di interesse di riferimento della BCE sono stati innalzati di 25 punti base, in entrambi i casi, e le misure non convenzionali in atto sono state lasciate inalterate.

Nel decidere la portata e la velocità del rientro delle misure non convenzionali, occorre tenere conto del fatto che, quanto più a lungo queste sono attive (soprattutto a tassi di interesse molto bassi) tanto maggiore è il rischio

di introdurre distorsioni e generare incentivi a un'eccessiva assunzione di rischi, circostanza che indurrebbe in ultima istanza sia alla creazione di squilibri finanziari sia a rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine. L'offerta di un ingente ammontare di liquidità alle singole banche a tassi molto bassi per un prolungato periodo di tempo comporta anche il rischio di ritardare il necessario risanamento dei bilanci e quindi di ostacolare la crescita economica nel medio termine.

In particolare, il sostegno della BCE alla liquidità nel settore bancario non può sostituirsi alle misure che devono essere adottate dai governi nazionali, dagli organi di regolamentazione e dal settore finanziario stesso per assicurare la solvibilità delle singole banche e la sostenibilità dei modelli imprenditoriali del settore bancario, anche a tassi di interesse più elevati. Il rafforzamento della capacità di tenuta dei bilanci in tutti i settori, comprese le famiglie, le società finanziarie e non finanziarie nonché le amministrazioni pubbliche, costituisce un fattore essenziale per una crescita economica solida e sostenibile nell'area dell'euro. La BCE configura le condizioni complessive di finanziamento nell'economia attraverso l'orientamento di politica monetaria e non può e non deve assumere responsabilità che ricadono nella sfera di competenza degli organi di regolamentazione o di bilancio.

4 INSEGNAMENTI TRATTI E CONCLUSIONI

Dall'esperienza della BCE in merito alle misure non convenzionali di politica monetaria si possono trarre tre principali insegnamenti.

Innanzitutto, il concentramento delle misure non convenzionali sul mercato monetario e sul finanziamento delle banche è servito a preservare il processo di trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro. Questo vale soprattutto per quanto riguarda il fatto che la domanda di liquidità della banca centrale da parte delle banche è stata interamente soddisfatta a fronte di un ampliamento dell'elenco delle garanzie

idonee e mediante aste a tasso fisso. Questo ha permesso la flessibilità nell'aggiudicazione della liquidità, in considerazione del fabbisogno di liquidità di natura eterogenea tra le varie banche, e la riduzione dell'incertezza relativa alla provvista in termini di quantità, tassi di interesse e scadenze. Le evidenze disponibili suggeriscono inoltre che si sono dimostrate efficaci misure per importi relativamente modesti, ma mirate, a favore di segmenti di mercato dei titoli interessati da disfunzioni. Il CBPP ha stimolato nuove emissioni nel mercato delle obbligazioni garantite e ha ridotto i differenziali nel mercato secondario, migliorando così le condizioni di provvista delle banche, mentre l'SMP ha contribuito a contenere il contagio, che altrimenti avrebbe gravemente compromesso il processo di trasmissione nell'area dell'euro.

In secondo luogo, l'ampio assetto operativo adottato sin dall'introduzione dell'euro nel 1999 ha assicurato la necessaria flessibilità alla BCE per perseguire l'obiettivo di mantenere la stabilità dei prezzi nel medio termine. La maggior parte delle misure non convenzionali adottate dalla BCE hanno richiesto solo modifiche ai parametri dell'assetto operativo esistente per l'attuazione della politica monetaria. Ciò ha contribuito a infondere fiducia e ridurre l'incertezza, agevolando così il mantenimento della stabilità dei prezzi.

Infine, l'attuazione della politica monetaria della BCE non è mai stata vincolata dalle misure non convenzionali. La BCE non ha intrapreso ampi programmi di acquisti definitivi di attività né ha fornito alcun indirizzo in merito alla futura evoluzione dei tassi ufficiali. Ciò le ha consentito di mantenere una grande flessibilità nell'adeguare la propria *policy* ad andamenti economici e finanziari inattesi per preservare la stabilità dei prezzi.

Le decisioni adottate nell'aprile e nel luglio 2011 di aumentare i tassi di interesse di riferimento della BCE di 25 punti base (in entrambi i casi), mantenendo al contempo le misure non convenzionali attive, riflette la flessibilità nell'adeguamento delle misure convenzionali e non convenzionali. In prospettiva, l'orientamento di politica monetaria sarà modificato in linea con i rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine, mentre la tempistica e il ritmo del graduale rientro delle misure non convenzionali sarà deciso sulla base dei progressi compiuti nella normalizzazione del meccanismo di trasmissione (in grado di autoalimentarsi). È tuttavia essenziale che tutti i settori (famiglie, imprese e società finanziarie, nonché amministrazioni pubbliche) compiano rapidi progressi nell'ulteriore risanamento e rafforzamento dei bilanci come presupposto essenziale per una crescita economica solida e sostenibile nell'area dell'euro.



IL MECCANISMO EUROPEO DI STABILITÀ

La crisi finanziaria mondiale ha messo in luce serie debolezze sia nella struttura sia nell'attuazione del quadro esistente per la governance economica dell'Unione europea e, in particolare, dell'area dell'euro. Le regole di bilancio (contenute nel Patto di stabilità e crescita) sono state indebolite nel tempo; inoltre, le procedure e i provvedimenti previsti per assicurare il coordinamento delle politiche economiche non sono stati attuati. Il Consiglio europeo del 24 e 25 marzo 2011 ha adottato un insieme articolato di misure intese a rispondere alla crisi in atto, oltre che a evitare lo scoppio di altre in futuro. Questo pacchetto è principalmente inteso a rafforzare i meccanismi di prevenzione e correzione degli squilibri interni ed esterni, con particolare riferimento a quelli di natura fiscale e ai problemi di competitività dei singoli Stati membri, ben prima che possano costituire una minaccia sistemica. Prevede inoltre l'introduzione di un meccanismo permanente di gestione delle crisi come salvaguardia di ultima ratio contro gli squilibri nei diversi paesi. Il nuovo Meccanismo europeo di stabilità (MES) dovrebbe entrare in vigore il 1° luglio 2013, dopo una modifica del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (il Trattato) e la firma del Trattato istitutivo del MES da parte dei paesi appartenenti all'area dell'euro. Questo articolo descrive la logica sottostante l'istituzione del MES e ne considera gli elementi di maggiore rilievo¹⁾.

La Banca centrale europea considera fondamentale che l'esistenza, la struttura e le attività del MES non creino azzardo morale ma piuttosto rafforzino gli incentivi ad adottare politiche fiscali ed economiche prudenti in tutti i paesi appartenenti all'area dell'euro. Per questo motivo, è cruciale che l'assistenza finanziaria sia concessa senza agevolazioni e subordinatamente al rispetto di condizioni estremamente rigorose sul piano delle politiche macroeconomiche. Essa non deve fungere da trasferimento fiscale, bensì da semplice ponte di liquidità che consenta ai paesi dell'area in difficoltà di prendersi il tempo necessario ad adottare le opportune misure di ripristino della sostenibilità fiscale e della competitività nel medio periodo. Il MES sarà attivato ove indispensabile per salvaguardare la stabilità finanziaria dell'area dell'euro nel suo insieme. È dunque della massima importanza che le misure di prevenzione delle crisi e sorveglianza sulle politiche siano ben concepite e interamente attuate, in modo da non rendere necessario il ricorso al MES.

I L'UTILITÀ DI UN MECCANISMO PERMANENTE PER LA GESTIONE DELLE CRISI

Il quadro istituzionale dell'Unione economica e monetaria (UEM) è unico nel suo genere²⁾. L'UEM, un'unione monetaria cui non corrisponde un'unione politica completa, è caratterizzata da: una politica monetaria unica definita a livello sovranazionale (l'area dell'euro); un mercato comune; politiche fiscali ampiamente decentrate, che restano di competenza dei singoli Stati membri dell'UE ma che sono soggette a procedure di coordinamento basate su regole (come ad esempio il Patto di stabilità e crescita).

L'ordinato funzionamento dell'UEM impone ai governi degli Stati membri di garantire la sostenibilità delle finanze pubbliche, la competitività dell'economia e la stabilità del sistema

finanziario a livello nazionale. Il mancato soddisfacimento di almeno una di queste condizioni per un periodo di tempo prolungato riduce i benefici netti dell'UEM e presenta il rischio di effetti di contagio negativi tra paesi. Il Trattato contiene due disposizioni fondamentali intese a evitare un'accumulazione eccessiva di debito a livello nazionale e a tutelare l'indipendenza della Banca centrale europea (BCE): il divieto di salvataggio finanziario (articolo 125) e quello di finanziamento monetario (articolo 123). Queste disposizioni proibiscono i trasferimenti e la

1) Al momento della stesura di questo articolo, il Trattato che istituisce il meccanismo europeo di stabilità (Trattato MES) era ancora in fase di completamento.

2) Per un'analisi più dettagliata delle disposizioni istituzionali, cfr. gli articoli *Una sola politica monetaria e numerose politiche di bilancio: come assicurare il regolare funzionamento dell'UEM* e *La relazione tra la politica monetaria e le politiche di bilancio nell'area dell'euro*, rispettivamente nei numeri di luglio 2008 e febbraio 2003 di questo Bollettino.

monetizzazione del debito pubblico in caso di crisi debitoria in uno Stato membro. Esse continueranno a svolgere un ruolo cardine dopo la riforma della *governance* economica dell'UE.

Al tempo stesso, la crisi finanziaria ha messo in luce importanti debolezze e lacune nell'esistente quadro per la *governance*. Le regole fiscali (contenute nel Patto di stabilità e crescita) sono state indebolite nel tempo e le procedure e i provvedimenti introdotti per assicurare il coordinamento sul piano delle politiche economiche non sono stati attuati. Se queste debolezze e lacune non fossero affrontate la stabilità finanziaria dell'area dell'euro nel suo insieme rischierebbe di essere messa a repentaglio. L'UEM è contraddistinta da un grado elevato di integrazione economica e finanziaria dei suoi membri, che in tempi normali va a beneficio di tutti. Nei momenti di crisi, tuttavia, una stretta integrazione finanziaria comporta che andamenti insostenibili in uno Stato membro possano facilmente estendersi ad altri considerati vulnerabili dagli operatori.

Una maggiore sorveglianza fiscale, macroeconomica e macroprudenziale è imprescindibile per evitare che una perdita di fiducia nella sostenibilità delle politiche di un paese provochi effetti di contagio destabilizzanti in altri. L'incapacità della *governance* economica dell'UE di prevenire e correggere le politiche nazionali insostenibili che hanno concorso all'accumulazione di ampi squilibri nei paesi dell'area dell'euro ha reso fin troppo evidenti le carenze del quadro di riferimento complessivo per la *governance*. Ciò vale in particolare per la debole implementazione delle raccomandazioni di *policy*, l'inadeguatezza delle misure adottate al fine di scoraggiare o correggere i casi di violazione e l'insufficiente riconoscimento – da parte dei responsabili delle politiche a livello nazionale – della necessità di garantire coerenza tra le politiche dei singoli Stati membri all'interno di un'unione monetaria, soprattutto per quanto riguarda gli andamenti della competitività³⁾.

Nella riunione del 24 e 25 marzo 2011, il Consiglio europeo ha concordato una serie di passi importanti intesi a rafforzare il quadro per la

governance economica dell'UE. Il Patto di stabilità e crescita sarà riformato per migliorare la sorveglianza sulle politiche fiscali e promuovere l'applicazione tempestiva di misure correttive. Sarà istituito un nuovo quadro di sorveglianza macroeconomica, comprendente un meccanismo sanzionatorio, per fronteggiare tempestivamente gli squilibri macroeconomici interni ed esterni. A queste proposte legislative a livello di intera UE si aggiunge un nuovo "Patto euro plus" tra i paesi dell'area dell'euro – cui possono aderire anche gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area – che ha lo scopo di migliorare la competitività, promuovere l'occupazione, accrescere la sostenibilità delle finanze pubbliche e rafforzare la stabilità finanziaria. Tali misure affiancano il rafforzamento dell'architettura di vigilanza sul sistema finanziario in vigore dagli inizi del 2011 con l'istituzione del Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB, il nuovo organismo dell'UE incaricato della vigilanza macroprudenziale) e le tre nuove Agenzie europee di vigilanza: l'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA), l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA) e l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA). Quando saranno pienamente operativi, i suddetti provvedimenti dovrebbero consolidare il pilastro economico dell'UEM.

La rigorosa osservanza del Patto di stabilità e crescita, l'attenta vigilanza sugli squilibri macroeconomici e l'efficace coordinamento delle politiche economiche dovrebbero costituire una tutela contro crisi di fiducia del tipo e dell'entità osservati nel recente passato. Il rafforzamento della sorveglianza fiscale e macroeconomica non può tuttavia scongiurare del tutto il rischio di una crisi, poiché esiste sempre la possibilità di shock esterni imprevisti. Per questo motivo, e allo scopo di assicurare la stabilità dell'area dell'euro nel

3) Cfr. l'articolo *La riforma della governance economica nell'area dell'euro: elementi essenziali* nel numero di marzo 2011 di questo Bollettino.

suo insieme, è stato deciso di introdurre anche un quadro di riferimento per l'offerta di sostegno finanziario temporaneo ai paesi appartenenti all'area. Si tratterà di fornire un ponte di liquidità per il periodo di tempo necessario ad attuare un articolato programma di aggiustamento inteso a correggere gli squilibri e riconquistare l'accesso ai mercati. Qualunque finanziamento erogato dal MES deve essere subordinato a una fortissima condizionalità sul piano delle politiche.

Scopo del quadro per la gestione delle crisi è fornire ai paesi dell'area dell'euro che si trovano in difficoltà il tempo necessario per adottare provvedimenti atti a ripristinare la sostenibilità fiscale, la competitività e la stabilità finanziaria a medio termine. L'assistenza finanziaria sarà subordinata all'attuazione di un programma di aggiustamento in grado di risolvere i problemi esistenti, il quale includerà di norma misure di risanamento dei conti pubblici e riforme strutturali intese ad affrontare le rigidità nel mercato del lavoro e in quello dei beni e servizi, migliorando di conseguenza il potenziale di crescita dell'economia. L'impatto di tali misure, che comunque si esplica in parte a breve termine, viene spesso avvertito appieno nel medio periodo. In questo contesto, l'assistenza finanziaria funge da ponte di liquidità finché il paese in questione recupera l'accesso al mercato. Essa deve essere fornita a condizioni non di favore, che presentino cioè un'attrattiva sufficientemente scarsa da accrescere l'incentivo del paese a riaffacciarsi sui mercati appena possibile. Occorre inoltre che l'assistenza finanziaria sia erogata in più quote, subordinatamente al rispetto degli obiettivi definiti nel programma di aggiustamento, in modo da incoraggiare il paese beneficiario ad assicurare il rispetto di quest'ultimo nel tempo.

Le suddette caratteristiche strutturali del quadro europeo per la gestione delle crisi sono volutamente simili a quelle principali dei programmi di aggiustamento sostenuti dal Fondo monetario internazionale (FMI). La natura del vincolo di bilancia dei pagamenti è evidentemente diversa per i paesi dell'area dell'euro, i quali sotto questo profilo somigliano più alle regioni di uno

Stato che a giurisdizioni dotate di una moneta propria. Questo è uno dei motivi per cui all'interno dell'UE il sostegno alla bilancia dei pagamenti è rivolto esclusivamente agli Stati membri non appartenenti all'area⁴⁾.

La creazione del quadro di riferimento per la gestione delle crisi nell'area dell'euro è motivata da tre considerazioni principali.

In primo luogo, anche in presenza di un quadro rafforzato per la *governance* dell'area dell'euro, non sono da escludere shock esterni e crisi di fiducia con implicazioni per la capacità dei singoli paesi di finanziarsi sui mercati. Uno shock esogeno di portata senza precedenti potrebbe ad esempio colpire in modo asimmetrico un paese dell'area, con pesanti ripercussioni sulle sue prospettive economiche interne. Poiché l'unione monetaria accresce la probabilità di effetti di contagio transnazionale e dato che non esiste un'autorità fiscale centralizzata, tale shock potrebbe destabilizzare l'intera area dell'euro (in assenza di una barriera finanziaria protettiva). Il potenziale di interazioni negative (che si rafforzano a vicenda) tra il settore fiscale e quello finanziario rischia di essere considerevole e questo potrebbe amplificare e propagare lo shock.

Permane in secondo luogo la possibilità di problemi nel mercato finanziario, comprese tendenze che si autorealizzano nella definizione dei prezzi del rischio sovrano. Tali problemi sono particolarmente gravi in un'unione monetaria, dato il pericolo di contagio. L'esperienza dei mercati dei titoli di Stato dell'area dell'euro negli ultimi anni è significativa a questo riguardo. Prima delle tensioni che hanno interessato il settore finanziario nell'autunno del 2008, gli *spre-*
ad sulle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro

4) Il Meccanismo di sostegno finanziario a medio termine (Medium-Term Financial Assistance facility, MTFA) è uno strumento basato sull'articolo 143 del Trattato, che permette al Consiglio UE di autorizzare la Commissione europea a raccogliere fondi nei mercati dei capitali ed erogare finanziamenti a condizioni rigorose agli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro in difficoltà finanziarie. I beneficiari attuali includono Lettonia e Romania.

risultavano molto vicini tra di loro nonostante le consistenti differenze tra paesi in termini di posizione fiscale e strutturale sottostante. La sottovalutazione del rischio sovrano e, in ultima istanza, il mancato funzionamento della disciplina di mercato in un periodo di tranquillità hanno lasciato rapidamente il posto a una repentina e disordinata rivalutazione del rischio. Ciò è spesso avvenuto, ancora una volta, senza tenere in debita considerazione le diverse posizioni fiscali e strutturali. L'applicazione piuttosto brusca e polarizzata della disciplina di mercato indica inoltre che, in tale contesto, una crisi prolungata di liquidità poteva – se trascurata – diventare una minaccia sistemica. Un quadro per la gestione delle crisi affronterebbe queste situazioni e quindi compenserebbe in parte il fatto che i mercati sono strutture imperfette per la disciplina delle politiche di interesse pubblico.

In terzo luogo, l'esperienza recente ha altresì evidenziato l'esigenza di credibilità e prevedibilità nelle risposte alle crisi. Un quadro credibile per la gestione delle crisi dovrebbe contribuire a formare le aspettative degli operatori offrendo "regole del gioco" chiare e quindi influenzando sugli incentivi sia per i creditori privati sia per i debitori pubblici. Tali incentivi dipendono in maniera cruciale dalla struttura del meccanismo per la gestione delle crisi, in particolare dalla misura in cui accresce l'interesse dei governi nazionali ad attenersi a politiche fiscali e macroeconomiche sane e quello degli investitori a definire correttamente il prezzo del rischio connesso ai prestiti concessi a mutuatari sovrani. Se ben strutturato, il meccanismo dovrebbe altresì fungere da ulteriore ammortizzatore per i suddetti effetti non lineari, nei quali improvvisi mutamenti del clima di fiducia degli operatori possono trasformare le tensioni in crisi vere e proprie.

Su questo sfondo, i governi dell'area dell'euro hanno deciso di istituire un meccanismo permanente per la gestione delle crisi – il MES – come salvaguardia di *ultima ratio* contro gli squilibri nei singoli paesi.

Un quadro di riferimento efficiente per il ricorso ai finanziamenti ufficiali deve essere concepito

in modo tale da ridurre al minimo l'azzardo morale e rafforzare gli incentivi sia ad attuare misure di aggiustamento fiscale e macroeconomico sia a rivolgersi al mercato appena possibile. Ciò può essere ottenuto attraverso una rigorosa condizionalità e disposizioni eque, ma non di favore, per la determinazione dei tassi sui prestiti. La sezione che segue delinea le caratteristiche salienti del MES e le mette a confronto con gli accordi temporanei per la gestione delle crisi attualmente in vigore.

2 CARATTERISTICHE DEL MECCANISMO EUROPEO DI STABILITÀ

LA BASE DEL MECCANISMO

Nella riunione del 28 e 29 ottobre 2010 il Consiglio europeo ha deciso di istituire un meccanismo permanente per la gestione delle crisi inteso a salvaguardare la stabilità finanziaria nell'insieme dell'area dell'euro e sostituire dal 1° luglio 2013 le soluzioni temporanee preesistenti quali lo strumento in vigore per la Grecia, il Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria (European Financial Stabilisation Mechanism, EFSM) e il Dispositivo europeo per la stabilità finanziaria (European Financial Stability Facility, EFSF). L'EFSF resterà operativo anche oltre la suddetta data, finché non avrà ricevuto il rimborso completo dei finanziamenti che ha concesso. Le quote di prestiti in essere ancora da erogare al momento dell'entrata in vigore del MES a luglio 2013 saranno pagate nel quadro di quest'ultimo. Per limitare le passività potenziali dei paesi appartenenti all'area dell'euro durante la fase di transizione, i prestiti consolidati totali erogati dall'EFSF e dal MES non potranno superare i 500 miliardi di euro.

Il consenso politico sul MES è stato raggiunto nella riunione del Consiglio europeo del 16 e 17 dicembre 2010, quando è stato deciso di aggiungere un nuovo paragrafo all'articolo 136 del Trattato attraverso la procedura di revisione semplificata. Dopo aver sentito il parere della Commissione europea, della BCE e del Parlamento europeo, il Consiglio ha adottato la se-

Strumenti di assistenza finanziaria per i paesi dell'area dell'euro				
	Prestiti intergovernativi dell'area dell'euro alla Grecia	Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria	Dispositivo europeo per la stabilità finanziaria	Meccanismo europeo di stabilità
Forma giuridica/istituzionale	Accordo intergovernativo	Meccanismo dell'UE	Impresa privata di proprietà dei paesi dell'area dell'euro	Organizzazione intergovernativa
Struttura patrimoniale	Nessuna; prestiti bilaterali riuniti in <i>pool</i> dalla Commissione europea	Garantita dal bilancio dell'UE (vale a dire, da tutti gli Stati membri dell'UE)	Garanzie e sovragaranzie da parte dei paesi dell'area dell'euro	80 miliardi di euro di capitale versato e 620 miliardi di euro di capitale richiamabile (il pagamento delle quote iniziali da parte dei paesi dell'area dell'euro sarà effettuato in cinque rate annuali, ciascuna pari al 20 per cento del totale)
Capacità di prestito				
Limite UE/area dell'euro	80 miliardi di euro	60 miliardi di euro	440 miliardi di euro ¹⁾	500 miliardi di euro
Impegni	80 miliardi di euro	22,5 miliardi di euro per l'Irlanda 26 miliardi di euro per il Portogallo	17,7 miliardi di euro per l'Irlanda (più 4,8 miliardi di euro in prestiti bilaterali) 26 miliardi di euro per il Portogallo	N/D N/D
Strumenti	Prestiti	Prestiti, linee di credito	Prestiti, acquisto di obbligazioni nel mercato primario ¹⁾	Prestiti, acquisto di obbligazioni nel mercato primario
Durata	Prestiti da rimborsare sette anni e mezzo dopo la data di erogazione in 22 rate trimestrali di pari importo	Fino alla fine di giugno 2013	Fino alla fine di giugno 2013. Resterà tuttavia operativo anche successivamente, finché non saranno stati rimborsati tutti i prestiti in essere	Meccanismo permanente a partire da luglio 2013
Partecipazione della BCE	Partecipa alla definizione e al monitoraggio del programma; funge inoltre da agente pagatore	Partecipa alla definizione e al monitoraggio del programma; funge inoltre da agente pagatore	Partecipa alla definizione e al monitoraggio del programma; funge inoltre da agente pagatore	Partecipa sia alla realizzazione dell'analisi di sostenibilità del debito sia alla definizione e al monitoraggio del programma; funge inoltre da agente pagatore
Principali organi decisionali	Eurogruppo	Consiglio Ecofin, con votazione a maggioranza qualificata su proposta della Commissione europea	Eurogruppo/Consiglio di amministrazione dell'EFSF	Eurogruppo/Consiglio dei governatori e Consiglio di amministrazione del MES
Base giuridica Finanziamento	Decisione intergovernativa e articolo 136 del Trattato	Articolo 122 del Trattato (uno Stato membro posto di fronte a "circostanze eccezionali che sfuggono al suo controllo")	Decisione intergovernativa	Trattato intergovernativo collegato alla versione modificata dell'articolo 136 del Trattato
Condizionalità	Articoli 126 e 136 del Trattato	Decisione del Consiglio UE sulla base del Regolamento EFSM	Accordo quadro EFSF con rimandi incrociati al Protocollo d'intesa e alla decisione del Consiglio UE	Decisione del Consiglio UE sulla base del regolamento ai sensi dell'articolo 136 del Trattato (di prossima emanazione)

1) Approvati dai capi di stato o di governo dei paesi dell'area dell'euro l'11 marzo 2011

guente formulazione: "Gli Stati membri la cui moneta è l'euro possono istituire un meccanismo di stabilità da attivare ove indispensabile per salvaguardare la stabilità della zona euro nel suo insieme. La concessione di qualsiasi assistenza finanziaria necessaria nell'ambito del meccanismo sarà soggetta a una rigorosa condizionalità"⁵⁾.

La formulazione di questo nuovo paragrafo riflette alcuni presupposti importanti per l'isti-

tuzione di un meccanismo permanente a salvaguardia della stabilità⁶⁾. In particolare, l'attivabilità del MES solo "ove indispensabile per salvaguardare la stabilità della zona euro nel suo insieme" e la rigorosa condizionalità per l'ero-

- 5) Cfr. la decisione del Consiglio europeo 2011/199/UE del 25 marzo 2011 che modifica l'articolo 136 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea relativamente a un meccanismo di stabilità per gli Stati membri la cui moneta è l'euro.
- 6) Cfr. *Reinforcing economic governance in the euro area*, BCE, 10 giugno 2010.

gazione dei finanziamenti servono a limitare l'azzardo morale implicito in un meccanismo per la gestione delle crisi ed evitare che l'esistenza del MES riduca gli incentivi a perseguire politiche fiscali e macroeconomiche sane nei paesi appartenenti all'area dell'euro. La modifica proposta per l'articolo 136 del Trattato dovrebbe entrare in vigore il 1° gennaio 2013 ⁷⁾, permettendo così al MES di essere operativo da luglio dello stesso anno.

LA GOVERNANCE DEL MECCANISMO EUROPEO DI STABILITÀ

Il MES sarà istituito con un trattato sottoscritto dagli Stati membri dell'area dell'euro quale organizzazione intergovernativa nel quadro del diritto pubblico internazionale. L'EFSF è invece una società privata di diritto lussemburghese.

Le decisioni più importanti riguardo al MES saranno adottate dal suo Consiglio dei governatori, composto dai ministri finanziari dei paesi appartenenti all'area dell'euro (vale a dire, i membri dell'Eurogruppo), con il Commissario europeo per gli Affari economici e monetari e il Presidente della BCE quali osservatori. Il Consiglio dei governatori deciderà di comune accordo su quattro questioni fondamentali: la concessione dell'assistenza finanziaria; le modalità e le condizioni dell'assistenza finanziaria; la capacità di prestito del MES; le variazioni della gamma di strumenti. Per "comune accordo" si intende il parere unanime dei paesi partecipanti al voto, senza contare le astensioni, il che contribuisce a garantire l'efficienza del processo decisionale all'interno del Meccanismo. Tutte le altre decisioni saranno adottate a maggioranza qualificata, definita come l'80 per cento dei voti ponderati in base alla quota di ciascun paese nel capitale del MES.

Un secondo organo decisionale, il Consiglio di amministrazione, svolgerà i compiti specifici delegatigli dal Consiglio dei governatori. Ciascun paese dell'area dell'euro nominerà un amministratore e un amministratore supplente. Inoltre, la Commissione europea e la BCE parteciperanno in qualità di osservatori.

Il Consiglio di amministrazione sarà presieduto da un amministratore delegato responsabile della gestione quotidiana del MES. Quest'ultimo avrà sede nel Lussemburgo, come l'EFSF, per favorire una transizione ordinata fra i due meccanismi.

L'esempio del programma attivato per l'Irlanda nell'ambito dell'EFSF mostra come anche gli Stati membri dell'UE che non fanno parte dell'area dell'euro possano decidere, caso per caso, di partecipare alle operazioni di assistenza finanziaria prestata ai paesi dell'area. Tale possibilità viene mantenuta con il MES. Gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro che partecipano alle suddette operazioni saranno rappresentati nelle riunioni pertinenti dei consigli del MES, avranno accesso a tutte le informazioni rilevanti e saranno opportunamente consultati.

Il MES coopererà molto strettamente con l'FMI nella fornitura di assistenza finanziaria. In tutte le circostanze si chiederà la partecipazione attiva di quest'ultimo, a livello sia tecnico sia finanziario. Come spiegato ulteriormente più avanti, l'FMI svolgerà un ruolo importante in ogni fase dei processi di attivazione e monitoraggio coerentemente con le sue procedure decisionali e il suo mandato.

La BCE sarà coinvolta in alcune parti dell'attività del MES. In primo luogo, di concerto con la Commissione europea e l'FMI, valuterà se esista un rischio per la stabilità finanziaria dell'area dell'euro nel suo insieme ed effettuerà un'analisi rigorosa della sostenibilità del debito. In secondo luogo, ove opportuno, i suoi esperti forniranno il loro contributo di competenze tecniche ai negoziati per i programmi di aggiustamento macroeconomico e alle attività di monitoraggio svolte dal MES.

7) Le modifiche all'articolo 136 del Trattato entreranno in vigore solo dopo che tutti gli Stati membri dell'UE ne avranno notificato la ratifica. Ove ciò non avvenga entro il 1° gennaio 2013, il nuovo testo entrerà in vigore il primo giorno del mese successivo al ricevimento dell'ultima notifica.

GLI STRUMENTI PER L'ASSISTENZA FINANZIARIA

Il MES è stato istituito per fornire assistenza finanziaria secondo criteri di rigorosa condizionalità ai paesi dell'area dell'euro con gravi problemi di finanziamento. Al pari dell'EFSF, opererà principalmente attraverso la concessione di prestiti, noti come "Sostegno del MES alla stabilità" (ESM Stability Support, ESS). Questi ultimi saranno subordinati all'accettazione e all'osservanza di un programma stringente di aggiustamento macroeconomico. Avranno una scadenza fissata in base sia alla natura degli squilibri del paese beneficiario sia alle sue prospettive di riacquisire l'accesso ai mercati finanziari. Il tasso di interesse, fisso o variabile, sarà pari ai costi di finanziamento del MES maggiorati di 200 punti base. Agli importi non ancora rimborsati dopo tre anni sarà applicata un'ulteriore maggiorazione di 100 punti base. Il Consiglio dei governatori del MES sottoporrà a un riesame periodico la politica di definizione del prezzo dell'assistenza.

Ove il Consiglio dei governatori decida di modificare la struttura e la politica di prezzo, sarà importante assicurare una corretta fissazione degli incentivi secondo le seguenti linee.

La struttura di prezzo adottata dal MES è coerente con i principi sottostanti la definizione dei prezzi dei finanziamenti dell'FMI e riflette un presupposto importante per l'erogazione di assistenza finanziaria ufficiale. La fissazione dei tassi dovrebbe rendere poco attraente il ricorso all'assistenza e ridurre al minimo le fonti di azzardo morale; ciò implica un livello minimo dei tassi applicati superiore alla media storica richiesta dai mercati in "condizioni normali". Questo livello minimo è altresì necessario per remunerare adeguatamente il rischio assunto dai membri del MES.

In via eccezionale, il MES potrà acquistare obbligazioni di un paese beneficiario dell'area dell'euro nel mercato primario. In questi casi può ad esempio fungere da meccanismo di appoggio, assorbendo parti di emissioni primarie non sottoscritte da offerenti privati. Tale strate-

gia potrebbe aiutare il paese in questione a riconquistare l'accesso ai mercati e migliorerebbe quindi l'efficienza del sostegno in termini di costi. Le condizioni e le modalità per l'acquisto delle obbligazioni saranno specificate nella decisione sulle modalità e condizioni dell'assistenza finanziaria, ma saranno in ogni caso subordinate alla medesima condizionalità macroeconomica applicata nel quadro degli ESS.

È importante che il MES disponga di una gamma adeguata di strumenti per preservare la stabilità finanziaria dell'area dell'euro nel suo insieme. Tuttavia, la possibilità di ricorrere anche ad acquisti di obbligazioni sul mercato primario nel quadro della strategia generale di sostegno alla correzione macroeconomica potrebbe costituire una soluzione solo parziale. Poiché gli andamenti delle nuove emissioni di titoli di Stato dipendono in maniera cruciale da quelli del mercato secondario (attraverso i canali della liquidità e dei prezzi), più a lungo termine il MES dovrebbe poter negoziare anche strumenti sul mercato secondario per contrastare con efficacia il contagio nei periodi di grave instabilità sui mercati. Il Consiglio dei governatori potrà decidere di comune accordo di ampliare la gamma di strumenti a disposizione del MES. Per contro, ogni espansione di detta gamma a disposizione dell'EFSF richiede una modifica del suo Accordo quadro.

ATTUAZIONE DEL MECCANISMO

L'assistenza finanziaria del MES sarà attivata solo previa ricezione da parte dei Presidenti dell'Eurogruppo e dell'Ecofin, oltre che del Direttore generale dell'FMI, della richiesta di un paese appartenente all'area dell'euro. La Commissione europea, insieme all'FMI e di concerto con la BCE, valuterà successivamente l'esistenza di un rischio per la stabilità finanziaria dell'area dell'euro nel suo insieme ed effettuerà un'analisi rigorosa della sostenibilità del debito pubblico del paese interessato. Se l'analisi di sostenibilità porta a concludere che un programma di aggiustamento macroeconomico presenta possibilità realistiche di ricondurre il debito pubblico su un percorso sostenibile, la Commissione – insieme all'FMI e di concerto con la BCE – valuterà le effettive necessità di

finanziamento del paese beneficiario. Sulla base di questa valutazione, il Consiglio dei governatori del MES darà mandato alla Commissione di negoziare – insieme all’FMI e di concerto con la BCE – un programma di aggiustamento macroeconomico i cui dettagli saranno precisati in un “Memorandum d’intesa” che dovrà essere pienamente coerente con il quadro di riferimento complessivo dell’UE per il coordinamento delle politiche economiche. La Commissione proporrà al Consiglio UE una decisione di approvazione del suddetto programma, mentre il Consiglio dei governatori del MES deciderà sulla concessione dell’assistenza finanziaria e sulle modalità e le condizioni della sua fornitura.

La Commissione – insieme all’FMI e di concerto con la BCE – avrà la responsabilità di monitorare l’osservanza del programma di aggiustamento macroeconomico e presenterà una relazione al Consiglio Ecofin e al Consiglio di amministrazione del MES, sulla base della quale quest’ultimo deciderà di comune accordo il versamento di nuove quote del prestito. Il Consiglio UE può decidere, su proposta della Commissione, di effettuare una sorveglianza al termine del programma di aggiustamento, che può essere mantenuta fin quando non sarà rimborsato un determinato importo dell’assistenza finanziaria.

Per quanto concerne la sorveglianza, i paesi appartenenti all’area dell’euro eserciteranno un controllo diretto sul MES attraverso il Consiglio dei governatori. Inoltre, il Parlamento europeo sarà informato regolarmente sia sull’istituzione sia sulle operazioni del MES e i conti di quest’ultimo saranno oggetto di revisione interna ed esterna. Il MES pubblicherà una relazione annuale contenente un bilancio certificato e distribuirà ai paesi membri dell’area, con cadenza trimestrale, un rendiconto sommario della sua situazione finanziaria e un conto economico indicante i risultati delle sue attività.

Le regole e le procedure che disciplineranno le attività di valutazione e prestito del MES riflettono le prassi consolidate dell’FMI. L’erogazione dell’assistenza finanziaria è quindi rigorosamente subordinata all’attuazione di un programma

di aggiustamento macroeconomico; in caso di mancato rispetto del programma il Consiglio di amministrazione del MES può decidere di posticipare o sospendere il versamento delle quote. Poiché ciò implicherebbe il venir meno del ruolo catalizzatore che l’esistenza e l’attuazione corretta di un programma di aggiustamento svolgerebbero nel convincere il settore privato a mantenere la sua esposizione, il paese beneficiario ha tutto l’interesse a rispettare il programma.

La prospettiva di ricevere assistenza finanziaria ufficiale a determinate condizioni può evidentemente modificare gli incentivi connessi alla conduzione delle politiche economiche e quindi creare azzardo morale. È stato già rilevato come la struttura istituzionale del MES e i tassi applicati ai suoi prestiti siano essenziali per contenere il rischio di tali comportamenti opportunistici. Lo stesso vale per le disposizioni pratiche concernenti l’erogazione dell’assistenza finanziaria ufficiale. Le autorità dell’UE e l’FMI necessitano pertanto di procedure analitiche e di *policy* rigorose per valutare la necessità di assistenza e per monitorare il rispetto dei principi di condizionalità, mentre il paese beneficiario deve essere fermamente impegnato ad attuare l’aggiustamento macroeconomico. In ultima istanza, è essenziale che tutti i soggetti interessati garantiscano l’adeguata attuazione del programma nel paese in questione.

PARTECIPAZIONE DEL SETTORE PRIVATO

Nel concedere assistenza finanziaria a un paese dell’area dell’euro, il MES considererà caso per caso una partecipazione adeguata e proporzionata del settore privato che contribuisca a soddisfare il fabbisogno di fondi. Ciò consentirà di raggiungere diversi scopi, tra cui quello di favorire una corretta valutazione del rischio nei mercati dei titoli di Stato e una ripartizione equa e proporzionata degli oneri tra i contribuenti e i creditori privati nella fornitura dei finanziamenti. La partecipazione del settore privato sarà di natura ed entità diversa a seconda dei casi, in linea con la prassi dell’FMI (cfr. riquadro 1), e dovrà essere concepita in modo tale da fornire ai paesi in difficoltà il massimo incentivo a onorare i rispettivi obblighi invece di prendere in considerazione la possibilità di insolvenza.

Se l'analisi di sostenibilità porta a concludere che un programma realistico di aggiustamento macroeconomico consente di ripristinare condizioni sostenibili, come è di norma prevedibile, lo Stato membro beneficiario avvierà iniziative che incoraggino gli investitori privati a mante-

nere volontariamente le loro esposizioni. Sebbene i Ministri dell'economia dei paesi dell'area dell'euro avranno un ruolo prominente nel verificare l'attuazione di dette direttive, la Commissione europea, l'FMI, la BCE e l'Autorità bancaria europea (EBA) saranno fortemente coinvolte.

Riquadro I

L'APPROCCIO DEL FONDO MONETARIO INTERNAZIONALE ALLE VALUTAZIONI DELLA SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO, ALLA PARTECIPAZIONE DEL SETTORE PRIVATO E IL SUO STATUS DI CREDITORE PRIVILEGIATO

In considerazione del suo mandato, il Fondo monetario internazionale deve poter finanziare i paesi membri con problemi di bilancia dei pagamenti quando i mercati internazionali degli strumenti di debito sono restii a concedere prestiti oppure richiedono tassi di interesse punitivi. A questo scopo, per proteggere la sua posizione finanziaria e assicurare il rimborso del sostegno erogato, il Fondo applica tre principi fondamentali.

Il primo consiste nel finanziare solo i paesi membri il cui debito è considerato sostenibile, tenuto conto del programma di aggiustamento attuato dalle autorità nazionali. Viene condotta un'analisi volta a determinare la capacità del paese di assicurare il servizio del proprio debito senza ricorrere a misure di politica economica eccessivamente ampie. Nel 2002 il Fondo si è dotato di un quadro formale per questa analisi di sostenibilità, basato su valutazioni complementari della sostenibilità del debito pubblico ed estero totale del potenziale beneficiario. Poiché la sostenibilità non può essere interpretata in modo meccanicistico, i risultati sono visti alla luce delle circostanze specifiche del paese (comprese le caratteristiche del debito, l'esperienza passata in materia di politiche economiche e il margine di manovra di queste ultime ¹⁾).

Il secondo principio fondamentale richiede che il programma di aggiustamento sia interamente finanziato (poiché i fondi dell'FMI coprono di norma solo una parte del totale). Il fabbisogno di finanziamento di un paese viene soddisfatto da un insieme di: correzione interna; sostegno ufficiale esterno da parte del Fondo ed eventualmente di altri creditori ufficiali; partecipazione del settore privato. La combinazione di questi elementi viene determinata caso per caso e dipende dalla valutazione del paese in termini di entità del fabbisogno, capacità di realizzare un aggiustamento economico e prospettive sia di accesso ai mercati sia di sostenibilità del debito.

L'effetto combinato di un programma di aggiustamento e di finanziamenti sia pubblici sia privati è nella maggior parte dei casi sufficiente a preservare la sostenibilità del debito sovrano. Si ritiene che l'esistenza di un programma di aggiustamento credibile sostenuto dal Fondo svolga un ruolo catalizzatore a questo riguardo, contribuendo a convincere i creditori privati ad assicurare i prestiti necessari. La partecipazione del settore privato assume quindi per lo più la forma di un mantenimento dell'esposizione e/o di un'erogazione di ulteriori fondi a condizioni in linea con la sostenibilità a medio termine (su base volontaria o come conseguenza di una *moral suasion* da parte delle autorità).

1) *Staff Guidance Note on Debt Sustainability Analysis for Market Access Countries*, FMI, Washington D.C., luglio 2008.

Nei casi eccezionali in cui ritenga che le misure di aggiustamento siano insufficienti ad assicurare la sostenibilità del debito pubblico, l’FMI può erogare ulteriori finanziamenti solo se riceve garanzie del fatto che il paese interessato sta negoziando con i suoi creditori un piano articolato inteso a ristrutturare il debito sovrano. Tuttavia, la decisione di attuare tale piano spetta esclusivamente al paese debitore e non l’FMI o ad altri creditori. In queste circostanze straordinarie, la partecipazione del settore privato assume la forma di una ristrutturazione del debito che abbassa il costo del servizio dello stesso attraverso un prolungamento del periodo di rimborso, una diminuzione del tasso di interesse o una riduzione del capitale da restituire. L’FMI sostiene il ricorso alle clausole d’azione collettiva nei contratti concernenti le obbligazioni internazionali sovrane, in quanto ne riconosce il possibile ruolo positivo nell’agevolare la ristrutturazione ordinata di queste ultime.

Il terzo principio fondamentale riguarda lo status di creditore privilegiato di cui gode di fatto l’FMI. Esso deriva dalla disponibilità dei paesi membri debitori a dare la precedenza al Fondo nel rimborso delle loro passività, con l’accordo o l’acquiescenza degli altri creditori. Tale status non si fonda su una base giuridica esplicita. Il concetto viene tuttavia applicato nel Club di Parigi, al cui interno i creditori bilaterali ufficiali si sono mostrati disposti a escludere il Fondo dal processo di ristrutturazione. Lo status di creditore privilegiato è fondamentale per il ruolo di finanziatore svolto dall’FMI. Riducendo il rischio connesso alle sue attività di prestito, ne rafforza la capacità di fornire assistenza finanziaria ai membri debitori nei casi in cui i creditori privati potrebbero non essere disponibili. Al tempo stesso tutela le attività di riserva che i membri creditori hanno affidato in custodia al Fondo. I membri debitori dell’FMI hanno una lunga tradizione di rispetto dello status di creditore privilegiato del Fondo, in parte riconducibile al fatto che la puntualità nei rimborsi a quest’ultimo è essenziale per sbloccare ulteriori finanziamenti o sgravi di debito da parte degli altri creditori (ad esempio, del Club di Parigi). L’esistenza di un programma di aggiustamento sostenuto dal Fondo è stata spesso considerata dai creditori (sia pubblici sia privati) essenziale a garantire la capacità del paese beneficiario di rimborsare il debito (ristrutturato) nel medio periodo.

Il MES fruirà dello status di creditore privilegiato in modo analogo all’FMI (cfr. riquadro 1), pur accettando che lo status di quest’ultimo prevalga sul proprio. Ciò avverrà dal primo luglio 2013 senza incidere sui termini e le condizioni di ogni altro accordo stipulato dall’EFSF e del sostegno alla Grecia.

Nel caso inatteso in cui il paese sia in una condizione d’insolvenza, s’imporrà al paese beneficiario di avviare in buona fede negoziati attivi con i suoi creditori privati volti al ripristino della sostenibilità del debito, in linea con la prassi dell’FMI. Se tali misure consentono di ripristinare la sostenibilità del debito, il MES può fornire un sostegno di liquidità.

Per agevolare questo processo, dal luglio 2013 clausole di azione collettiva (CAC) standardizzate e identiche – in modo da tutelare la liquidità dei mercati – saranno inserite tra le modalità e le

condizioni di emissione di tutte le nuove obbligazioni di Stato dell’area dell’euro con scadenza superiore a un anno. Le CAC saranno coerenti con quelle comuni nel diritto inglese e in quello di New York e che si sono diffuse a partire dalla pubblicazione del Rapporto del G10 in materia e comprenderanno una clausola di aggregazione che permetterà a tutti i titoli di debito emessi da un paese appartenente all’area di essere considerati assieme nei negoziati. Ciò consentirà ai creditori di approvare con maggioranza qualificata eventuali modifiche giuridicamente vincolanti dei termini di pagamento (sospensione, allungamento della scadenza, riduzione del tasso di interesse e/o del capitale da restituire) nel caso in cui il debitore non sia in grado di pagare (cfr. riquadro 2).

Fatte salve queste considerazioni, è tuttavia importante rilevare che il ricorso alla ristrutturazione del debito come forma di partecipazione del

settore privato costituirebbe un processo molto costoso non soltanto per il paese interessato ma anche per il resto dell'area dell'euro. Una ristrutturazione del debito sovrano potrebbe minare significativamente il settore finanziario del paese in questione e presenterebbe rischi di contagio per le banche esposte nel resto dell'area. Poiché potrebbe rendersi necessaria una ricapitalizzazione di queste ultime per compensare le perdi-

te sui titoli di Stato del paese che ha proceduto alla ristrutturazione presenti nei loro portafogli, ne potrebbero conseguire ulteriori tensioni sulle posizioni fiscali dei paesi dell'area interessati. È altresì probabile che una ristrutturazione del debito comporti ampi effetti di secondo impatto, in parte attraverso l'aumento dei prestiti in sofferenza concessi a governi e imprese non finanziarie nei portafogli delle banche.

Riquadro 2

LE CLAUSOLE DI AZIONE COLLETTIVA PER I NUOVI TITOLI DI STATO DELL'AREA DELL'EURO

Il 28 novembre 2010 l'Eurogruppo ha deciso che, a partire dal luglio 2013, clausole di azione collettiva (CAC) sarebbero state incluse nelle emissioni internazionali e interne di titoli di Stato dell'area dell'euro (con scadenza superiore a un anno). Tale decisione è stata confermata nelle Conclusioni dei capi di Stato o di governo dell'area dell'euro dell'11 marzo 2011 e nelle Conclusioni del Consiglio europeo del 24 e 25 marzo 2011. Le CAC, norme contrattuali inserite tra le modalità e le condizioni delle emissioni obbligazionarie, vengono usate da molti anni per i titoli sovrani disciplinati dal diritto inglese e – dopo la pubblicazione nel 2002 del Rapporto del gruppo di lavoro del G10 sulle clausole contrattuali – sono state sviluppate anche dal settore privato per gli analoghi strumenti governati dalla legge di New York.

Grazie alle CAC, introdotte per assicurare una ristrutturazione ordinata del debito sovrano, è possibile ristrutturare efficacemente le obbligazioni in essere (attraverso, ad esempio, una modifica delle modalità fondamentali di pagamento ovvero la conversione o lo scambio) con l'accordo del paese debitore e di una maggioranza qualificata (i 2/3 o il 75 per cento) di creditori. Tale ristrutturazione si applica di norma a una singola serie obbligazionaria, ma può essere esteso anche a più serie tramite il ricorso a "clausole di aggregazione" (utilizzate da emittenti sovrani quali l'Uruguay e l'Argentina). Le CAC implicano che le modifiche accettate dalla maggioranza specificata di creditori siano finali e vincolanti per tutti i detentori dei titoli di una particolare serie di obbligazioni, a prescindere dal loro assenso. Ciò favorisce la buona riuscita della ristrutturazione superando il problema dei creditori "dissidenti"¹⁾. Per scoraggiare azioni legali di disturbo da parte di creditori di minoranza contrari alla ristrutturazione, le CAC possono attribuire a un singolo soggetto (ad esempio, un fiduciario) il potere di costituirsi in giudizio e al voto collettivo dei creditori quello di dichiarare – in caso di inadempienza – un'obbligazione immediatamente esigibile e rimborsabile al suo valore nominale maggiorato degli interessi maturati. È tuttavia prevista la possibilità di annullare tale dichiarazione attraverso una votazione a maggioranza. Le CAC favoriscono inoltre il dialogo e il coordinamento tempestivo tra il mutuatario sovrano e i suoi creditori, attraverso la designazione di un rappresentante negoziale permanente e l'imposizione di obblighi informativi aggiuntivi all'emittente.

1) Si definiscono "dissidenti" i creditori che non accettano un'offerta di scambio formulata dall'emittente per ristrutturare le obbligazioni in essere e tentano di mantenere il diritto di esigere il rimborso dei titoli "alla pari" (vale a dire, per l'intero importo nominale). Si ritiene che tale comportamento implichi il rischio di un'azione legale per il mutuatario sovrano e che possa minare significativamente la sua capacità di assicurare il servizio sui nuovi titoli emessi a favore dei creditori partecipanti allo scambio.

Le caratteristiche fondamentali delle CAC che saranno utilizzate per i titoli di Stato dell'area dell'euro dovrebbero essere coerenti con quelle delle analoghe clausole di uso comune nel diritto inglese e in quello di New York dopo la pubblicazione del Rapporto del G10 nel 2002. Le CAC saranno introdotte in forma standardizzata per garantirne un impatto giuridico simile in tutti i paesi dell'area e preservare di conseguenza condizioni di parità concorrenziale fra gli stessi.

Le disposizioni giuridiche dettagliate per l'inserimento delle CAC nei titoli di Stato dell'area dell'euro saranno stabilite sulla base del lavoro attualmente svolto in seno al Comitato economico e finanziario dell'Unione europea dal sottocomitato sui mercati UE del debito sovrano, previa consultazione adeguata degli operatori e di altri soggetti interessati, e saranno definite entro la fine del 2011.

IL FINANZIAMENTO DEL MES

Il MES avrà un capitale sottoscritto totale di 700 miliardi di euro, di cui 80 miliardi versati e 620 richiamabili. Questa struttura patrimoniale è stata definita in modo tale da assicurare al MES il merito creditizio più elevato possibile e garantire al tempo stesso una capacità di prestito di 500 miliardi di euro, corrispondente a quella congiunta dell'EFSM e dell'EFSF.

I suddetti 80 miliardi saranno versati a partire da luglio 2013 in cinque rate annuali di uguale importo. Il MES si finanzia inoltre attraverso il collocamento di titoli di debito. Durante il periodo di versamento del capitale, i paesi dell'area dell'euro si sono impegnati a garantire un rapporto minimo del 15 per cento tra il capitale versato e l'importo in essere delle emissioni del MES.

La struttura patrimoniale del MES dovrebbe contribuire alla robustezza di quest'ultimo e definire incentivi appropriati per i paesi dell'area dell'euro. In primo luogo, il capitale versato rende il MES meno vulnerabile dell'EFSF al "rischio di migrazione" (derivante dal possibile deterioramento del merito creditizio di singole

economie dell'area) in quanto riduce l'impatto dei *rating* del credito sovrano su quello complessivo del MES. In secondo luogo, l'utilizzo del capitale richiamabile in aggiunta alle garanzie offre una maggiore flessibilità. Il Consiglio di amministrazione può ad esempio decidere, a maggioranza semplice, di effettuare un richiamo di capitale ove l'importo versato si riduca per effetto dell'assorbimento di perdite. Poiché tale decisione comporta conseguenze immediate sui bilanci dei paesi chiamati a contribuire, questi ultimi hanno un forte incentivo a concedere assistenza finanziaria solo se 1) la ritengono indispensabile per salvaguardare la stabilità finanziaria dell'area dell'euro nel suo insieme e 2) sono convinti che i prestiti saranno rimborsati.

Occorre altresì rilevare che la suddetta struttura patrimoniale consente di classificare le passività del MES come debito pubblico di una "istituzione europea" e non dei singoli paesi dell'area (per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro 3). Ciò nonostante, poiché questi ultimi si impegnano a fornire ulteriori fondi al MES in circostanze specifiche, è necessario monitorare con attenzione le passività potenziali conseguenti a tali impegni.

Riquadro 3

IL TRATTAMENTO STATISTICO DEL DISPOSITIVO EUROPEO PER LA STABILITÀ FINANZIARIA E DEL MECCANISMO EUROPEO DI STABILITÀ

Dopo la decisione di istituire un Meccanismo europeo di stabilità a carattere permanente, adottata dal Consiglio europeo nella riunione del 16 e 17 dicembre 2010, la Commissione europea (Eurostat) è stata incaricata di valutare il trattamento statistico del MES. Eurostat ha sentito il

parere del Comitato per le statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti (Committee on Monetary, Financial and Balance of Payments Statistics, CMFB), composto da esperti di consolidata esperienza degli istituti nazionali di statistica, delle banche centrali nazionali, di Eurostat e della Banca centrale europea. Su questa base l'Eurostat ha deciso che il MES presenta caratteristiche tali da giustificare un trattamento diverso rispetto al Dispositivo europeo per la stabilità finanziaria, cui si andrà a sostituire dalla metà del 2013 ¹⁾.

Caratteristiche e trattamento statistico del Dispositivo europeo per la stabilità finanziaria

Il Dispositivo europeo per la stabilità finanziaria (European Financial Stability Facility, EFSF) fornisce prestiti ai paesi dell'area dell'euro con problemi finanziari. Il suo debito è garantito dagli altri paesi dell'area. Costituito come impresa privata di diritto lussemburghese, con un capitale molto limitato in rapporto alla sua capacità di raccogliere ed erogare fondi, riceve dall'Eurogruppo le indicazioni sulle attività principali da svolgere.

Poiché quando l'EFSF concede un prestito a un'economia in difficoltà agisce per conto dei paesi dell'area dell'euro che se ne fanno garanti, l'operazione verrà riallocata nei conti pubblici di questi ultimi. Ciò vuol dire che, ai fini delle statistiche macroeconomiche, i finanziamenti dell'EFSF non sono registrati come prestiti diretti al paese beneficiario. Essi figurano come finanziamenti dell'EFSF ai paesi garanti, i quali erogano poi il prestito a quello in difficoltà. Tale metodo di registrazione accresce il debito pubblico lordo non solo del beneficiario, ma anche dei garanti in proporzione alle rispettive quote nelle garanzie fornite all'EFSF.

In sostanza, le operazioni di sostegno dell'EFSF sono quindi trattate analogamente ai prestiti bilaterali coordinati concessi alla Grecia dagli altri paesi dell'area.

Caratteristiche e trattamento statistico del Meccanismo europeo di stabilità

Il MES presenta alcune caratteristiche che lo distinguono notevolmente dall'EFSF. Il MES non si configurerà come un'impresa privata, ma come un'organizzazione internazionale permanente istituita mediante trattato sottoscritto dai paesi appartenenti all'area dell'euro. Anche la sua struttura di *governance* sarà simile a quella delle altre organizzazioni internazionali. Disporrà inoltre di un consistente capitale versato (80 miliardi di euro) e potrà quindi assumersi direttamente dei rischi.

Sulla base delle caratteristiche previste, e seguendo il parere del CMFB, Eurostat ha deciso che il MES debba essere considerato alla stessa stregua di altre organizzazioni finanziarie internazionali simili (ad esempio, dell'FMI). I prestiti del MES ai paesi dell'area in difficoltà saranno registrati come quelli dell'FMI ai suoi membri (vale a dire, come finanziamenti diretti di un'organizzazione internazionale). Pertanto, a differenza di quanto avviene per l'EFSF, i prestiti erogati dal MES non passeranno attraverso i conti degli altri paesi dell'area e non accresceranno di conseguenza il debito pubblico di questi ultimi.

1) I pareri del CMFB e le decisioni di Eurostat sull'EFSF e sul MES sono disponibili sul sito Internet del CMFB (www.cmf.org).

I paesi dell'area dell'euro contribuiranno al capitale del MES secondo la loro partecipazione a quello della BCE, che è stata ponderata tenendo

conto in pari misura delle quote del rispettivo Stato membro sul totale della popolazione e del prodotto interno lordo dell'Unione europea.

Quelli con un PIL pro capite relativamente basso (inferiore, cioè, al 75 per cento della media dell'UE) potranno tuttavia fornire un contributo ridotto per un periodo massimo di 12 anni dall'entrata in vigore del MES o dal loro ingresso nell'area dell'euro⁸⁾.

3 CONCLUSIONI

Una sorveglianza fiscale, macroeconomica e macroprudenziale rafforzata è essenziale per garantire l'ordinato funzionamento dell'UEM. La rigorosa osservanza del Patto di stabilità e crescita nella sua nuova formulazione, l'attenta vigilanza sugli squilibri macroeconomici e l'efficace coordinamento delle politiche economiche dovrebbero offrire una salvaguardia contro l'accumulo di rischi sistemici che potrebbero innescare crisi di fiducia del tipo e dell'entità osservati nel recente passato. Il rafforzamento della sorveglianza fiscale e macroeconomica non può tuttavia scongiurare del tutto il rischio di una crisi, poiché esiste sempre la possibilità di shock esterni imprevisti. Per questo motivo, e allo scopo di assicurare la stabilità dell'area dell'euro nel suo insieme, è stato deciso di introdurre anche un quadro di riferimento per l'offerta di sostegno finanziario temporaneo ai paesi dell'area attraverso finanziamenti ponte della durata necessaria ad attuare un ampio programma di correzione degli squilibri.

L'istituzione di un meccanismo permanente per la gestione delle crisi nell'area dell'euro può pertanto rafforzare la struttura complessiva dell'UEM. La BCE considera fondamentale che l'esistenza, la struttura e le attività del MES non creino azzardo morale ma piuttosto rafforzino gli incentivi ad attuare politiche fiscali ed economiche prudenti in tutti i paesi dell'area nel lungo periodo. Per questo motivo, è cruciale che l'assistenza finanziaria sia concessa senza agevolazioni e subordinatamente al rispetto di condizioni estremamente rigorose sul piano delle politiche macroeconomiche.

L'assistenza finanziaria non deve fungere da trasferimento fiscale, bensì da semplice ponte di liquidità che consenta ai paesi dell'area con problemi di disporre del tempo necessario ad adottare le misure di ripristino della sostenibilità fiscale e della competitività nel medio periodo. Il MES sarà attivato solo ove indispensabile per salvaguardare la stabilità finanziaria dell'area dell'euro nel suo insieme. È quindi della massima importanza che le misure di prevenzione delle crisi e di sorveglianza sulle politiche siano ben concepite e interamente attuate, in modo da non rendere necessario il ricorso al MES.

8) La correzione temporanea sarà calcolata come segue: quota MES = quota BCE – 0,75*(quota BCE – quota reddito nazionale lordo).



IL NUOVO QUADRO UE DI GESTIONE E RISOLUZIONE DELLE CRISI FINANZIARIE

In varie giurisdizioni di tutto il mondo sono in corso lavori volti a migliorare i quadri per la gestione e risoluzione delle crisi, dopo che la crisi finanziaria ha messo a nudo le gravi carenze dei regimi esistenti. L'elaborazione di un quadro efficace risulta particolarmente complessa nell'UE, dove l'obiettivo di conseguire la stabilità all'interno di un sistema finanziario altamente integrato va temperato con le responsabilità fiduciarie che le autorità competenti conservano nei confronti dei contribuenti dei rispettivi paesi. Questo articolo passa in rassegna le iniziative europee in corso, presentandone una valutazione dal punto di vista delle banche centrali.

I INTRODUZIONE

All'indomani della crisi finanziaria l'importante azione di riforma dell'assetto regolamentare, a livello sia mondiale sia dell'UE, consiste di diversi elementi. In gran parte essa attiene alla prevenzione delle crisi, con l'obiettivo di evitare che emergano problemi seri per il settore finanziario. Rientrano ad esempio in quest'ambito le iniziative di regolamentazione volte a migliorare la vigilanza sul settore finanziario (rafforzando la supervisione macroprudenziale), ad accrescere la capacità di tenuta complessiva delle banche (Basilea 3), a sottoporre a regolamentazione le entità attualmente non regolamentate o scarsamente regolamentate (lavori collegati al sistema bancario ombra) e a ridurre l'opacità di alcune operazioni finanziarie (compensazione accentrata dei derivati OTC).

Le riforme in atto concernono inoltre il miglioramento dei meccanismi con cui le autorità possono far fronte ai problemi presso le singole banche (gestione delle crisi, compreso l'intervento precoce) e ridurre l'impatto potenziale dell'eventuale fallimento di queste ultime (regimi di risoluzione e sistemi di garanzia dei depositi). Queste iniziative sono principalmente mirate a fornire alle autorità gli strumenti e i poteri per intervenire presso le banche in una fase sufficientemente precoce, al fine di ridurre al minimo le esternalità di una crisi, come l'interruzione di servizi finanziari essenziali, il contagio di altri operatori del mercato e, più in generale, i costi per le finanze pubbliche. In certa misura, anche questo ambito di riforma rafforza la prevenzione, ad esempio accrescendo il grado di preparazione grazie alla predisposizione di piani di ripresa e di risoluzione.

Questo articolo passa in rassegna le riforme nell'UE riguardanti il nuovo quadro di gestione e risoluzione delle crisi finanziarie. Tali riforme sono state finora attuate a livello nazionale, con scarso coordinamento o armonizzazione a livello internazionale. La Commissione europea sta pertanto provvedendo a concepire un quadro generale europeo per la gestione e la risoluzione delle crisi, mentre il Financial Stability Board (FSB) fornisce una sede per il coordinamento dei regimi di risoluzione a livello mondiale ¹⁾.

2 ASPETTI GENERALI

PRINCIPALI CARENZE DEI REGIMI DI RISOLUZIONE NELL'UE

Durante la crisi finanziaria, nell'UE non è fallita nessuna banca di grandi dimensioni, ma i governi hanno dovuto apprestare una serie senza precedenti di misure di sostegno, il cui importo totale si eleva in termini di aiuti offerti al 30 per cento del PIL, e in termini di aiuti effettivamente utilizzati a circa il 13 per cento del PIL ²⁾. Sebbene i costi per le finanze pubbliche possano senz'altro rivelarsi inferiori alle aspettative iniziali ³⁾, gli interventi pubblici di questo tipo rischiano di

- 1) Ciò avviene nel quadro dell'iniziativa di *policy* dell'FSB dedicata alle istituzioni finanziarie di importanza sistemica.
- 2) Cfr. la comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo, al Comitato delle regioni e alla Banca centrale europea intitolata "Un quadro dell'UE per la gestione delle crisi nel settore finanziario", COM(2010) 579 versione definitiva, 20 ottobre 2010. Per un'analisi dettagliata delle misure di sostegno pubbliche, cfr. Stolz, S. H. e Wedow, M., "Extraordinary measures in extraordinary times – public measures in support of the financial sector in the EU and the United States", *Occasional Paper Series*, n.117, BCE, luglio 2010.
- 3) Cfr. ad esempio Schildbach, J., "Direct fiscal cost of the financial crisis", *Deutsche Bank Research Papers*, maggio 2010.

alimentare nel lungo periodo l'azzardo morale, indebolendo gli incentivi degli operatori a comportarsi con la dovuta prudenza.

Questi sviluppi sono stati il risultato di svariati fattori differenti. In primo luogo, per questioni legali, il fallimento delle istituzioni finanziarie non era un'alternativa percorribile, poiché in gran parte delle giurisdizioni alle banche potevano applicarsi soltanto le ordinarie procedure fallimentari (o una loro versione leggermente modificata). Tali procedure non tengono adeguatamente conto della particolare natura degli istituti di credito e non si prestano pertanto a contenere a livello di intera economia le perdite su crediti e di liquidità che comporterebbe un fallimento bancario⁴⁾. In secondo luogo, anche laddove esisteva un regime specifico e ben concepito per l'insolvenza o la risoluzione delle banche, la mancanza o l'inadeguatezza dei dispositivi di finanziamento privati (fondi di risoluzione costituiti *ex ante*, sistemi di garanzia dei depositi per il contenimento dei rischi, valutazioni *ex post* o altri mezzi innovativi di ricapitalizzazione) rendeva necessario in ultima istanza un "intervento di sostegno pubblico" per fornire i fondi necessari alle misure di salvataggio. In ter-

zo luogo, se da un lato la gestione dei problemi di alcune banche puramente domestiche si è rivelata difficile (come evidenzia il caso di Northern Rock nel Regno Unito), dall'altro il tracollo delle banche islandesi⁵⁾ e di Fortis nel Benelux⁶⁾ mostra che le banche transfrontaliere possono comportare difficoltà ancora maggiori⁷⁾. Anche in questo caso i motivi sono molteplici: i mandati delle varie autorità nazionali coinvolte in una situazione di crisi internazionale prescrivono un intervento diverso sotto il profilo dei tempi (eventi che fanno scattare l'intervento), delle modalità (disponibilità e portata degli strumenti e dei poteri) e degli obiettivi (protezione dei depositanti nazionali, dovere di rendiconto ai governi nazionali).

4) Per un'analisi teorica delle differenze fra i regimi di insolvenza delle imprese e delle banche, cfr. Bliss, R. e Kaufman, G., "U.S. Corporate and Bank Insolvency Regimes: An Economic Comparison and Evaluation", *Working Paper Series*, n. 2006-01, Federal Reserve Bank of Chicago, 2006.

5) Per un'analisi dettagliata del caso islandese, cfr. *Financial Integration in Europe*, BCE, maggio 2011.

6) Il caso di Fortis è discusso in Stolz, S. e Wedow, M., op. cit.

7) La gestione del dissesto può comprendere l'offerta di sostegno finanziario pubblico (ad esempio mediante la garanzia degli attivi) alle istituzioni non finanziarie, come avvenuto nei casi di LBBW (Germania), ING (Paesi Bassi), RBS (Regno Unito), Citigroup e Bank of America (Stati Uniti).

Riquadro I

IL QUADRO UE DI GESTIONE DELLE CRISI – ALCUNE PROPOSTE DALLA LETTERATURA ¹⁾

Da un punto di vista teorico, le problematiche summenzionate derivano principalmente dal "trilemma finanziario", in base al quale vi sarebbe incompatibilità fra la stabilità del sistema finanziario, la sua integrazione e l'autonomia finanziaria nazionale (solo due di questi tre obiettivi possono essere realizzati contemporaneamente, uno deve essere abbandonato)²⁾. In base a questa linea di pensiero, l'UE (un mercato altamente integrato con politiche finanziarie nazionali) avrebbe inevitabilmente un sistema finanziario instabile. Un'altra interpretazione di questa teoria è che la stabilità del sistema finanziario europeo può aumentare soltanto se le politiche nazionali divengono più europee, dal momento che la disintegrazione (ossia l'imposizione di limiti al regime del passaporto unico) non è un'opzione realistica né auspicabile.

Sebbene nella letteratura in materia vi sia ampio consenso sulla necessità di regimi speciali di risoluzione dotati di una qualche sorta di dispositivo di finanziamento per gli Stati membri, sono

1) Sebbene un'analisi della letteratura in materia esuli dallo scopo di questo articolo, gli studi menzionati in questo riquadro testimoniano dell'ampia gamma di opzioni che si potrebbero considerare.

2) Per maggiori dettagli, cfr. Schoenmaker, D., "Central Banks and Financial Authorities in Europe: What Prospects?", 2005; Masciandaro, D. (ed.), *The Handbook of Central Banking and Financial Authorities in Europe*, Edward Elgar, 2005; e Schoenmaker, D., "The Financial Trilemma", Tinbergen Institute Discussion Papers, n. TI 11-019 / DSF 7, 2011.

state discusse molteplici opzioni differenti per superare le problematiche di ordine transfrontaliero che si pongono all'interno dell'UE.

Oltre al coordinamento fra governi nazionali nella gestione delle crisi bancarie transfrontaliere, alcuni autori si sono espressi a favore di regole giuridicamente vincolanti di condivisione degli oneri. Goodhart e Schoenmaker³⁾ suggeriscono che accordi *ex ante* specifici di questo tipo presentano meriti maggiori rispetto sia alla negoziazione *ex post* sulla ripartizione degli oneri sia rispetto a uno schema generale finanziato collettivamente dai paesi partecipanti (condivisione generica degli oneri). Sebbene la loro analisi sia incentrata sulle ricapitalizzazioni pubbliche e non, in senso stretto, sulla risoluzione delle banche, essa è comunque stata oggetto di discussione a livello di UE, ma il corrispondente approccio è stato in definitiva scartato perché non considerato fattibile da parte delle autorità.

Mayes⁴⁾ raccomanda l'elaborazione di un quadro basato su regole stringenti, simile all'approccio di azione correttiva precoce adottato dagli Stati Uniti. Dando attuazione a un tale piano, sia le autorità di vigilanza sia le banche saprebbero che, al peggiorare delle condizioni di un istituto, verrebbero adottate misure sempre più intrusive in base a una tempistica rigorosa, e che in ultima istanza le autorità assumerebbero il controllo della banca fintantoché questa abbia un patrimonio positivo. Tale processo potrebbe essere sostenuto da adeguamenti paralleli dei dispositivi di vigilanza. Di conseguenza, le banche transfrontaliere riceverebbero un trattamento migliore mediante la revisione delle responsabilità delle autorità dei paesi di origine e ospitante (conferendo alle prime alcuni poteri vincolanti sulle altre autorità competenti) o trasferendo la vigilanza a un livello sovranazionale di competenza.

L'idea di un'autorità europea competente per la gestione e la risoluzione delle crisi è caldeggiata da vari studi. Fonteyne et al. si spingono addirittura a suggerire la creazione di un quadro integrato di gestione e risoluzione delle crisi sotto l'egida di un'autorità europea di risoluzione⁵⁾. Nella stessa logica, l'efficacia di tale autorità sarebbe massima laddove tale autorità fosse affiancata o combinata con un fondo europeo di tutela dei depositi e di risoluzione.

Alcuni altri studi propongono un approccio meno ambizioso dal punto di vista politico, ricercando una sorta di soluzione di compromesso. In tale contesto, si propone (cfr. Dewatripont et al.⁶⁾) che l'autorità europea per la concorrenza svolga una funzione di coordinamento esplicita per la gestione delle crisi nel caso in cui l'istituzione di un'autorità europea di risoluzione bancaria non sia giudicata politicamente realizzabile o venga procrastinata. L'autorità europea per la concorrenza coordinerebbe le autorità nazionali di risoluzione nei casi di dissesti di banche transfrontaliere, sfruttando al massimo il proprio mandato esistente di controllo sugli aiuti statali.

3) Cfr. Goodhart, C. e Schoenmaker, D., "Fiscal Burden Sharing in Cross-Border Banking Crises", *International Journal of Central Banking*, 5, 2009.

4) Cfr. Mayes, D.G., "Early intervention and prompt corrective action in Europe", *Research Discussion Papers*, 17/2009, Suomen Pankki – Finlands Bank, 2009.

5) Cfr. Fonteyne, W. et al., "Crisis Management and Resolution for a European Banking System", *IMF Working Papers*, WP/10/70, 2010, pagg. 1-99.

6) Cfr. Dewatripont et al., "The role of state aid control in improving bank resolution in Europe", *Bruegel Policy Contribution*, 4, 2010.

INIZIATIVE INTERNAZIONALI E NAZIONALI

Nel valutare il quadro UE è altresì importante non perdere di vista gli sviluppi in atto a livello mondiale. Nel giugno 2010 il G20 ha concordato

al vertice di Toronto che uno dei pilastri della riforma del settore finanziario sarebbe stato la risoluzione e più in generale la questione delle istituzioni sistemiche (altresì note come "trop-

po grandi per fallire”). Di conseguenza, il G20 si è formalmente impegnato ad elaborare e mettere in atto un sistema di poteri e strumenti per la ristrutturazione o la risoluzione di tutti i tipi di istituzioni finanziarie in stato di crisi, senza che siano i contribuenti a doversene accollare in definitiva i costi. Il G20 ha inoltre chiesto all’FSB di considerare e formulare raccomandazioni concrete di *policy* per affrontare efficacemente i problemi associati alle istituzioni finanziarie di rilevanza sistemica e alla loro risoluzione.

Dando seguito a tale richiesta, l’FSB ha sottoposto le proprie raccomandazioni sulle istituzioni finanziarie di rilevanza sistemica (*systemically important financial institutions* o SIFI) al vertice di Seoul nel novembre 2010. In base al documento dell’FSB, tutte le giurisdizioni suoi membri dovrebbero dotarsi di un assetto volto a ridurre i rischi e le esternalità associati alle SIFI nazionali e internazionali. Oltre ad esigere una maggiore capacità di assorbimento delle perdite, una vigilanza più

pervasiva e la robustezza delle infrastrutture di mercato principali, lo schema di *policy* per le SIFI prevede fra i suoi elementi principali l’elaborazione di sistemi di risoluzione e altri dispositivi volti ad assicurare che la risoluzione di qualunque tipo di istituzione finanziaria possa avvenire in maniera sicura, rapida e senza destabilizzare il sistema finanziario o esporre il contribuente al rischio di perdite.

I lavori di attuazione delle raccomandazioni in materia di risoluzione formulate dall’FSB nel rapporto sulle SIFI dell’ottobre 2010 stanno progredendo. L’FSB ha istituito un gruppo di lavoro incaricato di fissare il programma complessivo delle iniziative in quest’ambito e di definire gli “attributi fondamentali dei regimi efficaci di risoluzione”, ossia le caratteristiche essenziali che dovrebbero avere i regimi nazionali di risoluzione delle istituzioni finanziarie, comprese quelle non bancarie. Nella seconda metà del 2011 avrà luogo una consultazione pubblica sulle misure che l’FSB proporrà per migliorare gli strumenti e i regimi di risol-

Elementi principali di alcuni quadri di riferimento per la risoluzione delle crisi nell’UE e negli Stati Uniti ¹⁾

	Germania	Danimarca	Paesi Bassi (progetto)	Regno Unito	Stati Uniti
Ambito di applicazione	Istituti di credito	Istituti di credito	Istituti di credito, assicurazioni	Istituti di credito, altri ²⁾	Istituti di credito e altre imprese di importanza sistemica
Strumenti di risoluzione	Piani di ristrutturazione (scarti di garanzia nei confronti dei creditori); cessione di attività/passività ad altri istituti, tra cui la banca ponte	Cessione di attività/passività ad altro istituto, tra cui la banca ponte	Cessione di azioni, attività/passività a un acquirente del settore privato o a banca ponte; nazionalizzazione temporanea	Cessione di azioni, attività/passività a un acquirente del settore privato o a banca ponte; nazionalizzazione temporanea	Cessione di azioni, attività/passività a un acquirente del settore privato o a banca ponte; fusione coatta ³⁾
Finanziamento	Fondo di risoluzione delle crisi (da predisporre <i>ex ante</i>)	Società pubblica per la Stabilità Finanziaria con garanzia fornita dal Sistema di garanzia dei depositi	Il Sistema di garanzia dei depositi può finanziare cessioni di depositi	Sistema di garanzia dei depositi (attualmente <i>ex post</i>)	Sistema di garanzia dei depositi (<i>ex ante</i>) per le banche e un fondo per garantire un’ordinata liquidazione degli altri intermediari (<i>ex post</i>)

1) Fonti: siti di vari ministeri delle finanze e banche centrali, finansielstabilitet.dk, informazioni raccolte nell’ambito delle procedure di consultazione della BCE.

2) Alcune norme si applicano anche a società *holding* bancarie e a imprese di investimento.

3) Se la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) viene nominata ente liquidatore, diventa titolare di tutti i diritti, le prerogative, i poteri e i privilegi della società, degli azionisti e dei direttori. In questo caso i poteri e gli strumenti di cui dispone non si limitano a quanto indicato nella tavola.

zione, prima di procedere alla finalizzazione delle raccomandazioni in vista del vertice del G20 di novembre. L'UE partecipa attivamente ai lavori dell'FSB e tiene conto delle iniziative internazionali nella predisposizione del quadro europeo ⁸⁾.

Nel contempo, prima che il quadro UE prenda definitivamente forma, molte leggi nazionali in materia sono o sono state oggetto di revisione.

Come emerge dalla tavola, è già possibile individuare alcuni elementi comuni di questi schemi, specie per quanto riguarda gli strumenti di risoluzione. Nondimeno, è chiaro che occorre una maggiore armonizzazione delle iniziative dei singoli Stati membri ⁹⁾, dal momento che nel caso di una crisi di una banca internazionale andrebbero applicati simultaneamente più regimi nazionali.

3 IL PROGETTO PER UN NUOVO QUADRO UE

Il Consiglio Ecofin del maggio 2010, richiamandosi alle sue precedenti conclusioni, ha sottolineato la necessità di sviluppare un approccio integrato alla prevenzione, gestione e risoluzione delle crisi attraverso: 1) l'elaborazione di un migliore sistema di coordinamento delle politiche a livello di UE ¹⁰⁾; 2) il miglioramento del quadro regolamentare dell'UE; e 3) l'affinamento dei meccanismi volti ad assicurare che il rischio sistemico sia attenuato e che il settore finanziario sopporti i costi netti delle crisi finanziarie. Questi tre aspetti sono collegati fra loro, per cui il quadro regolamentare attualmente in corso di elaborazione da parte della Commissione europea ed esaminato in questo articolo tocca anche gli altri due aspetti menzionati.

COORDINAMENTO ANZICHÉ INTEGRAZIONE

Successivamente alla precedenti comunicazioni in materia di gestione delle crisi, il 6 gennaio 2011 la DG Mercato interno e servizi della Commissione europea ha pubblicato a fini di consultazione ¹¹⁾ un documento che presentava la bozza del nuovo quadro UE. Con riferimento alle possibilità teoriche sopra descritte, il pro-

getto non si spinge a formulare la proposta ambiziosa di un quadro pienamente integrato sotto il controllo di un'autorità europea comune per la risoluzione. Esso cerca al contrario di perseguire un approccio più realistico, considerate le attuali responsabilità degli Stati membri in materia di bilancio e di vigilanza, nonché la scarsa armonizzazione delle leggi nazionali sull'insolvenza.

Il progetto, chiamato dalla Commissione "quadro di coordinamento", prevede nondimeno alcuni cambiamenti sostanziali, fra cui in particolare l'armonizzazione dei poteri di vigilanza e di risoluzione nonché la definizione di regole per la cooperazione nelle situazioni di crisi, come si vedrà in maggiore dettaglio più avanti. L'obiettivo principale del quadro è creare un'alternativa credibile al salvataggio pubblico consentendo "agli istituti in sofferenza, di qualsiasi tipo e dimensione, e in particolare agli istituti sistematicamente importanti, di fallire senza che ciò comporti rischi per la stabilità finanziaria e contemporaneamente evitando l'insorgere di costi a carico dei contribuenti". La sezione seguente descrive brevemente come questo obiettivo sarà conseguito.

- 8) Ad esempio, i lavori promossi dall'FSB sui piani di ripresa e di risoluzione per i singoli gruppi bancari potrebbero essere d'aiuto per individuare le componenti fondamentali dei gruppi bancari. Questa iniziativa potrebbe inoltre dare contenuti più concreti a tale strumento all'interno del quadro europeo di gestione delle crisi, garantendo che i piani prevedano una gamma adeguata di opzioni, dal momento che non tutte le opzioni teoriche saranno applicabili nella realtà.
- 9) Ad esempio, in termini di finanziamento, sono attualmente in funzione nell'UE due fondi di risoluzione bancaria finanziati da prelievi *ex ante* imposti alle banche e ad altre istituzioni finanziarie (in Germania e in Svezia), mentre un terzo fondo di questo tipo è in programma (a Cipro). Il Belgio e i Paesi Bassi hanno istituito un nuovo schema di garanzia dei depositi, con un mandato esteso al sostegno delle misure di risoluzione. La Svezia sta considerando le possibilità di coordinamento fra un fondo di risoluzione e lo schema di tutela dei depositi, mentre la Banque Centrale du Luxembourg ha avanzato la proposta di un fondo per la stabilità finanziaria che assumerebbe entrambe le funzioni di garanzia dei depositi e di fondo di risoluzione.
- 10) All'interno di tale quadro, il Consiglio Ecofin avrebbe un ruolo determinante per il coordinamento delle politiche di stabilità finanziaria nelle crisi sistemiche a livello di UE e verrebbero istituiti gruppi di stabilità transfrontalieri per tutti i grandi gruppi finanziari transnazionali dell'UE.
- 11) DG Mercato interno e servizi, "Technical details of a possible EU framework for bank recovery and resolution", documento di lavoro, Commissione europea, 6 gennaio 2011.

ELEMENTI PRINCIPALI DELLA PROPOSTA DELLA COMMISSIONE

Il riferimento agli “istituti di qualsiasi tipo e dimensione” estende l’ambito di applicazione del progetto di quadro a tutti gli istituti di credito, nonché eventualmente ad alcune società di investimento e, in certa misura, alle società *holding* bancarie.

Per quanto riguarda l’intenzione di “consentire (...) di fallire”, occorre innanzitutto precisare che la bozza prevede elementi volti ad evitare in prima istanza il fallimento. Il quadro prospettato infatti non si limita ai casi di risoluzione e di liquidazione, ma contempla tutte le fasi di una crisi bancaria, comprese le misure preparatorie e preventive, nonché i poteri di intervento precoce. L’idea è pertanto quella di sorvegliare le banche “dalla nascita alla morte”, in modo completo. Le

disposizioni in materia di vigilanza, di preparazione e prevenzione intendono migliorare il livello di preparazione alle crisi sia delle autorità sia delle banche stesse. Gli elementi più importanti a questo riguardo sono i dispositivi di sostegno finanziario infragruppo e i piani di ripresa e di risoluzione (cfr. il riquadro 2 per maggiori dettagli). Nel caso di problemi presso una banca che ha violato i requisiti prudenziali, le autorità di vigilanza disporranno di una serie armonizzata di misure di intervento precoce (ad esempio, chiari poteri di imporre la proibizione del pagamento di dividendi, requisiti aggiuntivi di rendicontazione, la sostituzione della direzione o degli amministratori o la cessazione di determinate attività rischiose). Tali misure verrebbero applicate prima che i problemi di un istituto si aggravino, allo scopo di riportare la banca al normale stato di salute.

Riquadro 2

L'APPROCCIO PROPOSTO PER I GRUPPI BANCARI TRANSFRONTALIERI – PIANI DI RIPRESA E DI RISOLUZIONE, SOSTEGNO FINANZIARIO INTRAGRUPO E COLLEGI DI RISOLUZIONE

Fra i piani della Commissione europea figura il trattamento consolidato dei gruppi bancari in tutte le fasi. Per quanto riguarda la preparazione e la prevenzione delle crisi, la proposta prevede che la società bancaria capogruppo rediga i piani di ripresa per il gruppo, nei quali dovrà specificare come ripristinare la redditività del gruppo nel suo complesso negli scenari di stress. In particolare, i piani di ripresa sono intesi a preservare la continuità dei servizi finanziari critici in condizioni gravemente avverse e a identificare le misure necessarie per garantire che venga mantenuta la continuità aziendale (“*going concern*”) del gruppo. Le banche capogruppo dovranno sottoporre tali piani all’autorità responsabile per la vigilanza sul gruppo consolidato, la quale a sua volta valuterà l’adeguatezza del piano coinvolgendo le altre autorità di vigilanza interessate. In caso di disaccordo, l’Autorità bancaria europea (EBA) potrebbe svolgere un ruolo di mediazione.

In maniera analoga, anche l’autorità di risoluzione competente per il gruppo dovrà predisporre dei piani di risoluzione per il gruppo, in cooperazione con le altre autorità di risoluzione interessate. Il fine ultimo di tali piani è quello di determinare le azioni da intraprendere da parte delle autorità competenti allo scopo di conseguire una risoluzione ordinata o una liquidazione ordinata, nel caso in cui le misure previste dai piani per eliminare gli elementi di rischio non siano praticabili, falliscano o si rivelino insufficienti a preservare la continuità aziendale (e quindi si debba adottare la prospettiva della situazione di crisi o “*gone concern*”). Di conseguenza, laddove vengano individuati impedimenti a un’efficace risoluzione, ci si attenderà che le autorità raggiungano una decisione congiunta su come risolverli. Le possibili misure da intraprendere sono chiaramente di vasta portata (potrebbero ad esempio contemplare cambiamenti della struttura giuridica od operativa), rendendo in certi casi difficile il raggiungimento di un consenso. In tali casi, l’approccio proposto non prevede la mediazione dell’EBA, bensì la possibilità che l’auto-

rità competente per il gruppo prenda la decisione definitiva per il gruppo nel suo complesso, pur tenendo conto dei punti di vista delle altre autorità.

Un altro importante aspetto nella preparazione alle crisi è il sostegno finanziario intragruppo. La trasferibilità degli attivi all'interno dei gruppi si trova attualmente limitata da determinate leggi nazionali o soggetta a incertezza giuridica. In tali condizioni la gestione della liquidità del gruppo potrebbe essere subottimale e la sopravvivenza del gruppo stesso ostacolata da una compartimentazione prudenziale. D'altro canto, alcune restrizioni previste dalle leggi nazionali sono giustificate, al fine di proteggere i creditori e gli azionisti del paese da trasferimenti che pregiudicano i loro diritti. La proposta della Commissione per superare queste delicate problematiche prevede che le banche capogruppo e le loro affiliate stipulino accordi di sostegno finanziario a livello di gruppo che determinino le condizioni delle operazioni intragruppo quali prestiti, costituzione di garanzie, trasferimenti di attività da stanziare in garanzia, ecc. Tali accordi sarebbero soggetti all'approvazione dell'autorità di vigilanza del trasferente e incorporati nel piano di ripresa del potenziale ricevente, nonché nel piano di ripresa del gruppo nel suo complesso (con mediazione dell'EBA, ove necessario). Il progetto della Commissione prevede varie salvaguardie finalizzate ad assicurare che il sostegno fornito in base agli accordi non metta a repentaglio la stabilità finanziaria del paese del trasferente, compreso il diritto della rispettiva autorità di vigilanza di proibire il trasferimento in caso di timori per la stabilità finanziaria.

Anche le misure di risoluzione potrebbero essere intraprese a livello di gruppo. A tal fine, la bozza contempla la creazione di collegi di risoluzione (una versione istituzionalizzata dei gruppi per la stabilità transfrontaliera (cfr. nota 10)), quale sede di incontro delle rispettive autorità di risoluzione. Laddove vengano soddisfatte le condizioni per una risoluzione del gruppo (ad esempio, per almeno due entità bancarie del gruppo si sono superate le soglie che fanno scattare la procedura di risoluzione), le autorità di risoluzione del gruppo saranno in grado di decidere se dare l'avvio a uno "schema di risoluzione del gruppo", sulla falsariga del piano di risoluzione *ex ante* approvato per il gruppo. Tuttavia, le autorità di risoluzione (del paese ospitante) potrebbero decidere di non aderire allo schema e prendere invece provvedimenti in via autonoma laddove lo considerino necessario ai fini della salvaguardia della stabilità finanziaria nazionale.

Un aspetto degno di nota è che, persino laddove una banca raggiunga il *point of non viability* e quindi la fase ultima della crisi, la bozza prevede per l'autorità l'opzione di mantenere la continuità aziendale (*going concern*), attraverso il cosiddetto meccanismo di *bail-in* (cfr. il riquadro 3 per maggiori dettagli). Nondimeno, è chiaro che anche nel caso in cui le autorità dispongano di queste linee di difesa, le quali

possono effettivamente ridurre l'eventualità di un fallimento, alcune banche giungeranno comunque in prossimità del fallimento o al fallimento stesso. In questi casi, l'idea alla base del quadro UE è quella di sviluppare strumenti che le autorità possano utilizzare per evitare non il fallimento di per sé, ma un tracollo disordinato con ripercussioni destabilizzanti per il sistema nel suo complesso.

Riquadro 3

CONTINGENT CONVERTIBLE CAPITAL, POINT OF NON VIABILITY E BAIL-IN

Sebbene esistano molteplici modi in cui una banca può essere risanata o ristrutturata, per ovvi motivi la ricapitalizzazione rappresenta, in una forma o nell'altra, da sola o in combinazione

con altre misure, una tecnica comune per la gestione dei problemi di questo tipo. La raccolta di capitali sui mercati, tuttavia, è un processo generalmente lungo che richiede fra l'altro l'approvazione dell'assemblea degli azionisti. Inoltre, quanto più tempo occorre per ricapitalizzare una banca e riportarla in salute, tanto più elevato sarà il rischio di un calo della fiducia nella banca stessa e di contagio di altri operatori di mercato. Sebbene la questione della rapidità possa essere risolta se gli azionisti autorizzano anticipatamente il consiglio di amministrazione a emettere capitale azionario in determinate situazioni, rimangono comunque altri ostacoli. In alcuni casi, gli azionisti esistenti potrebbero essere restii o impossibilitati a immettere essi stessi capitale e gli investitori esterni potrebbero non averne la volontà, o necessiterebbero tempo considerevole per adempiere ai requisiti di dovuta diligenza.

Un altro importante aspetto dell'attuale dibattito a livello regolamentare è che nel caso in cui un governo decida di ricapitalizzare una banca con capitale di alta qualità, esso non farebbe altro che diluire parte della quota della struttura patrimoniale pertinente agli investitori originari, di fatto schermando al tempo stesso altri investitori che detengono tipologie di capitale o di debito con maggiore grado di prelazione. Fatte queste premesse, i vari concetti all'ordine del giorno della riforma regolamentare servono a due scopi: 1) permettere una rapida ricapitalizzazione (in termini di qualità o quantità del patrimonio regolamentare), e 2) proteggere i contribuenti e limitare al tempo stesso l'azzardo morale. I tre principali strumenti al riguardo sono presentati di seguito.

Con il termine di *contingent convertible capital* ("CoCo") ci si riferisce generalmente a strumenti di debito che, al verificarsi di un evento ("trigger") predeterminato, si convertono automaticamente in azioni o vengano automaticamente assoggettati a una decurtazione irreversibile di valore. Siffatti strumenti sono già una realtà: la prima emissione di CoCo è stata effettuata nel novembre 2009 da Lloyds Bank, seguita da Rabobank nel marzo 2010 e più tardi da altri istituti. Le disposizioni vigenti in alcuni paesi (ad esempio, il Dodd-Frank Act¹⁾ statunitense e i piani svizzeri) contemplano già un trattamento per questi strumenti. A livello globale, l'FSB sta attualmente discutendo se la capacità addizionale di assorbimento delle perdite richiesta alle istituzioni finanziarie di importanza sistemica possa essere (in parte o *in toto*) essere costituita da CoCo.

La conversione o la svalutazione sono al centro anche del meccanismo del *point of non viability*, avallato dal Gruppo dei Governatori e dei capi della vigilanza nel gennaio 2011. Tale meccanismo prevede requisiti minimi che garantiscono che tutte le categorie di strumenti patrimoniali assorbano pienamente le perdite fino al *point of non viability* prima che i contribuenti siano esposti a perdite. Di conseguenza, tutti gli strumenti di capitale diversi dal *common equity* (ossia gli strumenti del patrimonio di base diversi dal *common equity* e gli strumenti del patrimonio supplementare) delle banche attive internazionalmente dovranno presentare fra i termini e le condizioni una clausola che preveda la loro cancellazione²⁾ o conversione in *common equity* laddove le autorità decidano che una di queste due misure sia necessaria ovvero optino per un'iniezione di capitali pubblici³⁾. In tal modo questi strumenti risulterebbero pienamente in grado di assorbire le perdite e, anche in caso di offerta successiva di sostegno pubblico sotto forma di *common equity*, i loro detentori sarebbero i primi a doversi

1) Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub.L.111-203, H.R.4173.

2) A seguito della cancellazione, gli investitori interessati riceverebbero a compensazione azioni ordinarie di nuova emissione, il che di fatto rende questo meccanismo simile a una conversione.

3) Le singole giurisdizioni sono esentate dal requisito del *point of non viability* qualora le rispettive leggi nazionali prevedano che gli strumenti di capitale assorbano le perdite al *point of non viability*, ma solo nel caso tale capacità di assorbimento sia comprovata da una valutazione *inter pares*.

accollare le perdite e a subire una diluizione dei propri investimenti in caso di ulteriori iniezioni di capitali.

Il *bail-in* (o riduzione del debito, secondo la terminologia della Commissione europea) è, in linea di principio, un'estensione del concetto del *point of non viability*, ma anche uno strumento di risoluzione statutario. In quanto tale, esso conferisce alle autorità il potere di svalutare il debito con più alto grado di prelazione (non garantito) o di convertirlo in strumenti di capitale, nella misura considerata necessaria ad assicurare che l'istituto di credito ritorni alla solvibilità, mantenendo così la continuità aziendale dell'istituto. Questo strumento di risoluzione potrebbe essere generalmente applicato nel caso in cui l'istituto soddisfi le condizioni che fanno scattare l'avvio della risoluzione e dopo che sia stato esercitato il potere di stralciare tutti gli strumenti di capitale e di stralciare o di convertire il debito subordinato (con grado di prelazione inferiore).

In sintesi, i tre strumenti citati sono simili nel senso che contribuiscono tutti ad accrescere la qualità o la quantità di capitale in periodi di tensione. Ciò che li differenzia è principalmente il momento di applicazione (i CoCo sono generalmente attivati nelle prime fasi, mentre il meccanismo del *point of non viability* e la conversione ai fini del *bail-in* sono impiegati in prossimità del fallimento), la portata (il *bail-in* copre una gamma molto maggiore di strumenti) e il ruolo delle autorità (i CoCo dovrebbero poter funzionare con un coinvolgimento scarso o nullo delle autorità, mentre il meccanismo del *point of non viability* e il *bail-in* dipendono in misura sostanziale dalle decisioni di queste ultime). Tali caratteristiche comuni e differenze richiedono un'attenta analisi regolamentare delle potenziali sinergie, sovrapposizioni e, *in extremis*, contraddizioni fra questi strumenti.

Di conseguenza, al fine di evitare i “rischi per la stabilità finanziaria”, gli strumenti di risoluzione comprendono misure quali la cessione delle operazioni di una banca in difficoltà a un acquirente privato solido o il trasferimento delle sue attività e passività a una banca ponte o a una “*bad bank*” (separazione degli attivi). L'idea in questo caso è di mantenere i servizi finanziari essenziali delle banche colpite, come la continuità d'accesso ai conti correnti o ai servizi di pagamento. Le autorità potranno prendere queste misure in caso di superamento di soglie di intervento predeterminate che facciano scattare le condizioni per una risoluzione della banca. Sebbene al momento di andare in stampa le regole al riguardo non siano state ancora finalizzate, risulta chiaro che le soglie di intervento saranno fissate a un livello ben superiore a quello di insolvenza contabile.

Per quanto concerne l'aspetto di evitare “l'insorgere di costi a carico dei contribuenti”, il progetto contiene fondamentalmente due disposizioni rilevanti finalizzate ad assicurare che i costi della

risoluzione siano sopportati dal settore privato. In primo luogo, gli Stati membri saranno tenuti a istituire *ex ante* fondi di risoluzione finalizzati al finanziamento degli interventi, corredati da schemi di sostegno di emergenza *ex post*. Sebbene in maniera meno esplicita, anche il meccanismo di *bail-in* permetterà in certa misura di proteggere le finanze pubbliche dai rischi collegati. Tale meccanismo si applicherebbe infatti nei casi in cui né un'ordinata liquidazione né altri interventi di risoluzione fossero percorribili per gestire il fallimento di un istituto, e ciò a causa dei timori per la stabilità finanziaria che tale fallimento comporterebbe. In questo caso, il *bail-in* potrebbe essere considerato come una soluzione per far sì che siano i rispettivi creditori, anziché i governi, a fornire i fondi necessari alla ricapitalizzazione della banca.

PROSSIME TAPPE E QUESTIONI ANCORA APERTE

In base alle risposte pervenute nel quadro della consultazione pubblica (del 6 gennaio 2011) e ai risultati di una valutazione d'impatto, la Com-

missione europea intende adottare nei prossimi mesi una bozza di direttiva sulla gestione delle crisi. Entro la fine del 2012 intende inoltre valutare (mediante la pubblicazione di un rapporto ed eventualmente di una proposta di legislazione) l'opportunità di riformare i regimi di insolvenza bancaria e di estenderne l'applicazione ad altri tipi di istituzioni finanziarie (assicuratori, controparti centrali, ecc.). In aggiunta, la Commissione prenderà in considerazione come procedere per conseguire entro il 2014 un assetto maggiormente integrato per la risoluzione dei gruppi transfrontalieri (ad esempio attraverso la creazione di un'autorità e/o di un fondo europeo per la risoluzione).

L'opportunità di ulteriori approfondimenti in questi ambiti appare giustificata. Per quanto riguarda i regimi di insolvenza, le leggi fallimentari nazionali includono vari elementi interconnessi con, ad esempio, i trasferimenti infragruppo effettuati da un'impresa in difficoltà e, più in generale, la risoluzione stessa, che per certi versi è assimilabile a una speciale procedura fallimentare. Un aspetto ancora più importante è che i piani della Commissione pongono giustamente l'accento sul fatto che, ove possibile, le banche in fallimento dovrebbero essere liquidate, mentre la risoluzione dovrebbe rappresentare solo una possibilità secondaria. Considerata la lunghezza dei tempi delle procedure di liquidazione, che riducono il valore del marchio e il valore realizzato complessivo con il quale far fronte alle richieste dei creditori, occorrono riforme sostanziali per assicurare che la liquidazione diventi un'opzione percorribile, anche per le banche di maggiori dimensioni.

Inoltre, nel definire l'ambito di applicazione del quadro di risoluzione, va tenuto conto del fatto che il dissesto di qualunque tipo di istituzione finanziaria può divenire sistemico a certe condizioni. Al riguardo, sembra esservi l'esigenza di trovare un giusto compromesso fra la flessibilità (cioè la capacità delle autorità di usare discrezionalità nel decidere i tempi con cui applicare gli strumenti di risoluzione alle istituzioni potenzialmente fonte di rischio sistemico) e la proporzionalità (che, onde evitare oneri ammi-

nistrativi superflui sia per le banche sia per le autorità, richiede un ambito di applicazione più limitato e specifico). Come mostra la tavola, l'ambito di applicazione del quadro vigente negli Stati Uniti (a seguito delle recenti riforme) è altamente flessibile, in linea con l'esperienza della crisi recente, in occasione della quale è stato necessario salvare istituti non bancari in ragione della loro importanza.

Infine, per quanto riguarda le prospettive di un quadro di riferimento più integrato, appare logico mantenere all'ordine del giorno il miglioramento dei dispositivi di finanziamento privato.

4 CONCLUSIONI

Nella sua risposta al documento consultivo della Commissione il SEBC si è espresso favorevolmente nei confronti dello spirito generale del progetto della Commissione ¹²⁾. In particolare, si è detto concorde con l'obiettivo fondamentale del nuovo regime e ha evidenziato la necessità di disporre di migliori strumenti per la gestione e la risoluzione delle crisi all'interno di un quadro di riferimento corredato di soglie di intervento adeguate che permettano di affrontare in maniera più efficace i problemi presso le banche. A tal fine, i regimi nazionali rispettivi andrebbero quanto possibile armonizzati e occorrerà istituire dispositivi per rafforzare ulteriormente il coordinamento fra gli Stati membri nelle situazioni di crisi.

Il quadro progettato per la gestione e la risoluzione delle crisi può rappresentare un'importante pietra miliare nel rafforzamento sia della stabilità sia dell'integrazione finanziaria all'interno del settore finanziario dell'UE. Una volta pienamente attuato, il nuovo regime dovrebbe poter garantire che ogni singolo Stato membro abbia a disposizione strumenti efficaci e, in caso di problemi presso una banca internazionale, che l'applicazione di questi strumenti avvenga in base a uno stretto coordinamento fra gli Stati membri.

12) La risposta ufficiale del SEBC al documento di consultazione è disponibile sul sito Internet della BCE.

ARTICOLI

Il nuovo quadro UE
di gestione e risoluzione
delle crisi finanziarie

Il successo delle nuove politiche di gestione e risoluzione delle crisi dipenderà in maniera cruciale dall'attuazione pratica del nuovo regime, nonché dalla misura in cui tali politiche saranno in grado di tenere conto delle rilevanti interconnessioni fra gli aspetti prudenziali e quelli fiscali. In termini geografici, sarà inoltre di grande importanza coordinare le varie politiche e i dispositivi del caso con i paesi terzi, specie gli Stati Uniti, al fine di consentire l'ordinata risoluzione anche dei gruppi mondiali. Il lavoro in atto presso l'FSB sarà di grande aiuto sotto questo aspetto.

Le banche centrali dell'UE avranno anch'esse un ruolo centrale per assicurare l'efficacia del nuovo schema. In generale, la loro esperienza

a livello macroprudenziale servirà per l'individuazione e la valutazione dei rischi sistemici incipienti, nonché con riferimento a vari elementi delle nuove disposizioni, come i piani di ripresa o di risoluzione o le decisioni in merito al superamento delle soglie per far scattare la procedura di risoluzione. In aggiunta, a seconda dell'assetto istituzionale nazionale, alcune banche centrali avranno un importante ruolo all'interno del nuovo regime, ad esempio in qualità di esecutori delle misure di risoluzione. La loro prospettiva avrà grande rilevanza, poiché l'obiettivo della gestione e della risoluzione delle crisi è quello di garantire che i problemi presso le singole banche non si traducano in costi elevati per la collettività, sotto forma di instabilità finanziaria o di oneri fiscali.

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

S14

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 2011 PER L'INGRESSO DELL'ESTONIA

Con l'ingresso dell'Estonia nell'area dell'euro nel gennaio 2011, il numero dei paesi membri dell'area è salito a 17.

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

VARIAZIONI APPORTATE AL CAPITOLO 2: "MONETA, BANCHE E ALTRE SOCIETÀ FINANZIARIE"

La sezione 2 delle "Statistiche dell'area dell'euro" è stata modificata per includere i nuovi dati disponibili sui bilanci delle IFM (pagg. S14, S15 e S17), le attività e le passività delle società veicolo finanziarie (pag. S24), nonché le attività e passività delle società di assicurazione e dei fondi pensione (pag. S25). È stata inoltre eliminata la sezione 2.7 ("Rivalutazione di voci di bilancio delle IFM"), ancora disponibile all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>. La precedente sezione 2.8 è stata ridotta a un'unica pagina ed è diventata la sezione 2.7. Infine, le sezioni 2.9 e 2.10 sul bilancio aggregato dei fondi di investimento sono state rinumerate (rispettivamente sezione 2.8 e sezione 2.9), lasciando inalterato il loro contenuto. Per ulteriori dettagli sulle nuove statistiche consultare le 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
2009	9,5	4,8	3,3	-	1,6	23,9	1,22	3,76
2010	8,5	1,8	0,5	-	0,6	4,0	0,81	3,36
2010 3° trim.	7,9	1,8	0,7	-	0,9	1,9	0,87	2,67
4° trim.	4,9	2,2	1,5	-	1,7	2,1	1,02	3,36
2011 1° trim.	3,2	2,4	1,9	-	2,4	2,2	1,10	3,66
2° trim.	.	.	.	-	.	.	1,42	3,41
2011 gen.	3,2	2,3	1,6	1,8	2,4	2,2	1,02	3,49
feb.	2,8	2,4	2,1	2,0	2,6	2,6	1,09	3,49
mar.	2,9	2,7	2,3	2,1	2,5	1,6	1,18	3,66
apr.	1,6	2,4	2,0	2,2	2,6	1,7	1,32	3,55
mag.	1,2	2,4	2,4	.	2,7	.	1,43	3,37
giu.	.	.	.	.	.	.	1,49	3,41

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
2009	0,3	-5,1	2,8	-4,2	-14,8	70,9	-1,9	9,6
2010	1,6	2,9	1,5	1,8	7,4	77,0	-0,5	10,1
2010 4° trim.	2,0	4,8	1,5	2,0	8,1	79,3	0,3	10,1
2011 1° trim.	2,5	6,5	2,6	2,5	6,6	80,8	0,3	10,0
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.
2011 gen.	2,3	5,9	-	-	6,3	80,3	-	10,0
feb.	2,4	6,6	-	-	7,8	-	-	10,0
mar.	2,7	6,8	-	-	5,8	-	-	9,9
apr.	2,8	6,7	-	-	5,5	81,3	-	9,9
mag.	2,7	6,2	-	-	.	-	-	9,9
giu.	2,7	.	-	-	.	-	-	.

3. Statistiche sull'estero

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)			Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Posizione patrimoniale netta sull'estero (in percentuale del PIL)	Debito estero lordo (in percentuale del PIL)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-20 ⁶⁾ (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti e di portafoglio				Nominale	Reale (IPC)	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2009	-19,1	37,5	161,3	462,4	-16,4	116,3	111,7	110,6	1,3948
2010	-28,9	20,7	64,6	591,2	-13,0	118,0	104,6	103,0	1,3257
2010 3° trim.	-5,1	8,2	-47,8	552,2	-15,1	120,5	102,3	100,8	1,2910
4° trim.	8,5	7,6	68,9	591,2	-13,0	118,0	104,4	102,4	1,3583
2011 1° trim.	-29,1	-11,3	138,7	576,6	.	.	103,7	101,5	1,3680
2° trim.	.	.	.	.	.	.	106,4	104,1	1,4391
2011 gen.	-20,4	-14,1	-11,6	562,3	.	.	102,4	100,3	1,3360
feb.	-6,7	-0,6	75,3	577,5	.	.	103,4	101,1	1,3649
mar.	-2,0	3,5	75,0	576,6	.	.	105,2	103,0	1,3999
apr.	-6,5	-3,6	20,7	571,7	.	.	107,0	104,9	1,4442
mag.	.	.	.	592,7	.	.	106,0	103,7	1,4349
giu.	.	.	.	.	.	.	106,1	103,8	1,4388

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

	10 giugno 2011	17 giugno 2011	24 giugno 2011	1 luglio 2011
Oro e crediti in oro	350.670	350.670	350.670	363.251
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	219.620	219.072	217.697	216.010
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	23.336	23.729	23.719	23.257
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	21.278	20.121	20.686	20.499
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	423.876	445.945	497.523	455.154
Operazioni di rifinanziamento principali	102.442	135.585	186.942	141.461
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	321.313	310.303	310.303	313.163
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	42	5	213	504
Crediti connessi a scarti di garanzia	79	52	65	26
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	36.634	39.236	40.951	45.165
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	477.881	476.561	478.820	485.011
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	135.180	134.172	134.122	134.350
Altri titoli	342.702	342.389	344.698	350.661
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	34.521	34.521	34.521	33.993
Altre attività	304.761	304.685	307.587	302.244
Attività totali	1.892.579	1.914.538	1.972.174	1.944.583

2. Passività

	10 giugno 2011	17 giugno 2011	24 giugno 2011	1 luglio 2011
Banconote in circolazione	843.498	842.671	843.440	849.165
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	282.834	318.507	340.625	316.912
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	197.395	238.119	253.418	216.212
Depositi <i>overnight</i>	10.409	5.371	13.189	24.902
Depositi a tempo determinato	75.000	75.000	74.000	74.000
Operazioni temporanee di <i>fine tuning</i>	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	29	16	18	1.798
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	5.400	2.451	2.779	5.086
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	78.427	67.065	101.403	79.476
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	38.066	40.646	38.005	36.317
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	1.589	939	1.520	890
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	11.942	11.996	10.056	9.593
Contropartite dei DSP dell'FMI	52.612	52.612	52.612	52.170
Altre passività	190.841	190.282	194.366	196.838
Rivalutazioni	305.890	305.890	305.890	316.656
Capitale e riserve	81.478	81.479	81.479	81.479
Passività totali	1.892.579	1.914.538	1.972.174	1.944.583

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				
			Tasso fisso	Tasso minimo di offerta				
	Livello 1	Variazione 2	Livello 3	Livello 4	Variazione 5	Livello 6	Variazione 7	
1999	1 gen.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
	4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
	22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
	9 apr.	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
	5 nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000	4 feb.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
	17 mar.	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
	28 apr.	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
	9 giu.	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
	28 ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
	1 set.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
	6 ott.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001	11 mag.	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
	31 ago.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
	18 set.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
	9 nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002	6 dic.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003	7 mar.	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
	6 giu.	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005	6 dic.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006	8 mar.	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
	15 giu.	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
	9 ago.	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
	11 ott.	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
	13 dic.	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007	14 mar.	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
	13 giu.	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008	9 lug.	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
	8 ott.	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
	9 ⁴⁾	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
	15 ⁵⁾	3,25	...	3,75	-	-0,50	4,25	...
	12 nov.	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50
	10 dic.	2,00	-0,75	2,50	-	-0,75	3,00	-0,75
2009	21 gen.	1,00	-1,00	2,00	-	-0,50	3,00	...
	11 mar.	0,50	-0,50	1,50	-	-0,50	2,50	-0,50
	8 apr.	0,25	-0,25	1,25	-	-0,25	2,25	-0,25
	13 mag.	0,25	...	1,00	-	-0,25	1,75	-0,50
2011	13 apr.	0,50	0,25	1,25	-	0,25	2,00	0,25
	13 lug.	0,75	0,25	1,50	-	0,25	2,25	0,25

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 fisso	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8
	Operazioni di rifinanziamento principali							
2011 23 mar.	89.417	173	89.417	1,00	-	-	-	7
30	100.439	174	100.439	1,00	-	-	-	7
6 apr.	84.533	161	84.533	1,00	-	-	-	7
13	94.134	161	94.134	1,25	-	-	-	7
20	97.372	181	97.372	1,25	-	-	-	7
27	117.883	241	117.883	1,25	-	-	-	7
4 mag.	127.538	326	127.538	1,25	-	-	-	7
11	124.754	247	124.754	1,25	-	-	-	7
18	119.398	235	119.398	1,25	-	-	-	7
25	116.102	241	116.102	1,25	-	-	-	7
1 giu.	110.762	174	110.762	1,25	-	-	-	7
8	102.442	145	102.442	1,25	-	-	-	7
15	135.585	235	135.585	1,25	-	-	-	7
22	186.942	353	186.942	1,25	-	-	-	7
29	141.461	232	141.461	1,25	-	-	-	7
6 lug.	120.024	185	120.024	1,25	-	-	-	7
	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
2011 19 gen.	70.351	45	70.351	1,00	-	-	-	21
27 ⁵⁾	71.143	165	71.143	1,04	-	-	-	91
9 feb.	61.472	42	61.472	1,00	-	-	-	28
24 ⁵⁾	39.755	192	39.755	1,12	-	-	-	91
9 mar.	82.500	52	82.500	1,00	-	-	-	35
31 ⁵⁾	129.458	290	129.458	1,21	-	-	-	91
13 apr.	83.687	40	83.687	1,25	-	-	-	28
28 ⁵⁾	63.411	177	63.411	-	-	-	-	91
11 mag.	80.653	60	80.653	1,25	-	-	-	35
26 ⁵⁾	48.131	182	48.131	-	-	-	-	98
15 giu.	69.403	60	69.403	1,25	-	-	-	28
30 ⁵⁾	132.219	265	132.219	-	-	-	-	91

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso massimo di offerta	Tasso marginale ⁵⁾	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2011 13 apr.	Raccolta di depositi a tempo determinato	102.562	71	77.000	-	-	1,25	1,12	1,05	7
20	Raccolta di depositi a tempo determinato	88.974	68	76.000	-	-	1,25	1,21	1,12	7
27	Raccolta di depositi a tempo determinato	71.403	49	71.403	-	-	1,25	1,25	1,17	7
4 mag.	Raccolta di depositi a tempo determinato	62.177	58	62.177	-	-	1,25	1,25	1,16	7
10	Raccolta di depositi a tempo determinato	143.752	152	143.092	-	-	1,25	1,05	1,01	1
11	Raccolta di depositi a tempo determinato	109.149	72	76.000	-	-	1,25	1,15	1,09	7
18	Raccolta di depositi a tempo determinato	85.756	74	76.000	-	-	1,25	1,16	1,08	7
25	Raccolta di depositi a tempo determinato	81.944	62	75.000	-	-	1,25	1,25	1,14	7
1 giu.	Raccolta di depositi a tempo determinato	103.531	69	75.000	-	-	1,25	0,89	0,81	7
8	Raccolta di depositi a tempo determinato	93.590	71	75.000	-	-	1,25	1,03	0,90	7
14	Raccolta di depositi a tempo determinato	35.158	77	29.618	-	-	1,25	1,05	1,04	1
15	Raccolta di depositi a tempo determinato	76.714	61	75.000	-	-	1,25	1,25	1,20	7
22	Raccolta di depositi a tempo determinato	83.565	56	74.000	-	-	1,25	1,24	1,15	7
29	Raccolta di depositi a tempo determinato	75.014	57	74.000	-	-	1,25	1,25	1,17	7
6 lug.	Raccolta di depositi a tempo determinato	96.009	68	74.000	-	-	1,25	0,90	0,75	7

Fonte: BCE.

- 1) Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della sezione 1.1 per effetto di operazioni aggiudicate ma non regolate.
- 2) Con effetto a partire da aprile 2002, le operazioni di *split tender*, ovvero quelle operazioni aventi scadenza a una settimana ed effettuate mediante procedure d'asta standard parallelamente a una operazione di rifinanziamento principale, vengono classificate come operazioni di rifinanziamento principale. Per le operazioni di *split tender* condotte prima di tale mese, cfr. tavola 2 della sezione 1.3.
- 3) L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti. L'8 ottobre 2008 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali sarebbero state condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Il 4 marzo 2010 la BCE ha deciso di tornare a utilizzare la procedura d'asta a tasso variabile nelle operazioni regolari di finanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi a partire dall'operazione aggiudicata il 28 aprile 2010 e regolata il giorno successivo.
- 4) Nelle operazioni di creazione (assorbimento) di liquidità, il tasso marginale si riferisce al tasso più basso (più alto) al quale le richieste sono state accettate.
- 5) Nelle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, regolate il 17 dicembre 2009, il 1° aprile, il 13 maggio, il 28 ottobre, il 25 novembre e il 23 dicembre 2010, nonché il 27 gennaio, il 24 febbraio, il 31 marzo, il 28 aprile, il 26 maggio 2011 e il 30 giugno 2011, 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

Periodo ¹⁾	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento		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
2008	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7
2009	18.318,2	9.808,5	760,4	2.475,7	1.170,1	4.103,5
2010	18.948,1	9.962,6	644,3	2.683,3	1.335,4	4.322,5
2010 dic. ²⁾	18.948,1	9.962,6	644,3	2.683,3	1.335,4	4.322,5
2011 gen.	19.024,1	9.840,2	651,6	2.780,6	1.395,8	4.356,0
feb.	19.035,7	9.768,4	670,3	2.727,5	1.490,3	4.379,2
mar.	18.868,8	9.700,2	671,9	2.733,9	1.399,8	4.363,0
apr.	18.984,5	9.749,5	662,8	2.740,4	1.475,2	4.356,6

2. Assolvimento dell'obbligo di riserva

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
2009	210,2	211,4	1,2	0,0	1,00
2010	211,8	212,5	0,7	0,5	1,00
2011 8 feb.	212,3	213,6	1,3	0,0	1,00
8 mar.	211,6	212,9	1,3	0,0	1,00
12 apr.	209,3	210,5	1,1	0,0	1,00
10 mag.	208,3	209,5	1,2	0,0	1,25
14 giu.	206,9	209,0	2,0	0,0	1,25
12 lug.	207,7	.	.	.	.

3. Liquidità

Periodo di mante- nimento 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'Euro- sistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinan- ziamento principali	Operazioni di rifinanzia- mento a più lungo termine	Operazioni di rifinanzia- mento marginale	Altre operazioni di liqui- dità ³⁾	Depositi <i>overnight</i> presso l'Euro- sistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità ⁴⁾	Banconote in circola- zione	Conti delle amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2009	407,6	55,8	593,4	0,7	24,6	65,7	9,9	775,2	150,1	-130,2	211,4	1.052,3
2010	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1.073,1
2010 7 dic.	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 18 gen.	527,5	197,0	316,6	0,5	140,9	66,5	73,5	833,8	81,3	-84,9	212,4	1.112,7
8 feb.	549,7	185,4	318,2	0,1	137,2	39,2	81,3	822,0	101,2	-66,7	213,6	1.074,8
8 mar.	550,0	134,4	321,0	7,6	137,9	26,9	80,3	820,9	89,8	-79,9	212,9	1.060,7
12 apr.	544,1	97,3	335,4	0,8	137,6	23,0	79,5	824,4	73,1	-95,2	210,5	1.057,9
10 mag.	525,9	109,2	320,5	0,4	136,6	22,8	76,8	833,9	61,3	-111,6	209,5	1.066,1

Fonte: BCE.

1) Fine periodo.

2) Include gli aggregati soggetti a riserva delle istituzioni creditizie con sede in Estonia. Nella fase transitoria, gli enti creditizi siti nell'area dell'euro potrebbero aver deciso di portare in deduzione dall'aggregato soggetto a riserve tutte quelle passività che hanno come controparte un ente creditizio con sede in Estonia. A partire dal calcolo dell'aggregato soggetto a obbligo di riserva dalla fine di gennaio 2011, dovrà essere applicata la modalità standard di calcolo (cfr. la Decisione della BCE del 26 ottobre 2010 (BCE/2010/18) in merito alle disposizioni transitorie per l'applicazione delle riserve minime da parte della Banca centrale europea in seguito all'introduzione dell'euro in Estonia).

3) 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.

4) 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														
2009	2.829,9	1.475,6	19,5	0,7	1.455,4	451,7	368,3	7,5	75,9	-	16,5	556,7	8,5	321,0
2010	3.212,4	1.537,5	18,6	0,9	1.517,9	574,4	463,8	9,6	101,1	-	18,1	684,2	8,5	389,8
2010 4° trim.	3.212,4	1.537,5	18,6	0,9	1.517,9	574,4	463,8	9,6	101,1	-	18,1	684,2	8,5	389,8
2011 1° trim.	3.038,5	1.347,2	18,5	1,0	1.327,7	580,8	468,5	9,8	102,5	-	19,5	670,3	8,5	412,2
2011 feb.	3.113,7	1.418,1	18,6	0,9	1.398,5	581,6	469,4	9,9	102,3	-	19,5	674,6	8,5	411,5
mar.	3.038,5	1.347,2	18,5	1,0	1.327,7	580,8	468,5	9,8	102,5	-	19,5	670,3	8,5	412,2
apr.	3.056,6	1.369,0	18,3	1,0	1.349,8	583,8	468,8	9,6	105,3	-	19,7	669,3	8,5	406,2
mag. ^(p)	3.134,1	1.415,8	18,2	1,0	1.396,6	588,2	472,4	9,8	106,0	-	19,5	694,7	8,6	407,2
IFM escluso l'Eurosistema														
2009	31.144,3	17.701,6	1.001,7	10.783,9	5.916,1	5.060,0	1.482,1	1.498,0	2.079,9	85,1	1.236,1	4.252,4	220,7	2.588,3
2010	32.199,9	17.762,9	1.220,1	11.027,8	5.515,0	4.938,7	1.524,1	1.528,7	1.885,9	59,9	1.233,1	4.323,5	223,5	3.658,4
2010 4° trim.	32.199,9	17.762,9	1.220,1	11.027,8	5.515,0	4.938,7	1.524,1	1.528,7	1.885,9	59,9	1.233,1	4.323,5	223,5	3.658,4
2011 1° trim.	31.564,5	17.793,4	1.187,1	11.117,6	5.488,7	4.704,4	1.412,8	1.493,1	1.798,5	64,5	1.203,0	4.276,9	227,4	3.294,9
2011 feb.	32.085,2	17.814,5	1.196,3	11.113,1	5.505,1	4.951,7	1.547,9	1.525,6	1.878,2	61,9	1.243,6	4.381,2	223,6	3.408,8
mar.	31.564,5	17.793,4	1.187,1	11.117,6	5.488,7	4.704,4	1.412,8	1.493,1	1.798,5	64,5	1.203,0	4.276,9	227,4	3.294,9
apr.	31.756,9	17.865,3	1.178,8	11.141,7	5.544,8	4.694,5	1.419,1	1.499,7	1.775,8	63,6	1.247,4	4.297,9	227,9	3.360,3
mag. ^(p)	32.116,6	17.900,3	1.156,0	11.200,8	5.543,5	4.725,0	1.442,7	1.490,4	1.792,0	65,1	1.253,0	4.436,1	228,9	3.508,4

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											
2009	2.829,9	829,3	1.192,3	102,6	22,1	1.067,6	-	0,1	319,8	140,0	348,5
2010	3.212,4	863,7	1.394,6	68,0	8,7	1.318,0	-	0,0	428,5	153,5	372,1
2010 4° trim.	3.212,4	863,7	1.394,6	68,0	8,7	1.318,0	-	0,0	428,5	153,5	372,1
2011 1° trim.	3.038,5	848,4	1.264,8	60,8	8,9	1.195,2	-	0,0	402,3	154,7	368,3
2011 feb.	3.113,7	844,4	1.327,5	96,7	10,1	1.220,6	-	0,0	415,2	158,1	368,6
mar.	3.038,5	848,4	1.264,8	60,8	8,9	1.195,2	-	0,0	402,3	154,7	368,3
apr.	3.056,6	858,8	1.268,6	80,0	9,3	1.179,3	-	0,0	405,5	151,8	371,8
mag. ^(p)	3.134,1	862,4	1.314,2	65,4	10,4	1.238,4	-	0,0	423,7	158,1	375,6
IFM escluso l'Eurosistema											
2009	31.144,3	-	16.469,0	146,0	10.041,4	6.281,6	732,6	4.908,5	1.921,2	4.098,5	3.014,5
2010	32.199,9	-	16.497,6	196,2	10.526,4	5.774,9	612,3	4.845,2	2.045,1	4.220,4	3.979,4
2010 4° trim.	32.199,9	-	16.497,6	196,2	10.526,4	5.774,9	612,3	4.845,2	2.045,1	4.220,4	3.979,4
2011 1° trim.	31.564,5	-	16.457,7	235,8	10.528,5	5.693,4	632,8	4.873,3	2.079,6	4.014,6	3.506,5
2011 feb.	32.085,2	-	16.488,0	233,3	10.507,3	5.747,3	637,5	4.880,1	2.074,1	4.227,5	3.778,1
mar.	31.564,5	-	16.457,7	235,8	10.528,5	5.693,4	632,8	4.873,3	2.079,6	4.014,6	3.506,5
apr.	31.756,9	-	16.577,2	224,4	10.598,3	5.754,6	633,8	4.858,7	2.081,7	4.063,3	3.542,3
mag. ^(p)	32.116,6	-	16.568,9	221,8	10.637,1	5.710,1	631,8	4.899,8	2.118,8	4.193,5	3.703,7

Fonte: BCE.

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

2) Consistenze di titoli emessi da residenti nell'area dell'euro. Le consistenze di titoli emessi da non residenti nell'area dell'euro sono incluse nelle attività verso non residenti nell'area dell'euro.

3) Una modifica del sistema di registrazione dei prodotti derivati, adottata da uno Stato membro a dicembre 2010, ha determinato un aumento di questa posizione.

4) Consistenze detenute da residenti nell'area dell'euro.

5) Le consistenze di titoli con scadenza fino a due anni e detenute da non residenti dell'area dell'euro sono incluse nelle passività verso non residenti nell'area dell'euro.

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

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

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività ²⁾
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2009	23.862,4	11.805,7	1.021,1	10.784,5	3.355,9	1.850,4	1.505,5	812,7	4.809,1	229,1	2.850,0
2010	25.826,0	12.267,4	1.238,7	11.028,7	3.526,2	1.987,9	1.538,3	799,9	5.007,6	232,0	3.993,0
2010 4° trim.	25.826,0	12.267,4	1.238,7	11.028,7	3.526,2	1.987,9	1.538,3	799,9	5.007,6	232,0	3.993,0
2011 1° trim.	25.327,7	12.324,2	1.205,6	11.118,6	3.384,2	1.881,3	1.502,9	779,1	4.947,2	235,9	3.657,1
2011 feb.	25.749,4	12.328,9	1.214,9	11.114,0	3.552,8	2.017,3	1.535,5	807,7	5.055,7	232,1	3.772,2
mar.	25.327,7	12.324,2	1.205,6	11.118,6	3.384,2	1.881,3	1.502,9	779,1	4.947,2	235,9	3.657,1
apr.	25.476,2	12.339,7	1.197,1	11.142,6	3.397,2	1.888,0	1.509,3	822,5	4.967,1	236,4	3.713,2
mag. ^(p)	25.821,1	12.376,0	1.174,2	11.201,8	3.415,3	1.915,1	1.500,2	797,8	5.130,8	237,4	3.864,0
Transazioni											
2009	-644,9	15,8	29,4	-13,6	365,2	270,2	95,0	12,4	-464,9	7,8	-581,9
2010	601,0	408,3	206,3	202,0	143,9	145,8	-2,0	5,7	-109,7	2,4	150,2
2010 4° trim.	-378,6	194,4	138,8	55,6	-10,7	-0,1	-10,6	13,4	-111,1	3,5	-468,1
2011 1° trim.	-278,7	38,9	-28,3	67,2	-10,9	19,0	-29,9	7,6	81,5	0,9	-396,7
2011 feb.	16,4	10,1	-14,2	24,2	18,4	10,3	8,1	-8,4	31,6	-0,1	-35,1
mar.	-217,7	7,9	-10,6	18,5	-38,7	-11,2	-27,5	2,5	-33,8	0,9	-156,5
apr.	237,8	26,4	-10,7	37,1	16,2	11,1	5,1	40,8	82,6	0,5	71,3
mag. ^(p)	239,2	16,6	-23,2	39,8	13,6	25,1	-11,5	-23,8	81,6	1,2	150,4

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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2009	23.862,4	769,9	248,6	10.063,5	647,5	2.752,9	1.801,0	4.238,5	3.362,9	-22,4
2010	25.826,0	808,6	264,2	10.535,1	552,4	2.858,2	2.022,2	4.373,9	4.351,5	59,9
2010 4° trim.	25.826,0	808,6	264,2	10.535,1	552,4	2.858,2	2.022,2	4.373,9	4.351,5	59,9
2011 1° trim.	25.327,7	798,3	296,6	10.537,4	568,2	2.972,4	2.038,5	4.169,3	3.874,8	72,1
2011 feb.	25.749,4	796,2	330,0	10.517,4	575,6	2.899,6	2.033,8	4.385,6	4.146,8	64,3
mar.	25.327,7	798,3	296,6	10.537,4	568,2	2.972,4	2.038,5	4.169,3	3.874,8	72,1
apr.	25.476,2	805,4	304,4	10.607,6	570,2	2.977,6	2.042,6	4.215,1	3.914,1	39,2
mag. ^(p)	25.821,1	810,8	287,2	10.647,5	566,7	3.001,9	2.067,8	4.351,6	4.079,3	8,3
Transazioni										
2009	-644,9	45,8	-2,4	286,0	-12,5	-56,4	143,1	-590,5	-505,5	47,5
2010	601,0	38,6	12,8	331,5	-98,2	42,3	113,1	-27,3	133,2	54,9
2010 4° trim.	-378,6	21,7	-1,9	151,6	-36,0	3,3	45,4	-87,2	-525,2	49,7
2011 1° trim.	-278,7	-10,1	36,2	-16,0	-4,5	80,3	12,6	-52,3	-344,7	19,8
2011 feb.	16,4	0,0	13,5	16,4	2,9	20,6	15,7	12,0	-69,1	4,4
mar.	-217,7	2,5	-29,1	23,2	-2,1	31,8	1,8	-140,6	-125,4	20,3
apr.	237,8	7,1	8,0	76,7	2,2	22,0	0,4	111,3	41,9	-31,8
mag. ^(p)	239,2	5,4	-17,2	24,1	-3,5	6,8	10,7	74,9	168,6	-30,6

Fonte: BCE.

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

2) Una modifica del sistema di registrazione dei prodotti derivati adottata da uno Stato membro a dicembre 2010 ha determinato un aumento di questa posizione.

3) Consistenze detenute da residenti nell'area dell'euro.

4) Le consistenze di titoli con scadenza fino a due anni e detenute da non residenti dell'area dell'euro sono incluse nelle passività verso non residenti nell'area dell'euro.

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

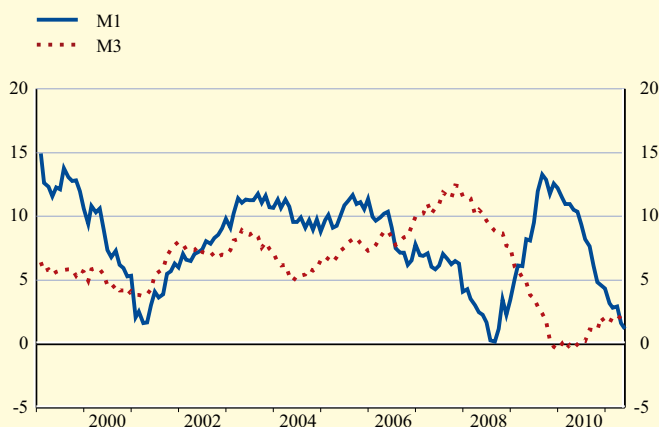
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Aggregati monetari ²⁾ e loro contropartite

					M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro			Attività nette sull'estero ³⁾
			M2	M3-M2					9	Prestiti	Per memoria: prestiti corretti per vendite e cartolarizzazioni ⁴⁾	
	M1	M2-M1										
	1	2	3	4	5	6	7	8		10	11	12
	Consistenze											
2009	4.498,8	3.701,6	8.200,4	1.134,1	9.334,5	-	6.762,9	2.909,6	13.105,9	10.792,9	-	552,3
2010	4.699,4	3.700,0	8.399,4	1.125,2	9.524,6	-	7.313,2	3.268,6	13.366,9	11.035,2	-	615,5
2010 4° trim.	4.699,4	3.700,0	8.399,4	1.125,2	9.524,6	-	7.313,2	3.268,6	13.366,9	11.035,2	-	615,5
2011 1° trim.	4.713,4	3.744,4	8.457,8	1.136,5	9.594,3	-	7.445,8	3.090,3	13.424,3	11.130,7	-	788,4
2011 feb.	4.693,4	3.738,6	8.432,0	1.140,7	9.572,6	-	7.389,5	3.243,2	13.496,2	11.142,1	-	653,7
mar.	4.713,4	3.744,4	8.457,8	1.136,5	9.594,3	-	7.445,8	3.090,3	13.424,3	11.130,7	-	788,4
apr.	4.693,8	3.751,5	8.445,3	1.139,6	9.584,9	-	7.482,3	3.073,6	13.440,9	11.146,0	-	777,2
mag. ^(p)	4.690,7	3.787,7	8.478,4	1.168,9	9.647,3	-	7.533,5	3.080,6	13.478,2	11.196,9	-	809,9
	Transazioni											
2009	490,4	-368,0	122,5	-160,4	-37,9	-	422,7	307,6	90,1	-14,7	31,2	125,2
2010	195,6	-12,2	183,4	-24,1	159,3	-	265,7	356,3	202,5	200,3	262,0	-82,3
2010 4° trim.	16,2	5,1	21,3	-1,0	20,3	-	83,8	183,3	56,6	78,5	101,8	-36,3
2011 1° trim.	13,7	41,1	54,9	-9,8	45,1	-	80,8	-48,5	68,8	72,8	43,6	162,5
2011 feb.	3,6	12,8	16,4	26,9	43,3	-	43,2	-5,8	49,4	40,3	44,0	16,1
mar.	21,7	6,0	27,6	1,6	29,3	-	13,8	-29,9	-21,5	2,6	-18,1	133,8
apr.	-13,7	10,1	-3,6	3,0	-0,6	-	47,4	-14,5	26,0	28,3	32,6	-14,1
mag. ^(p)	-6,5	26,1	19,5	29,3	48,8	-	17,0	4,6	16,3	31,5	33,5	12,3
	Variazioni percentuali											
2009	12,2	-9,0	1,5	-11,9	-0,4	-0,2	6,7	11,8	0,7	-0,1	0,3	125,2
2010	4,3	-0,3	2,2	-2,1	1,7	1,8	3,8	12,2	1,5	1,8	2,4	-82,3
2010 4° trim.	4,3	-0,3	2,2	-2,1	1,7	1,8	3,8	12,2	1,5	1,8	2,4	-82,3
2011 1° trim.	2,9	2,3	2,7	-0,7	2,3	2,1	3,9	8,0	2,2	2,5	2,8	78,3
2011 feb.	2,8	1,9	2,4	-0,1	2,1	2,0	4,1	10,8	2,2	2,6	3,1	-46,5
mar.	2,9	2,3	2,7	-0,7	2,3	2,1	3,9	8,0	2,2	2,5	2,8	78,3
apr.	1,6	3,3	2,4	-0,8	2,0	2,2	4,0	7,4	2,3	2,6	2,8	73,4
mag. ^(p)	1,2	3,9	2,4	2,7	2,4	.	4,2	6,2	2,4	2,7	2,9	51,6

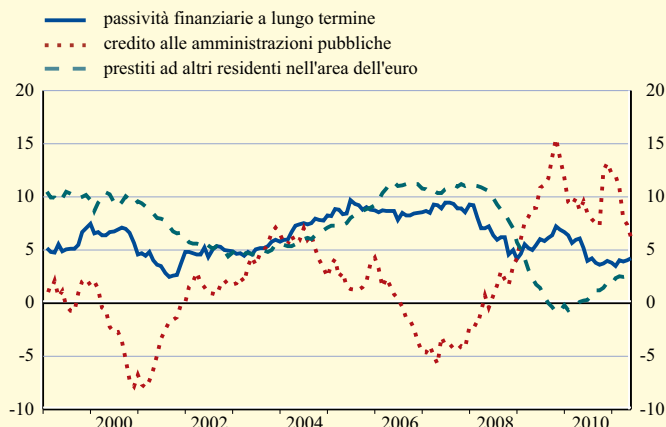
F1 Aggregati monetari ¹⁾

(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. I tassi di crescita mensili e a più breve termine sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/aggr/html/index.en.html>.

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) I valori nella sezione "variazioni percentuali" sono somme delle transazioni avvenute durante i 12 mesi terminanti nel periodo indicato.

4) Correzione dovuta alla cancellazione dei prestiti dai bilanci delle IFM a seguito di una loro cessione o cartolarizzazione.

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

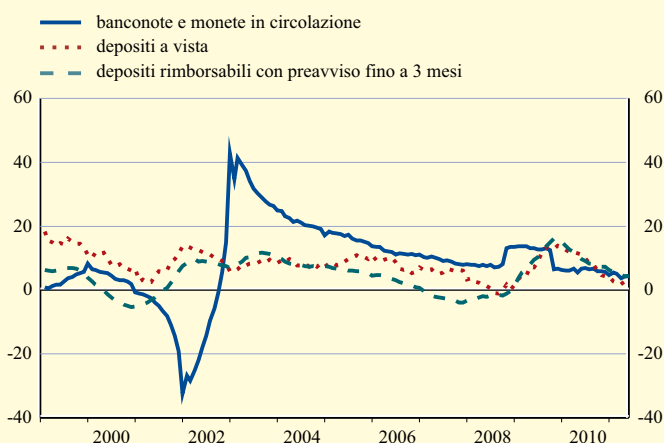
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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 rim- borsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazio- ni in fondi comuni monetari	Obbliga- zioni con sca- denza fino a 2 anni	Obbliga- zioni con sca- denza oltre 2 anni	Depositi rim- borsabili 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											
2009	757,5	3.741,2	1.896,8	1.804,8	334,3	668,1	131,8	2.635,4	132,5	2.207,9	1.787,2
2010	793,6	3.905,8	1.785,1	1.914,9	433,8	570,2	121,2	2.753,5	118,4	2.436,0	2.005,4
2010 4° trim.	793,6	3.905,8	1.785,1	1.914,9	433,8	570,2	121,2	2.753,5	118,4	2.436,0	2.005,4
2011 1° trim.	802,7	3.910,8	1.822,3	1.922,1	414,1	568,5	153,9	2.815,5	119,7	2.469,3	2.041,2
2011 feb.	804,8	3.888,6	1.820,3	1.918,2	441,3	573,7	125,6	2.781,5	119,3	2.453,5	2.035,1
mar.	802,7	3.910,8	1.822,3	1.922,1	414,1	568,5	153,9	2.815,5	119,7	2.469,3	2.041,2
apr.	802,5	3.891,3	1.828,2	1.923,3	418,4	563,6	157,6	2.818,4	119,7	2.486,7	2.057,5
mag. ^(p)	812,9	3.877,8	1.854,1	1.933,6	457,5	556,0	155,4	2.839,7	119,6	2.485,5	2.088,8
Transazioni											
2009	44,3	446,1	-605,2	237,2	-12,6	-13,1	-134,7	78,6	9,0	194,0	141,1
2010	36,0	159,6	-125,1	113,0	95,2	-101,2	-18,1	61,8	-14,1	108,2	109,8
2010 4° trim.	2,9	13,3	-12,5	17,6	29,5	-22,2	-8,2	28,1	-3,9	29,0	30,6
2011 1° trim.	9,2	4,5	36,3	4,9	-8,4	-22,2	20,8	40,2	1,4	7,2	32,1
2011 feb.	2,3	1,3	10,9	1,9	32,9	-3,8	-2,2	23,7	0,7	-5,0	23,7
mar.	-1,8	23,4	3,6	2,3	-15,7	0,0	17,3	4,0	0,4	6,2	3,2
apr.	-0,2	-13,5	10,8	-0,7	4,5	-4,7	3,2	20,2	0,0	14,6	12,6
mag. ^(p)	10,4	-17,0	15,8	10,3	39,0	-7,5	-2,1	3,7	-0,2	-3,1	16,6
Variazioni percentuali											
2009	6,2	13,5	-24,2	15,1	-3,5	-1,9	-50,4	3,0	7,3	9,7	8,7
2010	4,8	4,3	-6,6	6,3	28,3	-15,1	-13,4	2,3	-10,7	4,7	5,9
2010 4° trim.	4,8	4,3	-6,6	6,3	28,3	-15,1	-13,4	2,3	-10,7	4,7	5,9
2011 1° trim.	3,7	2,8	-0,2	4,8	21,9	-13,1	-0,6	2,7	-9,3	3,9	6,7
2011 feb.	5,1	2,4	-1,4	5,2	31,7	-15,1	-6,2	3,0	-9,3	3,6	7,1
mar.	3,7	2,8	-0,2	4,8	21,9	-13,1	-0,6	2,7	-9,3	3,9	6,7
apr.	4,3	1,1	2,3	4,3	20,0	-13,0	1,1	3,0	-8,8	3,8	6,6
mag. ^(p)	4,4	0,5	3,2	4,6	29,8	-13,0	4,4	3,7	-7,9	3,9	6,3

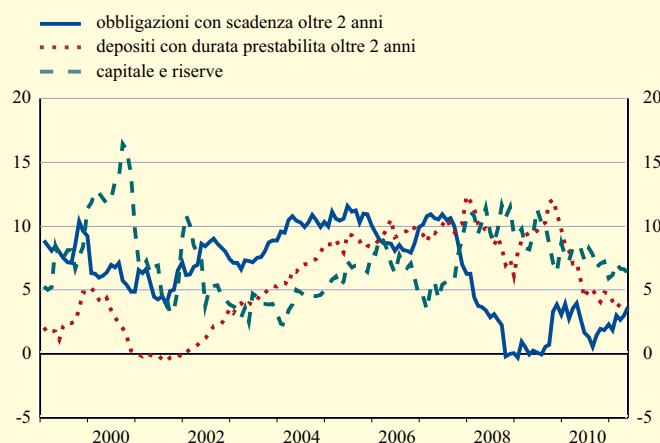
F3 Componenti degli aggregati monetari ¹⁾

(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.

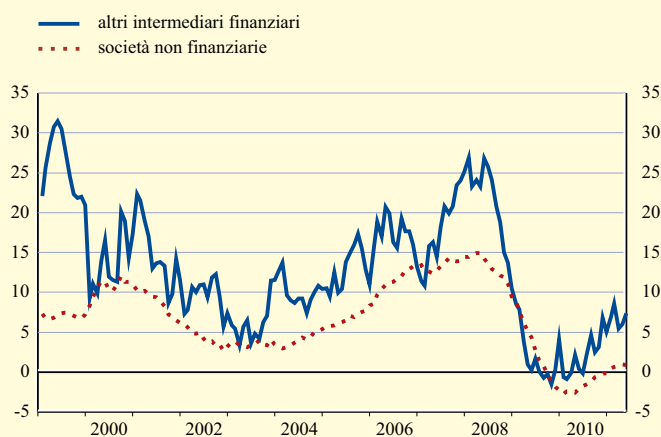
2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ^{1), 2)}

1. Prestiti agli intermediari finanziari, alle società non finanziarie e alle famiglie

	Società di assicurazione e fondi pensione	Altri intermediari finanziari	Società non finanziarie					Famiglie ³⁾						
			Totale	Totale	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													
2009	89,0	1.060,7	4.690,9	-	1.187,8	937,6	2.565,5	4.952,2	-	631,3	3.546,6	774,3		
2010	95,0	1.112,1	4.668,8	-	1.127,3	899,0	2.642,5	5.159,3	-	639,3	3.701,3	818,7		
2010 4° trim.	95,0	1.112,1	4.668,8	-	1.127,3	899,0	2.642,5	5.159,3	-	639,3	3.701,3	818,7		
2011 1° trim.	87,8	1.108,9	4.706,3	-	1.146,8	883,4	2.676,1	5.227,6	-	637,0	3.762,2	828,4		
2011 feb.	97,1	1.145,3	4.705,7	-	1.153,0	897,2	2.655,6	5.194,0	-	636,0	3.729,5	828,5		
mar.	87,8	1.108,9	4.706,3	-	1.146,8	883,4	2.676,1	5.227,6	-	637,0	3.762,2	828,4		
apr.	86,0	1.122,8	4.698,0	-	1.147,3	876,0	2.674,7	5.239,3	-	638,2	3.775,6	825,5		
mag. ^(p)	87,3	1.143,1	4.713,6	-	1.152,9	879,9	2.680,8	5.252,9	-	635,7	3.786,6	830,6		
	Transazioni													
2009	-13,6	40,8	-107,0	-108,0	-181,2	-18,9	93,2	65,1	99,5	-1,0	51,4	14,7		
2010	7,0	52,9	-6,3	44,8	-41,7	-21,7	57,1	146,7	156,8	-6,3	132,1	20,8		
2010 4° trim.	2,6	38,6	-14,5	9,9	-4,7	-14,8	5,0	51,8	50,3	-0,7	45,7	6,9		
2011 1° trim.	-3,1	-21,0	37,3	37,2	20,0	-3,0	20,3	59,6	30,4	-1,2	58,9	1,8		
2011 feb.	3,8	14,0	15,8	15,6	5,5	1,5	8,7	6,7	10,6	-0,3	4,8	2,2		
mar.	-5,4	-28,8	4,1	3,9	-0,7	-2,4	7,2	32,6	12,0	-0,3	34,3	-1,4		
apr.	-1,8	19,5	-2,1	-0,6	3,3	-8,3	3,0	12,7	15,2	1,0	10,8	1,0		
mag. ^(p)	1,2	9,4	10,0	10,5	3,9	2,8	3,3	10,9	12,1	-2,4	8,8	4,4		
	Variazioni percentuali													
2009	-13,2	4,2	-2,2	-	-13,1	-2,0	3,7	1,3	-	-0,2	1,5	1,9		
2010	8,0	4,9	-0,1	1,0	-3,5	-2,3	2,2	2,9	3,1	-1,0	3,7	2,6		
2010 4° trim.	8,0	4,9	-0,1	1,0	-3,5	-2,3	2,2	2,9	3,1	-1,0	3,7	2,6		
2011 1° trim.	5,7	5,6	0,8	1,8	-0,4	-1,8	2,3	3,4	3,0	-0,7	4,4	2,0		
2011 feb.	8,6	8,6	0,6	1,6	-1,0	-1,9	2,2	3,0	3,1	-0,6	3,8	2,4		
mar.	5,7	5,6	0,8	1,8	-0,4	-1,8	2,3	3,4	3,0	-0,7	4,4	2,0		
apr.	1,0	6,1	0,9	1,9	1,0	-2,6	2,1	3,4	3,0	-0,5	4,4	1,8		
mag. ^(p)	2,6	7,3	0,9	1,8	0,9	-2,1	1,9	3,4	3,1	-0,7	4,4	2,0		

F5 Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie 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.

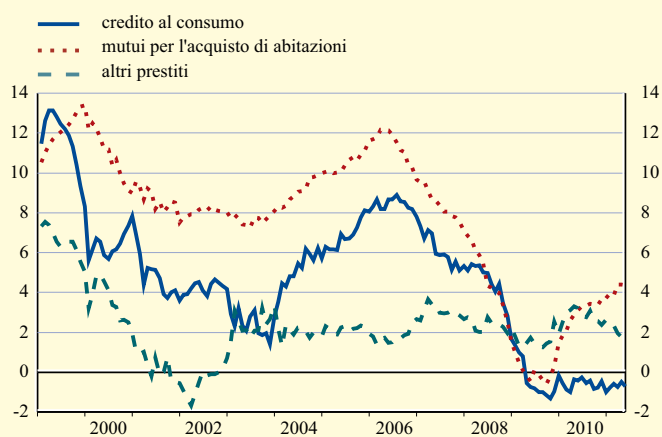
2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

3) 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.

F6 Prestiti alle famiglie ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



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)

2. 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
						Pronti contro termine con controparti centrali							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Consistenze												
2010	86,2	66,6	5,2	14,4	1.104,7	142,9	587,7	206,4	310,6	4.668,8	1.120,6	898,6	2.649,7
2010 4° trim.	86,2	66,6	5,2	14,4	1.104,7	142,9	587,7	206,4	310,6	4.668,8	1.120,6	898,6	2.649,7
2011 1° trim.	86,8	66,6	5,8	14,5	1.107,8	138,0	581,4	208,6	317,8	4.705,4	1.147,7	883,5	2.674,2
2011 mar.	86,8	66,6	5,8	14,5	1.107,8	138,0	581,4	208,6	317,8	4.705,4	1.147,7	883,5	2.674,2
apr.	87,7	67,8	5,5	14,5	1.127,7	146,7	602,3	208,1	317,4	4.700,5	1.150,5	876,6	2.673,4
mag. ^(p)	90,7	70,6	5,7	14,4	1.150,1	162,5	619,3	209,9	320,8	4.717,8	1.155,2	880,6	2.681,9
	Transazioni												
2010	6,8	10,1	-1,8	-1,5	54,5	-	17,4	8,3	28,7	-6,6	-41,9	-21,6	57,0
2010 4° trim.	-7,4	-6,9	-0,5	0,0	16,1	-5,4	1,1	5,2	9,8	-8,2	-9,5	-15,3	16,7
2011 1° trim.	4,7	5,0	0,6	-0,9	-14,7	-5,0	-5,6	-11,2	2,1	36,4	27,6	-2,4	11,2
2011 mar.	-3,9	-2,8	0,0	-1,0	-13,3	-21,5	-11,7	-4,1	2,5	4,4	-0,1	-0,5	5,0
apr.	1,0	1,2	-0,3	0,0	25,6	8,8	25,1	-0,1	0,6	1,4	5,6	-7,8	3,6
mag. ^(p)	2,9	2,8	0,3	-0,1	11,4	15,7	7,5	1,3	2,7	11,7	3,0	2,9	5,8
	Variazioni percentuali												
2010	8,4	17,5	-25,2	-9,1	5,0	-	2,8	3,9	10,1	-0,1	-3,6	-2,3	2,2
2010 4° trim.	8,4	17,5	-25,2	-9,1	5,0	-	2,8	3,9	10,1	-0,1	-3,6	-2,3	2,2
2011 1° trim.	5,7	11,3	0,5	-14,8	5,5	-	4,6	1,6	9,6	0,8	-0,3	-1,8	2,3
2011 mar.	5,7	11,3	0,5	-14,8	5,5	-	4,6	1,6	9,6	0,8	-0,3	-1,8	2,3
apr.	0,9	5,3	-7,2	-14,6	6,0	-	5,9	1,1	9,5	0,9	0,9	-2,6	2,2
mag. ^(p)	2,7	7,4	3,3	-17,1	7,4	-	7,7	2,5	10,1	0,9	0,9	-2,1	1,9

3. Prestiti alle famiglie ³⁾

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti				
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	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
	Consistenze													
2010	5.168,0	641,7	147,0	186,5	308,2	3.706,9	14,7	54,9	3.637,2	819,4	402,4	146,7	85,7	587,0
2010 4° trim.	5.168,0	641,7	147,0	186,5	308,2	3.706,9	14,7	54,9	3.637,2	819,4	402,4	146,7	85,7	587,0
2011 1° trim.	5.217,6	633,7	140,5	186,9	306,3	3.756,6	14,2	54,0	3.688,4	827,3	401,0	149,6	85,1	592,7
2011 mar.	5.217,6	633,7	140,5	186,9	306,3	3.756,6	14,2	54,0	3.688,4	827,3	401,0	149,6	85,1	592,7
apr.	5.225,7	635,4	139,4	187,9	308,0	3.766,8	14,1	54,2	3.698,4	823,6	400,8	144,6	85,7	593,3
mag. ^(p)	5.242,2	632,8	139,3	187,7	305,7	3.780,2	14,3	54,7	3.711,2	829,2	402,1	144,8	86,1	598,4
	Transazioni													
2010	147,0	-6,3	-3,4	-8,8	5,9	132,7	-0,6	-3,7	137,0	20,7	-	-8,2	-4,4	33,3
2010 4° trim.	54,9	-0,3	3,1	-2,3	-1,2	47,5	0,1	-2,1	49,5	7,8	1,4	1,2	-1,0	7,5
2011 1° trim.	40,8	-6,9	-6,1	-1,7	0,9	47,8	-0,7	0,0	48,6	-0,1	-1,8	-0,6	-1,6	2,1
2011 mar.	31,3	1,6	-1,3	1,0	2,0	30,7	0,0	-0,1	30,8	-1,0	-0,8	0,8	-0,5	-1,3
apr.	9,1	1,5	-0,4	0,4	1,5	7,5	0,0	0,2	7,3	0,2	-0,2	-2,4	-1,3	3,8
mag. ^(p)	13,7	-2,6	-0,1	0,0	-2,4	11,2	0,1	0,5	10,7	5,1	1,6	0,0	0,5	4,7
	Variazioni percentuali													
2010	2,9	-1,0	-2,5	-4,5	2,0	3,7	-4,2	-6,2	3,9	2,6	-	-5,4	-5,1	6,1
2010 4° trim.	2,9	-1,0	-2,5	-4,5	2,0	3,7	-4,2	-6,2	3,9	2,6	-	-5,4	-5,1	6,1
2011 1° trim.	3,4	-0,7	-2,8	-4,1	2,5	4,4	-7,6	-3,7	4,6	2,0	-	-5,8	-5,9	5,3
2011 mar.	3,4	-0,7	-2,8	-4,1	2,5	4,4	-7,6	-3,7	4,6	2,0	-	-5,8	-5,9	5,3
apr.	3,4	-0,5	-2,8	-3,7	2,7	4,4	-7,9	-3,1	4,6	1,8	-	-6,4	-6,9	5,3
mag. ^(p)	3,4	-0,7	-3,1	-3,0	1,9	4,4	-8,1	-1,9	4,5	2,0	-	-6,4	-6,5	5,6

Fonte: BCE.

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

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

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

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ^{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)

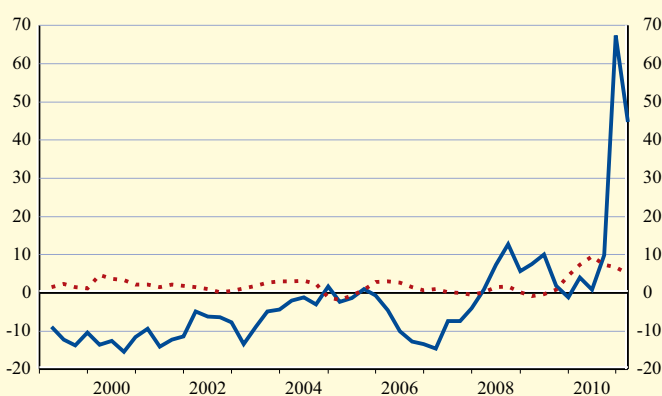
4. Prestiti alle amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro

	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										
2010	1.220,1	395,8	225,2	553,0	46,1	2.963,0	2.010,9	952,1	49,5	902,6
2011 ^(p)	1.187,1	357,7	229,6	557,8	41,9	2.934,4	1.957,5	976,9	54,5	922,4
2010 2° trim.	1.072,8	254,9	225,0	547,9	44,8	3.076,4	2.075,4	1.001,1	50,9	950,1
3° trim.	1.073,9	262,0	223,2	544,1	44,5	2.951,5	1.995,5	955,9	51,9	904,1
4° trim.	1.220,1	395,8	225,2	553,0	46,1	2.963,0	2.010,9	952,1	49,5	902,6
2011 1° trim. ^(p)	1.187,1	357,7	229,6	557,8	41,9	2.934,4	1.957,5	976,9	54,5	922,4
Transazioni										
2010	207,2	156,1	15,3	24,1	12,3	5,2	9,3	-5,2	0,5	-5,7
2011 ^(p)	-28,2	-34,3	4,4	4,9	-3,2	55,6	-1,5	57,0	7,0	50,0
2010 2° trim.	35,9	8,8	15,9	8,6	2,6	-20,1	1,3	-22,3	-0,7	-21,6
3° trim.	1,6	7,9	-1,9	-3,8	-0,3	-11,6	-14,2	2,5	3,8	-1,2
4° trim.	138,7	126,7	2,0	8,8	1,5	-17,0	-1,9	-15,1	-2,0	-13,1
2011 1° trim. ^(p)	-28,2	-34,3	4,4	4,9	-3,2	55,6	-1,5	57,0	7,0	50,0
Variazioni percentuali										
2010	20,6	67,3	7,3	4,6	36,3	0,5	0,5	-0,5	0,4	-0,5
2011 ^(p)	9,2	44,8	9,8	3,4	1,5	2,3	-0,8	2,2	16,0	1,4
2010 2° trim.	7,3	0,8	9,1	7,0	56,8	-1,3	-1,6	-1,3	-4,2	-1,2
3° trim.	7,9	9,9	6,5	5,4	45,1	0,9	1,2	-0,5	1,6	-0,7
4° trim.	20,6	67,3	7,3	4,6	36,3	0,5	0,5	-0,5	0,4	-0,5
2011 1° trim. ^(p)	14,3	44,8	9,8	3,4	1,5	0,5	-0,8	2,2	16,0	1,4

F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)

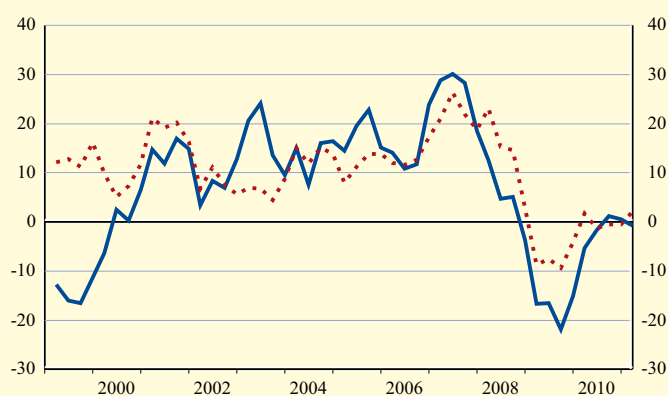
— amministrazioni centrali
 altre amministrazioni pubbliche



F8 Prestiti ai non residenti nell'area dell'euro ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)

— banche non residenti
 operatori non bancari non residenti



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)}

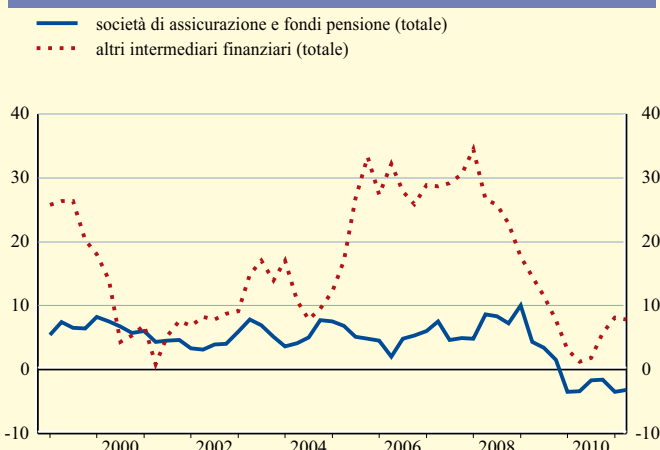
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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	a 3 mesi	oltre 3 mesi				a 2 anni	oltre 2 anni	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														
2009	738,5	84,1	86,9	543,7	2,2	1,4	20,2	1.871,2	311,7	335,1	957,5	15,9	0,0	250,9	-
2010	716,9	84,5	79,4	528,3	2,6	0,3	21,9	2.167,4	358,3	305,1	1.132,6	10,7	0,5	360,3	255,0
2010 4° trim.	716,9	84,5	79,4	528,3	2,6	0,3	21,9	2.167,4	358,3	305,1	1.132,6	10,7	0,5	360,3	255,0
2011 1° trim.	710,7	82,9	79,9	526,6	3,0	0,2	18,0	2.162,6	371,0	292,3	1.142,8	11,8	0,5	344,2	244,6
2011 feb.	721,5	89,4	80,1	528,2	2,8	0,2	20,7	2.181,9	375,9	299,1	1.128,3	11,1	0,5	367,0	252,1
mar.	710,7	82,9	79,9	526,6	3,0	0,2	18,0	2.162,6	371,0	292,3	1.142,8	11,8	0,5	344,2	244,6
apr.	720,4	85,3	83,1	526,1	3,9	0,2	21,8	2.195,8	376,2	298,5	1.154,8	11,1	0,5	354,6	247,1
mag. ^(p)	714,4	85,3	79,6	525,5	3,8	0,2	19,9	2.229,0	370,2	309,6	1.146,9	12,0	0,2	390,0	288,3
	Transazioni														
2009	-26,8	-1,0	-30,4	6,3	1,1	-0,1	-2,7	55,4	5,5	-93,6	85,8	3,7	0,0	54,0	-
2010	-26,5	-3,4	-8,2	-16,6	0,2	0,0	1,6	156,8	45,2	-38,6	52,8	-8,0	0,4	105,0	-
2010 4° trim.	-18,0	-4,7	-10,2	-4,6	-0,2	0,0	1,8	26,3	-19,7	2,6	31,5	-0,3	-0,3	12,4	25,2
2011 1° trim.	-0,9	3,2	-0,3	-1,3	0,3	0,0	-2,9	-5,8	15,1	-5,5	-12,9	1,0	0,1	-3,5	-10,4
2011 feb.	-9,3	-7,8	-0,2	0,3	0,1	0,0	-1,7	26,7	-3,5	3,2	-13,3	0,2	0,0	40,1	33,5
mar.	-5,3	-1,8	-0,7	-1,2	0,1	0,0	-1,7	-5,3	-3,4	0,0	7,8	0,7	0,0	-10,3	-7,5
apr.	10,5	2,6	3,7	-0,5	0,9	0,0	3,8	33,5	5,7	7,5	10,4	-0,6	-0,1	10,6	2,6
mag. ^(p)	-6,3	-0,1	-3,6	-0,6	-0,1	0,0	-1,9	21,3	-7,3	2,4	-9,8	0,9	-0,2	35,3	41,1
	Variazioni percentuali														
2009	-3,5	-1,1	-26,4	1,2	96,8	-	-11,8	3,1	1,5	-22,0	10,0	30,0	-	27,4	-
2010	-3,6	-3,6	-9,4	-3,0	9,7	-	7,8	8,1	14,5	-11,4	4,9	-48,5	-	41,6	-
2010 4° trim.	-3,6	-3,6	-9,4	-3,0	9,7	-	7,8	8,1	14,5	-11,4	4,9	-48,5	-	41,6	-
2011 1° trim.	-3,2	-3,0	-6,3	-2,6	7,1	-	-6,2	7,9	13,8	-4,7	4,5	-47,3	-	30,1	-
2011 feb.	-2,7	-4,6	-7,3	-2,4	10,3	-	19,8	7,5	13,4	-9,4	3,2	-50,3	-	41,8	-
mar.	-3,2	-3,0	-6,3	-2,6	7,1	-	-6,2	7,9	13,8	-4,7	4,5	-47,3	-	30,1	-
apr.	-1,6	-1,5	-1,8	-2,7	37,9	-	25,8	6,2	3,7	1,7	4,4	-53,4	-	22,9	-
mag. ^(p)	-1,9	-4,4	-8,5	-1,8	41,4	-	39,9	7,4	1,9	3,8	3,9	-25,3	-	31,0	-

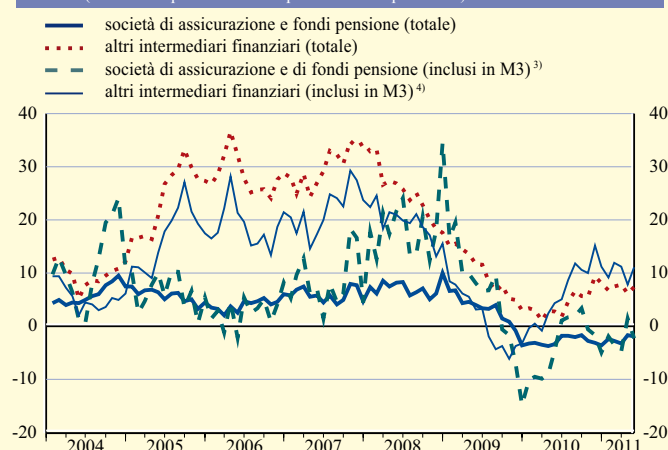
F9 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

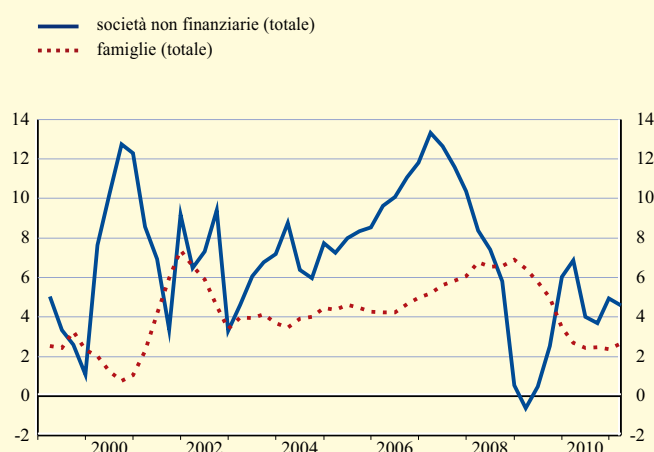
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie ³⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze														
2009	1.601,2	999,2	434,5	80,7	68,7	1,7	16,3	5.601,7	2.156,9	996,5	607,1	1.680,2	123,7	37,3
2010	1.671,6	1.034,1	458,7	87,2	75,8	1,5	14,2	5.739,1	2.243,9	901,6	665,0	1.788,5	110,3	29,8
2010 4° trim.	1.671,6	1.034,1	0,5	0,1	0,1	0,0	14,2	5.739,1	2.243,9	0,9	0,7	1,8	0,1	29,8
2011 1° trim.	1.648,6	1.000,6	0,5	0,1	0,1	0,0	14,0	5.766,9	2.223,8	0,9	0,7	1,8	0,1	31,4
2011 feb.	1.608,1	975,0	453,1	89,8	76,9	2,1	11,2	5.758,2	2.225,0	907,5	676,1	1.808,5	110,1	31,0
mar.	1.648,6	1.000,6	463,5	90,8	77,6	2,0	14,0	5.766,9	2.223,8	908,3	681,3	1.811,8	110,3	31,4
apr.	1.647,8	998,2	459,5	92,5	78,2	2,0	17,3	5.797,4	2.246,7	904,8	687,9	1.816,0	109,5	32,5
mag. ^(p)	1.653,5	998,0	461,3	93,8	77,8	2,0	20,6	5.794,0	2.232,0	906,4	695,1	1.816,5	109,5	34,4
Transazioni														
2009	91,1	112,3	-70,1	15,1	40,8	0,4	-7,4	187,7	320,5	-371,5	85,9	190,5	8,6	-46,3
2010	78,9	40,3	24,1	9,0	7,8	-0,2	-2,1	133,0	81,7	-98,8	58,7	113,6	-14,6	-7,5
2010 4° trim.	71,5	45,6	22,8	2,4	-1,2	-0,5	2,4	87,5	41,1	5,0	12,5	31,1	-0,5	-1,6
2011 1° trim.	-33,8	-37,5	2,5	2,1	1,0	0,5	-2,3	17,2	-23,6	2,9	14,3	21,9	0,0	1,7
2011 feb.	-5,9	-9,5	3,4	1,6	-2,2	0,6	0,2	4,2	-9,0	3,8	5,5	2,9	0,1	0,8
mar.	31,4	22,8	8,4	-0,5	0,1	0,0	0,7	1,0	-3,2	-2,2	3,4	2,4	0,2	0,4
apr.	3,9	1,3	-2,2	1,8	0,0	0,0	3,0	31,4	24,5	-1,8	5,5	3,0	-0,8	1,1
mag. ^(p)	3,3	-1,8	1,1	1,2	-0,4	0,0	3,2	-4,3	-15,1	1,2	7,2	0,5	0,0	1,9
Variazioni percentuali														
2009	6,0	12,7	-13,9	23,1	146,6	28,3	-31,2	3,5	17,5	-27,1	16,5	12,8	7,5	-55,4
2010	4,9	4,1	5,5	11,2	11,4	-10,0	-12,8	2,4	3,8	-9,9	9,7	6,8	-11,8	-20,2
2010 4° trim.	4,9	4,1	5,5	11,2	11,4	-10,0	-12,8	2,4	3,8	-9,9	9,7	6,8	-11,8	-20,2
2011 1° trim.	4,6	2,2	8,8	11,0	6,4	11,6	-4,9	2,7	2,6	-3,3	7,4	5,5	-10,3	-12,9
2011 feb.	5,5	2,9	9,5	12,8	9,5	18,2	-4,1	2,3	1,9	-4,2	8,0	5,7	-10,4	-16,1
mar.	4,6	2,2	8,8	11,0	6,4	11,6	-4,9	2,7	2,6	-3,3	7,4	5,5	-10,3	-12,9
apr.	4,1	1,1	10,0	8,3	3,6	8,6	13,5	3,0	2,6	-1,7	7,6	5,3	-9,5	-3,9
mag. ^(p)	4,0	0,0	11,6	7,9	4,3	8,9	36,1	2,8	1,5	-0,8	7,9	5,0	-8,2	6,8

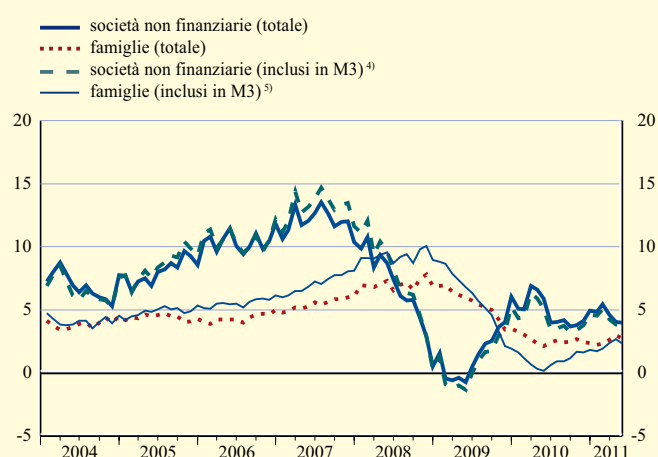
F11 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

3) Questa categoria include le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

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

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

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

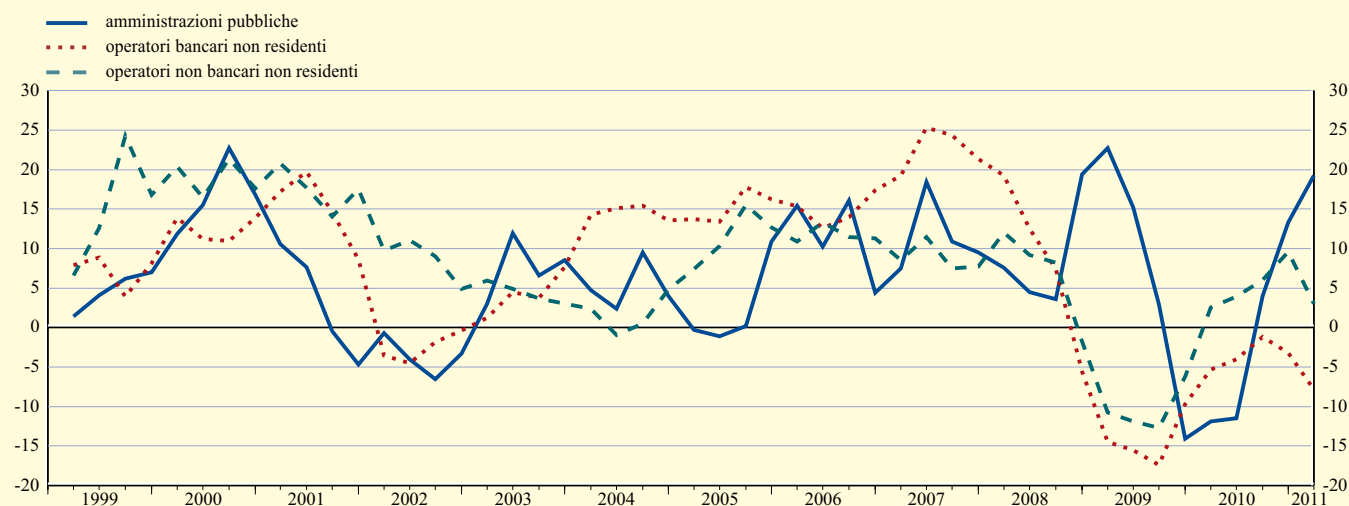
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Ammini- strazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Ammini- strazioni statali	Ammini- strazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Ammini- strazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2010	427,6	196,2	47,7	109,6	74,1	3.488,8	2.492,0	996,9	45,9	950,9
2011 ^(p)	475,6	235,8	52,3	108,7	78,8	3.310,1	2.346,7	963,5	41,4	922,0
2010 2° trim.	412,5	167,3	54,5	113,9	76,8	3.701,9	2.695,2	1.006,8	47,9	958,9
3° trim.	421,4	176,2	58,7	111,9	74,5	3.580,9	2.597,2	983,7	48,0	935,7
4° trim.	427,6	196,2	47,7	109,6	74,1	3.488,8	2.492,0	996,9	45,9	950,9
2011 1° trim. ^(p)	475,6	235,8	52,3	108,7	78,8	3.310,1	2.346,7	963,5	41,4	922,0
Transazioni										
2010	50,0	47,4	4,3	-4,9	2,9	0,2	-83,0	82,3	7,4	74,9
2011 ^(p)	50,4	43,4	4,7	-2,4	4,7	-81,5	-73,5	-8,0	-3,6	-4,4
2010 2° trim.	12,1	-1,4	4,1	5,3	4,2	-9,5	-28,4	19,0	-1,1	20,1
3° trim.	9,3	8,8	4,3	-2,0	-1,8	16,1	3,9	11,9	2,2	9,8
4° trim.	5,4	19,3	-11,0	-2,3	-0,5	-102,5	-108,0	4,9	-2,7	7,6
2011 1° trim. ^(p)	50,4	43,4	4,7	-2,4	4,7	-81,5	-73,5	-8,0	-3,6	-4,4
Variazioni percentuali										
2010	13,3	32,2	9,8	-4,3	4,1	0,3	-3,2	9,6	12,5	9,3
2011 ^(p)	19,8	44,4	4,0	-1,3	9,2	-3,6	-7,9	3,0	-10,7	3,8
2010 2° trim.	-11,5	-21,7	11,6	-4,5	-6,0	-2,0	-4,0	3,9	8,9	3,5
3° trim.	4,0	10,9	15,0	-9,3	4,2	0,7	-1,2	6,0	14,2	5,5
4° trim.	13,3	32,2	9,8	-4,3	4,1	0,3	-3,2	9,6	12,5	9,3
2011 1° trim. ^(p)	19,2	41,4	4,0	-1,3	9,2	-4,8	-7,9	3,0	-10,7	3,8

F13 Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

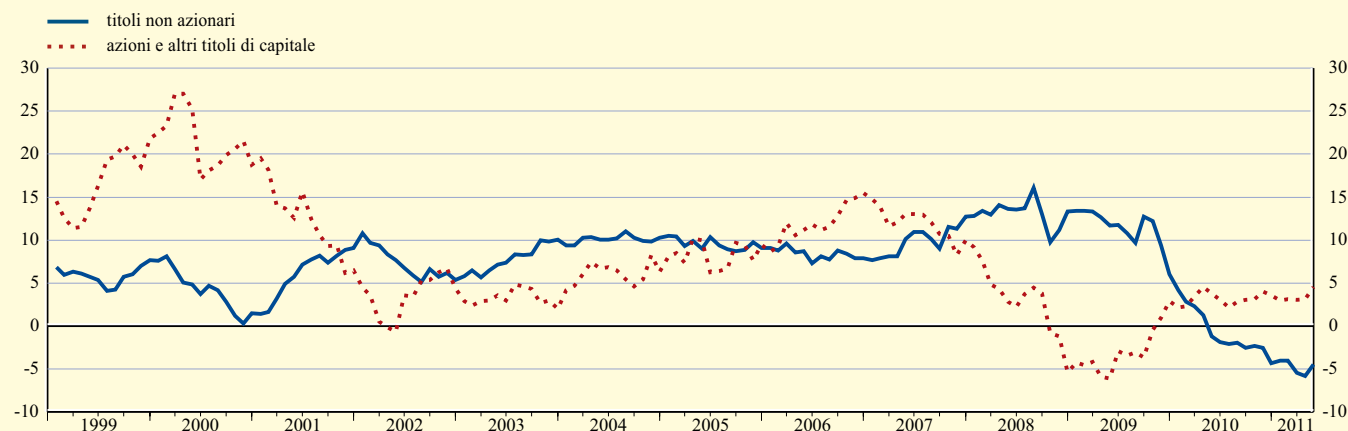
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ^{1), 2)}

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

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2009	6.207,8	1.970,8	109,1	1.466,1	16,0	1.458,6	39,4	1.147,8	1.516,3	435,0	801,1	280,2
2010	5.993,2	1.778,5	107,4	1.507,7	16,4	1.501,0	27,8	1.054,5	1.535,9	445,3	787,8	302,8
2010 4° trim.	5.993,2	1.778,5	107,4	1.507,7	16,4	1.501,0	27,8	1.054,5	1.535,9	445,3	787,8	302,8
2011 1° trim.	5.741,8	1.696,0	102,5	1.392,9	19,9	1.464,4	28,7	1.037,4	1.504,9	437,2	765,7	301,9
2011 feb.	6.014,0	1.775,9	102,3	1.529,3	18,6	1.498,2	27,5	1.062,3	1.541,9	449,3	794,3	298,3
mar.	5.741,8	1.696,0	102,5	1.392,9	19,9	1.464,4	28,7	1.037,4	1.504,9	437,2	765,7	301,9
apr.	5.695,5	1.680,9	94,8	1.400,1	19,0	1.474,9	24,8	1.001,0	1.556,6	438,5	808,9	309,2
mag. ^(p)	5.729,1	1.692,3	99,7	1.423,2	19,5	1.464,7	25,7	1.004,0	1.566,7	468,6	784,4	313,7
Transazioni												
2009	354,9	83,5	16,6	231,0	-3,2	103,0	-12,0	-64,0	43,0	29,1	11,6	2,3
2010	-269,1	-167,0	-7,2	42,7	-2,1	10,3	-14,6	-131,3	54,0	27,8	5,2	20,9
2010 4° trim.	-206,2	-70,8	0,5	-26,3	-1,4	-7,7	-2,9	-97,6	22,5	3,3	13,3	5,8
2011 1° trim.	-26,4	-23,9	1,0	8,6	4,4	-32,5	2,3	13,8	1,3	1,0	6,6	-6,3
2011 feb.	9,0	6,5	-2,8	5,3	1,0	6,3	1,6	-8,8	-12,7	0,6	-9,2	-4,0
mar.	-67,1	-24,5	3,6	-13,4	1,8	-29,0	1,6	-7,1	4,3	-0,6	2,3	2,6
apr.	-28,2	-16,4	-4,9	8,3	-0,4	8,5	-3,2	-20,0	48,3	0,4	40,8	7,1
mag. ^(p)	9,3	9,6	2,0	22,5	-0,1	-11,9	0,2	-13,1	10,8	30,3	-23,8	4,4
Variazioni percentuali												
2009	6,0	4,4	17,6	18,7	-15,8	7,6	-23,2	-5,3	2,9	7,0	1,5	0,8
2010	-4,3	-8,5	-5,7	2,9	-11,5	0,7	-35,0	-11,1	3,6	6,4	0,6	7,5
2010 4° trim.	-4,3	-8,5	-5,7	2,9	-11,5	0,7	-35,0	-11,1	3,6	6,4	0,6	7,5
2011 1° trim.	-5,4	-10,1	-4,5	-1,0	13,9	-0,3	-25,6	-9,6	3,0	3,7	3,2	1,7
2011 feb.	-4,0	-8,1	-4,8	1,8	6,3	0,7	-31,8	-9,8	3,1	4,8	2,1	3,6
mar.	-5,4	-10,1	-4,5	-1,0	13,9	-0,3	-25,6	-9,6	3,0	3,7	3,2	1,7
apr.	-5,8	-10,3	-8,0	-1,1	12,3	-0,2	-33,6	-10,9	3,1	1,0	4,2	3,7
mag. ^(p)	-4,4	-8,8	-1,6	1,2	16,1	-0,5	3,8	-10,3	4,6	5,8	3,7	5,0

F14 Disponibilità in titoli delle IFM ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

1. Prestiti, titoli diversi da azioni e depositi

	IFM ³⁾							Non IFM						
	Tutte le valute (consistenze)	Euro ⁴⁾	Altre valute					Tutte le valute (consistenze)	Euro ⁴⁾	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
	Prestiti a													
	Residenti nell'area dell'euro													
2009	5.916,1	-	-	-	-	-	-	11.785,5	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4
2010	5.515,0	-	-	-	-	-	-	12.247,8	96,0	4,0	2,1	0,2	1,1	0,4
2010 4° trim.	5.515,0	-	-	-	-	-	-	12.247,8	96,0	4,0	2,1	0,2	1,1	0,4
2011 1° trim.	5.488,7	-	-	-	-	-	-	12.304,7	96,3	3,7	1,8	0,2	1,1	0,4
	Non residenti nell'area dell'euro													
2009	1.914,9	45,8	54,2	29,4	2,7	2,9	12,6	906,8	40,0	60,0	42,1	1,2	3,7	8,0
2010	2.010,9	44,9	55,1	30,7	2,9	3,2	11,6	952,1	39,9	60,1	42,8	1,4	3,7	6,7
2010 4° trim.	2.010,9	44,9	55,1	30,7	2,9	3,2	11,6	952,1	39,9	60,1	42,8	1,4	3,7	6,7
2011 1° trim.	1.957,5	46,9	53,1	29,9	3,0	3,2	9,7	976,9	40,2	59,8	41,5	1,2	3,4	7,1
	Titoli non azionari													
	Emessi da residenti nell'area dell'euro													
2009	2.079,9	94,8	5,2	3,1	0,2	0,3	1,4	2.980,2	98,1	1,9	1,2	0,2	0,1	0,3
2010	1.885,9	94,3	5,7	3,3	0,1	0,3	1,7	3.052,8	98,6	1,4	0,8	0,1	0,1	0,4
2010 4° trim.	1.885,9	94,3	5,7	3,3	0,1	0,3	1,7	3.052,8	98,6	1,4	0,8	0,1	0,1	0,4
2011 1° trim.	1.798,5	94,3	5,7	3,2	0,2	0,3	1,7	2.905,9	98,3	1,7	0,9	0,2	0,1	0,4
	Emessi da non residenti nell'area dell'euro													
2009	546,6	55,8	44,2	26,3	0,4	0,5	14,8	601,2	35,0	65,0	38,5	4,2	0,9	15,2
2010	535,1	50,9	49,1	26,1	0,3	0,5	17,2	519,4	32,9	67,1	41,6	3,8	0,8	13,2
2010 4° trim.	535,1	50,9	49,1	26,1	0,3	0,5	17,2	519,4	32,9	67,1	41,6	3,8	0,8	13,2
2011 1° trim.	526,3	50,5	49,5	26,6	0,3	1,1	17,0	511,1	33,7	66,3	39,5	4,8	0,7	13,0
	Depositi di													
	Residenti nell'area dell'euro													
2009	6.281,6	92,9	7,1	4,4	0,3	1,2	0,7	10.187,4	97,0	3,0	1,9	0,2	0,1	0,4
2010	5.774,9	92,9	7,1	4,1	0,3	1,3	0,8	10.722,6	97,1	2,9	1,9	0,2	0,1	0,4
2010 4° trim.	5.774,9	92,9	7,1	4,1	0,3	1,3	0,8	10.722,6	97,1	2,9	1,9	0,2	0,1	0,4
2011 1° trim.	5.693,4	92,5	7,5	4,3	0,3	1,4	0,8	10.764,3	97,1	2,9	1,9	0,1	0,1	0,4
	Non residenti nell'area dell'euro													
2009	2.532,8	49,2	50,8	34,2	1,8	2,2	9,6	836,7	53,5	46,5	31,4	1,1	1,7	7,5
2010	2.492,0	52,1	47,9	31,8	2,2	1,8	8,6	996,9	58,8	41,2	29,3	1,2	1,4	5,1
2010 4° trim.	2.492,0	52,1	47,9	31,8	2,2	1,8	8,6	996,9	58,8	41,2	29,3	1,2	1,4	5,1
2011 1° trim.	2.346,7	53,5	46,5	30,0	2,1	1,9	8,1	963,5	58,1	41,9	29,6	1,4	1,5	4,4

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

	Tutte le valute (consistenze)	Euro ⁴⁾	Altre valute				
			Totale				
			USD	JPY	CHF	GBP	
	1	2	3	4	5	6	7
2009	5.168,3	83,3	16,7	8,8	1,6	1,9	2,5
2010	5.082,6	81,6	18,4	9,7	1,8	2,1	2,5
2010 4° trim.	5.082,6	81,6	18,4	9,7	1,8	2,1	2,5
2011 1° trim.	5.133,2	82,0	18,0	9,6	1,6	2,0	2,4

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 informazioni, cfr. le Note generali.
- 3) Per i non residenti nell'area dell'euro, il termine "IFM" fa riferimento a istituzioni di natura simile alle IFM.
- 4) Inclusi gli strumenti espressi nelle denominazioni nazionali dell'euro.

2.8 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro ¹⁾

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

1. Attività

	Totale	Depositi e prestiti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale (escl. quote di fondi di investimento/fondi comuni monetari)	Fondi di investimento/fondi comuni monetari	Attività non finanziarie	Altre attività (incl. prodotti finanziari derivati)
	1	2	3	4	5	6	7
Consistenze in essere							
2010 ott.	6.164,2	375,8	2.356,9	1.842,5	837,0	247,7	504,3
nov.	6.193,1	374,1	2.367,0	1.882,2	846,9	248,9	474,1
dic.	6.256,6	366,1	2.364,0	1.984,2	864,6	213,6	464,1
2011 gen.	6.289,1	382,1	2.350,2	1.984,8	864,6	221,1	486,3
feb.	6.368,4	390,8	2.367,0	2.013,1	871,0	222,2	504,3
mar.	6.324,5	388,6	2.349,9	1.974,8	872,9	220,3	517,9
apr. ^(p)	6.363,5	390,0	2.350,0	1.987,3	879,8	220,3	536,2
Transazioni							
2010 3° trim.	142,2	-13,7	65,1	15,1	18,2	-0,2	57,7
4° trim.	0,2	-11,3	45,7	49,5	16,0	-2,8	-96,8
2011 1° trim.	112,6	19,9	25,1	15,1	7,9	2,5	42,2

2. Passività

	Totale	Depositi e prestiti ricevuti	Quote di fondi di investimento emesse			Altre passività (incl. prodotti finanziari derivati)	
			Totale	Detenute da residenti nell'area dell'euro			Detenute da non residenti nell'area dell'euro
				Fondi di investimento			
	1	2	3	4	5	6	7
	Consistenze in essere						
2010 ott.	6.164,2	122,3	5.595,1	4.398,9	637,6	1.196,2	446,8
nov.	6.193,1	119,7	5.643,4	4.397,9	641,4	1.245,5	430,0
dic.	6.256,6	111,5	5.748,6	4.468,0	657,8	1.280,6	396,5
2011 gen.	6.289,1	119,1	5.754,1	4.460,8	657,1	1.293,3	415,9
feb.	6.368,4	123,3	5.811,1	4.502,9	661,6	1.308,2	434,0
mar.	6.324,5	126,9	5.756,4	4.459,0	659,9	1.297,4	441,2
apr. ^(p)	6.363,5	127,1	5.790,0	4.486,5	670,0	1.303,5	446,3
	Transazioni						
2010 3° trim.	142,2	-6,1	81,7	49,8	21,7	31,9	66,6
4° trim.	0,2	-11,6	79,9	42,0	16,1	37,9	-68,1
2011 1° trim. ^(p)	112,6	12,2	55,4	45,0	3,4	10,4	44,9

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

	Totale	Fondi suddivisi per strategia di investimento					Fondi suddivisi per tipologia		Per memoria: fondi comuni monetari	
		Fondi obbligazionari	Fondi azionari	Fondi misti	Fondi immobiliari	Hedge fund	Altri fondi	Fondi aperti	Fondi chiusi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	Consistenze in essere									
2010 set.	5.516,2	1.813,5	1.554,7	1.345,3	260,6	102,1	440,1	5.435,5	80,7	1.137,7
ott.	5.595,1	1.826,4	1.600,8	1.362,4	261,5	102,5	441,6	5.514,7	80,4	1.125,6
nov.	5.643,4	1.830,0	1.641,1	1.366,2	259,6	106,8	439,7	5.562,6	80,8	1.152,5
dic.	5.748,6	1.813,2	1.717,2	1.396,6	264,0	108,6	449,0	5.666,2	82,4	1.106,5
2011 gen.	5.754,1	1.805,6	1.717,8	1.401,7	264,8	108,8	455,4	5.669,2	84,9	1.090,4
feb.	5.811,1	1.818,3	1.739,1	1.417,3	266,5	109,9	460,0	5.726,1	84,9	1.097,9
mar.	5.756,4	1.803,7	1.704,5	1.408,2	267,1	110,3	462,6	5.671,8	84,5	1.077,4
apr. ^(p)	5.790,0	1.801,2	1.719,4	1.426,0	266,4	109,3	467,7	5.705,5	84,5	1.070,8
	Transazioni									
2010 ott.	33,6	13,3	16,5	3,7	0,6	0,1	-0,5	34,3	-0,7	-6,5
nov.	17,2	6,0	8,7	4,9	0,0	-0,6	-1,8	17,4	-0,2	6,0
dic.	29,1	-4,9	13,0	13,2	2,7	2,3	2,7	28,0	1,1	-35,2
2011 gen.	25,2	5,4	9,6	7,4	0,9	0,4	1,5	24,4	0,8	-9,6
feb.	21,4	10,0	3,8	5,7	0,4	0,7	0,8	21,5	-0,1	8,8
mar.	8,9	4,0	-6,0	2,4	0,6	0,8	7,0	8,9	0,0	-8,7
apr. ^(p)	25,8	5,7	12,2	5,3	-0,1	0,9	1,9	25,6	0,3	6,1

Fonte: BCE.

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

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

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

1. Titoli non azionari

	Totale		Area dell'euro					Resto del mondo			
	Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze in essere											
2010 2° trim.	2.273,1	1.436,7	379,9	706,5	192,6	6,0	151,6	836,4	229,0	326,0	16,0
3° trim.	2.342,8	1.469,6	384,7	721,0	193,5	6,4	164,0	873,2	242,4	330,7	16,3
4° trim.	2.364,0	1.428,9	375,1	690,8	192,7	6,1	164,1	935,2	247,0	365,2	16,1
2011 1° trim. ^(p)	2.349,9	1.427,1	382,3	673,9	200,3	5,4	165,3	922,8	246,2	354,0	14,1
Transazioni											
2010 3° trim.	65,1	16,5	2,9	3,0	2,0	0,0	8,7	48,6	9,7	20,3	0,4
4° trim.	45,7	-8,4	-3,3	-8,8	0,6	-0,2	3,4	54,0	6,4	29,6	-1,9
2011 1° trim. ^(p)	25,1	10,2	9,1	-8,8	7,7	-0,2	2,3	14,9	1,8	2,4	-1,0

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											
2010 2° trim.	1.713,5	670,8	74,0	-	33,7	23,9	539,3	1.042,6	140,1	316,3	78,1
3° trim.	1.792,8	712,2	79,6	-	37,3	24,2	571,0	1.080,6	153,3	314,9	67,2
4° trim.	1.984,2	748,4	76,7	-	40,4	25,1	606,2	1.235,8	171,4	354,9	83,7
2011 1° trim. ^(p)	1.974,8	785,2	88,9	-	45,3	26,2	624,9	1.189,6	167,1	364,7	71,0
Transazioni											
2010 3° trim.	15,1	9,7	-0,8	-	2,2	0,2	8,1	5,4	2,0	0,4	-8,5
4° trim.	49,5	4,4	4,3	-	1,8	-0,6	-1,1	45,1	5,0	3,3	6,6
2011 1° trim. ^(p)	15,1	11,6	5,7	-	2,1	-0,8	4,6	3,5	-0,4	16,1	-3,9

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											
2010 2° trim.	793,5	662,5	77,1	-	585,4	-	-	131,1	19,9	36,6	0,4
3° trim.	825,2	702,1	77,1	-	625,0	-	-	123,2	21,3	34,2	0,4
4° trim.	864,6	733,3	75,5	-	657,8	-	-	131,3	23,8	38,0	0,6
2011 1° trim. ^(p)	872,9	737,4	77,5	-	659,9	-	-	135,5	22,5	41,2	0,5
Transazioni											
2010 3° trim.	18,2	22,8	1,1	-	21,7	-	-	-4,6	1,0	-0,8	0,0
4° trim.	16,0	14,1	-2,0	-	16,1	-	-	1,9	0,5	1,4	0,0
2011 1° trim. ^(p)	7,9	5,1	1,7	-	3,4	-	-	2,8	-1,0	3,3	-0,1

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 cartola- rizzate	Azioni e altri titoli di capitale	Altre attività
			Totale	Originati nell'area dell'euro				Originati all'esterno dell'area dell'euro					
				IFM	Altri in- termediari finanziari, società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Ammini- strazioni pubbliche						
									Mantenuti nel bilancio delle IFM ¹⁾				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Consistenze												
2009 4° trim.	2.369,1	381,2	1.473,1	1.160,1	547,8	142,9	27,2	7,4	133,5	296,9	103,1	41,5	73,2
2010 1° trim.	2.294,8	358,6	1.445,6	1.135,6	552,3	139,7	24,6	7,3	138,3	280,1	99,3	43,7	67,5
2° trim.	2.289,3	363,3	1.441,9	1.132,0	563,7	142,6	24,4	6,4	136,5	278,5	101,3	41,3	63,0
3° trim.	2.286,5	350,3	1.470,0	1.174,3	570,9	133,9	24,2	6,4	131,3	259,9	100,3	41,6	64,4
4° trim.	2.351,7	373,5	1.525,0	1.238,7	601,2	125,1	22,3	6,0	133,0	251,3	92,5	42,0	67,3
2011 1° trim.	2.254,6	352,6	1.484,1	1.194,6	590,4	130,8	22,6	5,9	130,2	240,1	89,1	36,8	51,8
	Transazioni												
2010 1° trim.	-75,4	-24,4	-24,8	-24,8	-	-2,0	-2,5	-0,1	4,6	-21,1	-2,5	1,6	-4,3
2° trim.	-21,9	1,4	-13,1	-12,4	-	2,3	-0,9	-0,4	-1,7	-2,0	1,0	-3,2	-5,9
3° trim.	-5,8	-12,2	22,3	33,1	-	-4,0	-0,6	-0,1	-6,0	-16,5	-0,5	0,4	0,6
4° trim.	45,0	24,3	24,7	30,2	-	-4,7	-2,1	-0,4	1,7	-5,5	-0,8	-0,6	2,9
2011 1° trim.	-93,2	-22,8	-37,8	-43,8	-	8,0	0,2	0,0	-2,2	-10,2	-2,4	-4,9	-15,0

2. Passività

	Totale	Prestiti e depositi ricevuti	Titoli di debito emessi			Capitale e riserve	Altre passività
			Totale	Fino a 2 anni	Oltre 2 anni		
	1	2	3	4	5	6	7
	Consistenze						
2009 4° trim.	2.369,1	105,6	2.050,3	98,2	1.952,1	48,6	164,5
2010 1° trim.	2.294,8	99,6	1.986,3	96,8	1.889,5	48,4	160,5
2° trim.	2.289,3	108,1	1.964,3	91,9	1.872,4	45,0	172,0
3° trim.	2.286,5	120,3	1.948,3	87,2	1.861,1	43,2	174,7
4° trim.	2.351,7	134,5	1.971,5	94,2	1.877,4	42,8	202,8
2011 1° trim.	2.254,6	133,5	1.886,2	84,3	1.801,9	37,6	197,3
	Transazioni						
2010 1° trim.	-75,4	-5,3	-67,4	-1,9	-65,5	-0,3	-2,5
2° trim.	-21,9	6,0	-23,2	-5,2	-18,0	-2,8	-1,9
3° trim.	-5,8	11,6	-12,1	-4,3	-7,8	-0,2	-5,2
4° trim.	45,0	15,6	24,2	5,6	18,6	-1,8	7,0
2011 1° trim.	-93,2	-0,1	-80,6	-10,0	-70,6	-4,7	-7,8

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					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												
2009 4° trim.	1.160,1	851,6	205,2	21,3	16,1	7,9	58,0	296,9	172,0	52,1	119,8	59,9	125,0
2010 1° trim.	1.135,6	822,1	213,4	20,3	14,8	7,6	57,3	280,1	151,2	47,9	103,3	41,2	128,9
2° trim.	1.132,0	814,4	214,5	19,7	14,7	7,7	61,0	278,5	148,9	50,5	98,5	44,9	129,5
3° trim.	1.174,3	830,5	219,9	18,6	15,0	7,1	83,2	259,9	140,4	47,4	93,1	37,5	119,5
4° trim.	1.238,7	854,9	249,7	17,6	15,2	7,2	94,0	251,3	131,5	45,6	85,9	35,7	119,8
2011 1° trim.	1.194,6	807,5	247,8	17,3	15,4	7,2	99,4	240,1	124,5	41,3	83,1	36,1	115,7
	Transazioni												
2010 1° trim.	-24,8	-27,4	4,8	-1,1	-1,3	-0,2	0,3	-21,1	-22,9	-4,4	-18,5	-16,4	1,9
2° trim.	-12,4	-12,0	-3,5	0,1	-0,1	0,0	3,0	-2,0	2,9	-0,2	3,1	3,0	-4,8
3° trim.	33,1	11,3	0,0	-0,8	0,2	-0,6	22,9	-16,5	-10,0	-2,5	-7,5	-6,9	-6,5
4° trim.	30,2	12,7	16,3	-1,6	0,3	0,1	2,4	-5,5	-5,3	-1,1	-4,2	-2,2	-0,2
2011 1° trim.	-43,8	-52,5	3,5	-0,5	0,0	0,0	5,7	-10,2	-6,3	-3,4	-2,9	-0,2	-3,9

Fonte: BCE.

1) Prestiti cartolarizzati da società veicolo finanziarie dell'area dell'euro che rimangono iscritti nel bilancio della IFM cedente, ovvero che non sono stati oggetto di cancellazione. La cancellazione dall'attivo delle IFM dipende dalle regole contabili. Per ulteriori informazioni, cfr. le Note generali.

2.11 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 1° trim.	6.575,6	766,9	493,6	2.274,7	1.088,4	1.234,9	93,5	243,8	227,0	152,9
2° trim.	6.488,9	763,2	492,8	2.256,6	1.041,0	1.225,6	89,7	246,5	218,3	155,3
3° trim.	6.390,8	758,8	488,6	2.288,6	956,7	1.185,8	86,4	251,1	220,0	154,8
4° trim.	6.246,6	796,2	506,6	2.295,6	811,8	1.086,2	92,9	245,7	256,3	155,4
2010 1° trim.	6.275,7	793,8	522,4	2.362,3	775,3	1.069,1	101,8	244,1	249,8	157,2
2° trim.	6.426,2	779,4	518,0	2.385,2	810,6	1.197,2	91,7	248,9	239,0	156,1
3° trim.	6.659,1	780,7	515,1	2.446,4	792,7	1.388,0	87,9	252,0	241,1	155,2
4° trim.	6.751,1	785,2	509,9	2.461,7	806,6	1.454,8	84,7	256,2	238,5	153,6
2010 1° trim.	6.974,7	782,9	516,2	2.568,3	823,5	1.532,2	85,9	266,2	251,4	148,1
2° trim.	7.004,0	781,4	522,3	2.597,2	805,5	1.517,3	86,5	271,4	273,0	149,5
3° trim.	7.173,7	779,1	533,6	2.676,2	821,1	1.556,8	85,0	272,4	300,1	149,3
4° trim.	7.083,4	767,5	539,3	2.603,8	836,3	1.579,6	76,3	271,1	257,8	151,7

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 1° trim.	2.274,7	1.853,5	521,6	987,0	210,7	8,5	125,6	421,2
2° trim.	2.256,6	1.823,3	513,2	951,9	214,1	13,2	131,0	433,4
3° trim.	2.288,6	1.854,6	518,2	974,1	219,4	8,9	134,0	434,0
4° trim.	2.295,6	1.876,4	506,1	1.014,7	207,9	11,4	136,3	419,2
2010 1° trim.	2.362,3	1.941,4	530,2	1.037,7	224,5	13,6	135,4	420,9
2° trim.	2.385,2	1.990,7	537,8	1.054,4	244,8	15,5	138,1	394,5
3° trim.	2.446,4	2.041,2	558,1	1.095,0	233,9	15,4	138,9	405,2
4° trim.	2.461,7	2.052,6	543,3	1.112,9	240,1	16,7	139,6	409,1
2010 1° trim.	2.568,3	2.150,5	574,9	1.185,8	228,4	15,9	145,5	417,8
2° trim.	2.597,2	2.174,0	574,8	1.198,1	238,5	16,3	146,4	423,2
3° trim.	2.676,2	2.244,8	586,1	1.246,1	244,8	18,6	149,1	431,4
4° trim.	2.603,8	2.177,6	582,9	1.209,4	220,9	17,2	147,2	426,3

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 1° trim.	6.224,1	345,9	27,7	544,3	5.124,0	2.932,4	1.330,9	860,7	182,2	351,6
2° trim.	6.230,7	339,3	29,1	509,9	5.163,3	2.945,6	1.362,5	855,3	189,1	258,2
3° trim.	6.229,8	332,1	29,7	478,8	5.188,3	2.945,5	1.394,0	848,8	200,9	161,0
4° trim.	6.177,4	346,8	31,7	425,5	5.176,3	2.913,6	1.434,4	828,3	197,1	69,2
2010 1° trim.	6.182,5	344,6	31,8	382,0	5.226,7	2.936,9	1.443,9	845,9	197,4	93,2
2° trim.	6.267,8	316,9	33,1	398,8	5.323,2	3.011,4	1.463,5	848,3	195,8	158,4
3° trim.	6.410,5	297,5	36,2	444,4	5.436,2	3.101,0	1.489,4	845,8	196,2	248,6
4° trim.	6.495,5	284,6	39,3	440,9	5.524,6	3.170,4	1.513,0	841,1	206,1	255,6
2010 1° trim.	6.662,2	294,3	40,2	458,9	5.659,4	3.252,6	1.539,8	867,0	209,4	312,5
2° trim.	6.683,9	300,9	41,7	429,4	5.698,1	3.281,6	1.547,2	869,4	213,6	320,1
3° trim.	6.779,3	314,4	40,5	435,8	5.777,7	3.341,4	1.570,7	865,5	210,9	394,5
4° trim.	6.796,6	287,6	42,2	448,0	5.805,8	3.370,6	1.569,3	865,9	212,9	286,8

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
4° trim. 2010						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						557
Saldo commerciale ¹⁾						-20
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	1.218	124	766	62	266	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	35	8	17	5	5	
Consumo di capitale fisso	356	98	199	12	48	
Margine operativo netto e reddito misto ¹⁾	532	272	238	25	-3	
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto						6
Redditi da lavoro dipendente						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	659	36	262	300	61	96
Interessi	357	33	61	201	61	48
Altri redditi da capitale	303	3	200	99	0	48
Reddito nazionale netto ¹⁾	2.043	1.677	78	34	255	
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	304	246	50	8	0	1
Contributi sociali	461	461				1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	481	2	17	34	429	1
Altri trasferimenti correnti	206	80	28	48	50	9
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	46	33	11	1	1	1
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	46			46		1
Altro	113	46	16	1	50	7
Reddito netto disponibile ¹⁾	2.014	1.468	14	41	492	
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.916	1.365			551	
Spese per consumi individuali	1.696	1.365			331	
Spese per consumi collettivi	220				220	
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	16	0	1	15	0	0
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero ¹⁾	99	118	13	27	-59	-4
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	451	141	223	13	74	
Investimenti fissi lordi	470	141	242	13	74	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-18	0	-19	0	0	
Consumo di capitale fisso						
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	1	-2	3	0	0	-1
Trasferimenti in conto capitale	73	10	5	7	51	7
Imposte in conto capitale	6	6	0	0		0
Altri trasferimenti in conto capitale	67	4	5	6	51	7
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) ¹⁾	7	83	10	33	-119	-7
Discrepanza statistica	0	20	-20	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	Ammini- strazioni pubbliche	Resto del mondo
4° trim. 2010						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						537
<i>Saldo commerciale</i>						
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	2.141	502	1.219	104	316	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	246					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	2.387					
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	532	272	238	25	-3	
Redditi da lavoro dipendente	1.219	1.219				4
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	296				296	-15
Redditi da capitale	656	221	102	308	24	100
Interessi	343	54	31	248	10	61
Altri redditi da capitale	312	167	71	60	14	39
<i>Reddito nazionale netto</i>						
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto	2.043	1.677	78	34	255	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	305				305	1
Contributi sociali	461	1	18	51	391	1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	479	479				3
Altri trasferimenti correnti	179	99	12	48	20	36
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	46			46		1
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	46	36	9	1	0	1
Altro	87	64	3	0	20	34
<i>Reddito netto disponibile</i>						
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile	2.014	1.468	14	41	492	
Spese per consumi finali						
Spese per consumi individuali						
Spese per consumi collettivi						
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	16	16				0
<i>Risparmio netto/conto corrente verso l'estero</i>						
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	99	118	13	27	-59	-4
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	356	98	199	12	48	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	77	15	30	13	18	3
Imposte in conto capitale	6				6	0
Altri trasferimenti in conto capitale	71	15	30	13	12	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 assicu- razione e fondi pensione	Ammini- strazioni pubbliche	Resto del mondo
4° trim. 2010								
Bilancio di apertura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		18.609	17.015	32.830	14.663	6.712	3.541	16.253
Oro monetario e DSP				386				
Banconote, monete e depositi		6.508	1.744	9.438	2.395	851	688	3.841
Titoli di debito a breve termine		46	120	617	301	49	32	653
Titoli di debito a lungo termine		1.442	277	6.369	2.453	2.546	349	3.554
Prestiti		69	3.266	13.075	3.642	480	482	1.808
di cui a lungo termine		52	1.747	10.160	2.589	351	404	.
Azioni e altre partecipazioni		4.362	7.533	1.902	5.641	2.353	1.341	5.712
Azioni quotate		769	1.454	381	1.897	437	267	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.178	5.712	1.194	2.943	423	873	.
Quote di fondi di investimento		1.415	367	327	801	1.493	202	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.669	178	3	0	280	4	199
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		514	3.898	1.040	231	153	645	487
Ricchezza finanziaria netta								
Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie								
Totale delle transazioni attività finanziarie		147	154	-40	55	11	235	63
Oro monetario e DSP				0				0
Banconote, monete e depositi		115	50	-3	5	-18	13	-84
Titoli di debito a breve termine		-12	-41	-36	-6	-5	19	-21
Titoli di debito a lungo termine		-4	57	-148	43	24	149	29
Prestiti		1	41	177	19	16	39	59
di cui a lungo termine		1	13	112	-30	2	36	.
Azioni e altre partecipazioni		-7	40	32	6	-4	-3	69
Azioni quotate		9	16	19	36	1	-7	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		-1	26	15	-24	5	4	.
Quote di fondi di investimento		-16	-2	-2	-6	-10	0	.
Riserve tecniche di assicurazione		50	-2	0	0	-2	0	2
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		3	10	-62	-12	1	19	9
Variazioni nella ricchezza finanziaria netta								
Conto delle altre variazioni: attività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		108	128	-258	187	-53	1	61
Oro monetario e DSP				35				
Banconote, monete e depositi		1	1	-216	31	1	0	11
Titoli di debito a breve termine		-1	1	0	3	0	0	-2
Titoli di debito a lungo termine		-65	-12	-46	-42	-81	-5	-101
Prestiti		0	8	15	5	0	0	37
di cui a lungo termine		0	5	3	5	0	0	.
Azioni e altre partecipazioni		180	284	-6	204	28	12	132
Azioni quotate		33	127	33	149	5	3	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		106	165	-24	21	7	2	.
Quote di fondi di investimento		41	-8	-14	34	16	8	.
Riserve tecniche di assicurazione		-12	0	0	0	-1	0	4
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		6	-153	-40	-12	0	-6	-20
Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta								
Bilancio di chiusura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		18.864	17.298	32.532	14.905	6.670	3.777	16.378
Oro monetario e DSP				420				
Banconote, monete e depositi		6.624	1.794	9.220	2.430	833	700	3.768
Titoli di debito a breve termine		33	79	581	298	44	51	630
Titoli di debito a lungo termine		1.372	322	6.175	2.453	2.489	493	3.483
Prestiti		71	3.316	13.267	3.665	496	521	1.903
di cui a lungo termine		52	1.765	10.276	2.565	354	440	.
Azioni e altre partecipazioni		4.535	7.857	1.929	5.851	2.378	1.350	5.913
Azioni quotate		811	1.596	433	2.082	443	262	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.283	5.904	1.185	2.940	435	879	.
Quote di fondi di investimento		1.441	357	311	828	1.500	209	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.706	175	3	0	277	4	205
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		523	3.755	937	207	153	657	475
Ricchezza finanziaria netta								

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 assicu- razione e fondi pensione	Ammini- strazioni pubbliche	Resto del mondo
4° trim. 2010								
Bilancio di apertura: passività finanziarie								
Totale delle passività		6.588	26.163	32.088	14.129	6.773	8.824	14.673
Oro monetario e DSP			29	22.519	25	0	262	2.629
Banconote, monete e depositi			77	685	80	0	735	241
Titoli di debito a breve termine			819	4.614	2.740	38	5.876	2.903
Titoli di debito a lungo termine		5.999	8.612		3.329	280	1.499	3.104
Prestiti		5.642	6.020		1.821	103	1.289	.
di cui a lungo termine		7	12.554	2.764	7.736	450	8	5.326
Azioni e altre partecipazioni			3.542	487	211	123	0	.
Azioni quotate		7	9.012	1.139	2.195	326	8	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni				1.138	5.331			.
Quote di fondi di investimento		34	337	62	1	5.897	1	.
Riserve tecniche di assicurazione		548	3.735	1.443	219	107	444	470
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati								
<i>Ricchezza finanziaria netta¹⁾</i>	-1.195	12.021	-9.148	743	534	-61	-5.283	
Conto finanziario, transazioni in passività								
Totale delle transazioni in passività		43	164	-77	45	26	355	70
Oro monetario e DSP			0	83	1	0	-9	1
Banconote, monete e depositi			-6	-55	-3	0	-31	-6
Titoli di debito a breve termine			10	-19	9	1	143	7
Titoli di debito a lungo termine		45	15		42	-22	220	52
Prestiti		41	10		20	1	70	.
di cui a lungo termine		0	75	-16	54	1	0	19
Azioni e altre partecipazioni			5	17	1	0	0	.
Azioni quotate		0	70	2	-34	1	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni				-34	87			.
Quote di fondi di investimento		0	4	2	0	42	0	.
Riserve tecniche di assicurazione		-2	66	-72	-58	5	31	-2
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		7	103	-10	38	-15	-119	-7
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta¹⁾</i>								
Conto delle altre variazioni: passività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		-4	328	-381	230	36	-222	153
Oro monetario e DSP			0	-189	0	0	0	17
Banconote, monete e depositi			-1	2	0	0	0	0
Titoli di debito a breve termine			-20	-69	-8	1	-221	-36
Titoli di debito a lungo termine		5	-2		35	4	1	21
Prestiti		5	-1		34	4	1	.
di cui a lungo termine		0	396	56	164	7	-1	212
Azioni e altre partecipazioni			266	-47	7	4	0	.
Azioni quotate		0	129	100	19	3	-1	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni				3	138			.
Quote di fondi di investimento		0	-3	0	0	-7	0	.
Riserve tecniche di assicurazione		-9	-42	-181	39	30	-2	-60
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		126	112	-200	123	-43	223	-91
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta¹⁾</i>								
Bilancio di chiusura: passività finanziarie								
Totale delle passività finanziarie		6.627	26.655	31.629	14.404	6.835	8.957	14.895
Oro monetario e DSP			30	22.413	26	0	253	2.647
Banconote, monete e depositi			70	633	76	0	703	235
Titoli di debito a breve termine			809	4.526	2.741	41	5.799	2.873
Titoli di debito a lungo termine		6.049	8.625		3.406	263	1.720	3.176
Prestiti		5.689	6.029		1.875	108	1.360	.
di cui a lungo termine		7	13.024	2.805	7.954	458	7	5.557
Azioni e altre partecipazioni			3.813	457	218	127	0	.
Azioni quotate		7	9.211	1.241	2.180	330	7	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni				1.107	5.556			.
Quote di fondi di investimento		34	338	64	1	5.932	1	.
Riserve tecniche di assicurazione		537	3.759	1.190	200	142	473	407
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati								
<i>Ricchezza finanziaria netta¹⁾</i>	-1.062	12.237	-9.358	903	501	-166	-5.180	

Fonte: BCE.

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri)

Impieghi	2006	2007	2008	1° trim. 2009- 4° trim. 2009	2° trim. 2009- 1° trim. 2010	3° trim. 2009- 2° trim. 2010	4° trim. 2009- 3° trim. 2010	1° trim. 2010- 4° trim. 2010
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	4.075	4.261	4.440	4.424	4.428	4.445	4.460	4.483
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	127	136	132	113	109	109	113	115
Consumo di capitale fisso	1.253	1.320	1.383	1.399	1.399	1.403	1.409	1.416
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i> ¹⁾	2.191	2.344	2.327	2.124	2.144	2.177	2.196	2.218
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	3.034	3.636	3.882	2.941	2.811	2.748	2.744	2.779
Interessi	1.657	2.085	2.325	1.603	1.485	1.424	1.404	1.406
Altri redditi da capitale	1.377	1.551	1.557	1.338	1.326	1.324	1.340	1.373
<i>Reddito nazionale netto</i> ¹⁾	7.329	7.727	7.784	7.527	7.566	7.625	7.685	7.744
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.028	1.113	1.122	1.013	1.013	1.021	1.027	1.037
Contributi sociali	1.542	1.598	1.668	1.673	1.678	1.684	1.691	1.703
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.555	1.602	1.672	1.786	1.805	1.816	1.824	1.833
Altri trasferimenti correnti	723	753	787	786	790	788	791	785
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	180	184	188	183	183	181	180	180
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	180	184	189	183	183	181	181	180
Altro	363	385	410	419	424	425	429	425
<i>Reddito netto disponibile</i> ¹⁾	7.237	7.633	7.679	7.418	7.452	7.511	7.567	7.628
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	6.646	6.910	7.167	7.178	7.213	7.253	7.301	7.348
Spese per consumi individuali	5.956	6.197	6.419	6.395	6.428	6.466	6.513	6.559
Spese per consumi collettivi	689	712	748	783	785	787	788	788
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	64	65	71	66	65	63	62	61
<i>Risparmio netto</i> ¹⁾	592	724	513	240	239	258	266	280
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	1.879	2.033	2.045	1.712	1.691	1.727	1.752	1.777
Investimenti fissi lordi	1.857	1.991	2.018	1.782	1.759	1.765	1.774	1.787
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	22	42	27	-70	-68	-38	-22	-10
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0	-1	0	1	2	1	1	1
Trasferimenti in conto capitale	170	153	152	185	194	188	201	211
Imposte in conto capitale	23	24	24	34	34	30	30	25
Altri trasferimenti in conto capitale	148	128	128	151	159	158	172	186
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> <i>(dal conto capitale)</i> ¹⁾	-20	27	-140	-66	-44	-59	-70	-71

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	2006	2007	2008	1° trim. 2009- 4° trim. 2009	2° trim. 2009- 1° trim. 2010	3° trim. 2009- 2° trim. 2010	4° trim. 2009- 3° trim. 2010	1° trim. 2010- 4° trim. 2010
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	7.647	8.061	8.282	8.060	8.080	8.132	8.178	8.232
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	915	961	947	892	894	910	930	938
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	8.562	9.022	9.228	8.952	8.975	9.042	9.107	9.170
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	2.191	2.344	2.327	2.124	2.144	2.177	2.196	2.218
Redditi da lavoro dipendente	4.083	4.269	4.446	4.430	4.434	4.451	4.467	4.489
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	1.055	1.105	1.085	1.022	1.021	1.035	1.058	1.068
Redditi da capitale	3.035	3.646	3.808	2.892	2.777	2.710	2.710	2.747
Interessi	1.628	2.048	2.264	1.544	1.431	1.375	1.355	1.354
Altri redditi da capitale	1.407	1.598	1.544	1.348	1.346	1.335	1.355	1.393
<i>Reddito nazionale netto</i>								
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto	7.329	7.727	7.784	7.527	7.566	7.625	7.685	7.744
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.033	1.120	1.130	1.019	1.018	1.025	1.032	1.041
Contributi sociali	1.541	1.597	1.668	1.673	1.678	1.684	1.691	1.703
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.547	1.593	1.664	1.779	1.798	1.808	1.816	1.825
Altri trasferimenti correnti	634	662	683	679	679	678	676	672
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	180	184	189	183	183	181	181	180
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	177	182	186	180	180	178	177	176
Altro	278	296	308	316	317	318	318	316
<i>Reddito netto disponibile</i>								
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile	7.237	7.633	7.679	7.418	7.452	7.511	7.567	7.628
Spese per consumi finali								
Spese per consumi individuali								
Spese per consumi collettivi								
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	64	65	71	66	65	63	62	62
<i>Risparmio netto</i>								
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	592	724	513	240	239	258	266	280
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.253	1.320	1.383	1.399	1.399	1.403	1.409	1.416
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	185	168	162	194	204	197	210	222
Imposte in conto capitale	23	24	24	34	34	30	30	25
Altri trasferimenti in conto capitale	162	143	138	160	169	167	181	197
<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)

	2006	2007	2008	1° trim. 2009- 4° trim. 2009	2° trim. 2009- 1° trim. 2010	3° trim. 2009- 2° trim. 2010	4° trim. 2009- 3° trim. 2010	1° trim. 2010- 4° trim. 2010
Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta								
Redditi da lavoro dipendente (+)	4.083	4.269	4.446	4.430	4.434	4.451	4.467	4.489
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.421	1.492	1.536	1.485	1.484	1.487	1.493	1.500
Interessi attivi (+)	264	313	347	241	223	215	212	212
Interessi passivi (-)	167	217	245	146	135	129	127	127
Altri redditi da capitali attivi (+)	748	807	818	735	732	715	725	732
Altri redditi da capitali passivi (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc. (-)	794	853	892	861	859	860	864	868
Contributi sociali netti (-)	1.537	1.594	1.663	1.669	1.673	1.679	1.686	1.698
Prestazioni sociali nette (+)	1.542	1.587	1.658	1.773	1.791	1.802	1.809	1.818
Trasferimenti correnti netti attivi (+)	67	71	72	80	81	81	80	78
= Reddito lordo disponibile	5.617	5.866	6.066	6.058	6.068	6.071	6.099	6.127
Spese per consumi finali (-)	4.909	5.104	5.271	5.195	5.221	5.251	5.293	5.336
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	64	64	70	66	65	63	62	61
= Risparmio lordo	772	826	866	928	911	883	869	853
Consumo di capitale fisso (-)	342	365	381	383	383	385	387	389
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	19	13	2	14	11	9	9	14
Altre variazioni nella ricchezza netta (+)	2.612	1.416	-2.294	-251	793	853	950	1.027
= Variazioni nella ricchezza netta	3.061	1.891	-1.807	309	1.332	1.361	1.441	1.505
Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	608	645	637	551	541	543	546	550
Consumo di capitale fisso (-)	342	365	381	383	383	385	387	389
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	318	420	452	-17	-97	-83	-33	53
Banconote, monete e depositi	285	350	438	120	64	63	89	119
Partecipazioni in fondi comuni monetari	1	39	-10	-48	-84	-84	-95	-54
Titoli di debito ¹⁾	32	31	24	-90	-77	-62	-27	-12
Attività a lungo	296	119	31	534	609	564	456	365
Depositi	1	-31	-28	90	118	110	87	60
Titoli di debito	17	21	30	48	26	36	-7	-11
Azioni e altre partecipazioni	8	-79	-101	169	211	170	131	84
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	0	2	23	110	120	99	60	60
Quote di fondi comuni di investimento	8	-82	-124	59	92	71	71	24
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	269	209	130	227	254	247	244	232
Finanziamenti: principali componenti (-)								
Prestiti	404	373	212	114	128	136	140	137
di cui da IFM dell'area dell'euro	350	283	82	65	108	136	135	148
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Attività non finanziarie	2.061	1.426	-898	-758	-111	434	777	842
Attività finanziarie	555	17	-1.469	480	885	430	200	210
Azioni e altre partecipazioni	458	9	-1.245	234	510	169	50	184
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	66	8	-244	177	266	172	114	70
Flussi netti restanti (+)	-30	2	34	15	17	-5	22	10
= Variazioni nella ricchezza netta	3.061	1.891	-1.807	309	1.332	1.361	1.441	1.505
Bilancio finanziario								
Attività non finanziarie (+)	25.652	27.358	26.716	26.127	26.164	26.625	26.989	27.130
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	4.809	5.264	5.800	5.768	5.725	5.767	5.753	5.828
Banconote, monete e depositi	4.462	4.852	5.322	5.475	5.447	5.507	5.499	5.598
Partecipazioni in fondi comuni monetari	255	293	324	244	233	216	201	190
Titoli di debito ¹⁾	91	120	154	50	45	44	52	39
Attività a lungo	11.926	12.026	10.521	11.549	11.817	11.702	11.942	12.114
Depositi	1.018	953	894	964	991	1.002	1.009	1.025
Titoli di debito	1.242	1.260	1.314	1.433	1.447	1.444	1.435	1.367
Azioni e altre partecipazioni	5.097	5.028	3.641	4.078	4.174	4.018	4.161	4.345
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	3.622	3.680	2.663	2.929	2.984	2.853	2.947	3.094
Quote di fondi di investimento	1.475	1.348	979	1.149	1.190	1.166	1.214	1.251
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	4.569	4.786	4.672	5.075	5.205	5.238	5.337	5.377
Restanti attività finanziarie (+)	309	303	315	318	296	310	325	344
Passività (-)								
Prestiti	5.228	5.591	5.799	5.900	5.907	5.972	5.999	6.049
di cui da IFM dell'area dell'euro	4.560	4.831	4.906	4.961	4.979	5.132	5.151	5.206
= Ricchezza finanziaria netta	37.470	39.360	37.553	37.862	38.095	38.432	39.010	39.367

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)

	2006	2007	2008	1° trim. 2009- 4° trim. 2009	2° trim. 2009- 1° trim. 2010	3° trim. 2009- 2° trim. 2010	4° trim. 2009- 3° trim. 2010	1° trim. 2010- 4° trim. 2010
Reddito e risparmio								
Valore aggiunto lordo (+)	4.375	4.647	4.762	4.525	4.537	4.578	4.613	4.658
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.589	2.719	2.840	2.787	2.785	2.796	2.808	2.828
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (-)	74	80	76	62	58	56	60	60
= Margine operativo lordo (+)	1.712	1.848	1.846	1.676	1.695	1.726	1.746	1.770
Consumo di capitale fisso (-)	706	740	777	787	786	786	789	792
= Margine operativo netto (+)	1.006	1.108	1.069	888	909	940	957	978
Redditi da capitale attivi (+)	504	596	587	482	477	484	485	495
Interessi attivi	172	204	218	147	136	130	127	125
Altri redditi da capitale	332	393	369	334	340	354	358	370
Interest and rents payable (-)	288	354	404	287	268	257	252	253
= Reddito lordo di impresa (+)	1.222	1.351	1.253	1.083	1.118	1.167	1.190	1.221
Utili distribuiti (-)	926	988	1.012	908	899	903	913	938
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	190	211	197	125	126	134	136	142
Contributi sociali da riscuotere (+)	75	64	67	69	69	69	69	70
Prestazioni sociali da erogare (-)	61	62	65	67	67	68	68	68
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	65	57	61	62	63	64	64	64
= Risparmio netto	54	96	-16	-11	33	68	79	79
Investimento, finanziamento e risparmio								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	307	376	340	77	71	115	137	160
Investimenti fissi lordi (+)	989	1.076	1.094	936	927	939	948	963
Consumo di capitale fisso (-)	706	740	777	787	786	786	789	792
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	24	40	22	-72	-69	-38	-23	-11
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	165	162	62	49	76	33	30	-8
Banconote, monete e depositi	146	154	15	90	98	58	49	66
Partecipazioni in fondi comuni monetari	2	-19	30	38	4	-21	-27	-32
Titoli di debito ¹⁾	18	27	17	-79	-27	-4	8	-42
Attività a lungo	485	743	660	312	264	346	434	538
Depositi	23	-26	26	0	-10	-9	-7	-12
Titoli di debito	2	8	-45	11	-13	40	50	85
Azioni e altre partecipazioni	307	458	337	117	99	69	110	189
Altri prestiti (in prevalenza intragruppo)	153	303	341	183	188	246	281	277
Restanti attività nette (+)	74	158	-15	40	126	38	19	-54
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Debito	658	882	708	165	181	178	255	241
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	444	538	393	-116	-98	-90	-33	-15
di cui: titoli di debito	36	33	52	84	103	83	69	63
Azioni e altre partecipazioni	246	392	278	240	241	204	207	239
Azioni quotate	32	55	6	67	67	47	37	31
Azioni non quotate e altre partecipazioni	214	338	271	173	173	157	169	208
Trasferimenti netti di capitali attivi (-)	72	69	74	81	80	80	79	75
= Risparmio netto	54	96	-16	-11	33	68	79	79
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie								
Attività a breve	1.665	1.815	1.893	1.971	1.941	1.932	1.946	1.964
Banconote, monete e depositi	1.367	1.507	1.537	1.634	1.604	1.610	1.625	1.695
Partecipazioni in fondi comuni monetari	183	159	185	206	198	181	181	175
Titoli di debito ¹⁾	116	150	171	131	140	142	140	94
Attività a lungo	9.995	10.941	9.308	10.369	10.698	10.624	10.993	11.403
Depositi	102	105	127	109	111	116	118	99
Titoli di debito	280	288	251	220	232	259	257	307
Azioni e altre partecipazioni	7.479	8.096	6.126	7.033	7.249	7.026	7.351	7.681
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	2.134	2.451	2.803	3.008	3.105	3.224	3.266	3.316
Restanti attività nette	262	306	342	339	382	358	370	202
Passività								
Debito	7.849	8.708	9.441	9.627	9.715	9.801	9.845	9.843
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	3.947	4.472	4.864	4.700	4.705	4.723	4.703	4.684
di cui: titoli di debito	644	654	710	821	871	880	896	879
Azioni e altre partecipazioni	13.156	14.336	10.791	12.215	12.445	11.910	12.554	13.024
Azioni quotate	4.554	5.056	2.933	3.515	3.590	3.316	3.542	3.813
Azioni non quotate e altre partecipazioni	8.601	9.281	7.858	8.700	8.855	8.595	9.012	9.211

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)

	2006	2007	2008	1° trim. 2009- 4° trim. 2009	2° trim. 2009- 1° trim. 2010	3° trim. 2009- 2° trim. 2010	4° trim. 2009- 3° trim. 2010	1° trim. 2010- 4° trim. 2010
Conto finanziario, transazioni finanziarie								
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	22	30	91	-39	-46	-10	12	-15
Banconote, monete e depositi	12	7	57	-33	-21	2	6	-10
Partecipazioni in fondi comuni monetari	3	2	20	9	1	12	11	-6
Titoli di debito ¹⁾	7	22	14	-15	-26	-24	-6	0
Attività a lungo	325	198	93	287	314	271	251	221
Depositi	62	46	-10	19	1	-6	-6	-9
Titoli di debito	156	87	43	91	105	137	152	149
Prestiti	1	-14	38	14	15	15	15	29
Azioni quotate	-7	0	3	-68	-75	-73	3	0
Azioni non quotate e altre partecipazioni	19	17	17	-2	2	4	3	5
Quote di fondi comuni di investimento	95	63	2	234	266	195	84	45
Restanti attività finanziarie (+)	15	4	27	8	24	13	14	9
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Titoli di debito	5	4	6	5	3	4	1	0
Prestiti	50	-2	24	-26	-17	-9	11	7
Azioni e altre partecipazioni	9	3	6	3	2	3	3	3
Riserve tecniche di assicurazione	297	259	112	252	292	282	274	249
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	277	214	121	240	273	266	260	233
Riserve premi e riserve sinistri	21	45	-9	12	19	16	14	16
= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni	0	-32	63	23	12	-5	-13	-44
Conto delle altre variazioni								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	166	19	-544	197	315	151	92	86
Altre attività nette	-6	-25	51	40	89	112	102	-5
Altre variazioni nelle passività (-)								
Azioni e altre partecipazioni	25	-4	-170	15	75	31	-6	2
Riserve tecniche di assicurazione	123	17	-249	183	267	177	118	81
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	64	17	-250	184	269	177	120	84
Riserve premi e riserve sinistri	59	1	1	0	-3	-1	-2	-3
= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta	12	-19	-74	39	62	55	82	-2
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	296	322	416	372	383	397	394	365
Banconote, monete e depositi	157	163	224	195	196	206	203	190
Partecipazioni in fondi comuni monetari	80	80	98	99	103	108	107	94
Titoli di debito ¹⁾	59	79	94	78	84	82	84	81
Attività a lungo	5.279	5.482	5.034	5.586	5.775	5.764	5.885	5.875
Depositi	598	646	634	651	650	645	648	643
Titoli di debito	2.054	2.123	2.170	2.321	2.406	2.443	2.511	2.452
Prestiti	430	416	451	466	474	479	480	496
Azioni quotate	709	698	411	424	441	414	437	443
Azioni non quotate e altre partecipazioni	403	444	412	424	426	427	423	435
Quote di fondi comuni di investimento	1.085	1.156	955	1.299	1.378	1.356	1.386	1.406
Restanti attività finanziarie (+)	210	204	280	269	291	307	325	288
Passività (-)								
Titoli di debito	20	23	31	39	40	40	39	41
Prestiti	256	252	278	251	262	268	280	263
Azioni e altre partecipazioni	600	599	435	453	471	444	450	458
Riserve tecniche di assicurazione	5.028	5.305	5.168	5.602	5.755	5.798	5.897	5.932
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	4.252	4.482	4.353	4.777	4.912	4.951	5.053	5.093
Riserve premi e riserve sinistri	777	822	814	826	843	847	844	839
= Ricchezza finanziaria netta	-119	-170	-181	-119	-79	-83	-61	-166

Fonte: BCE.

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



MERCATI FINANZIARI

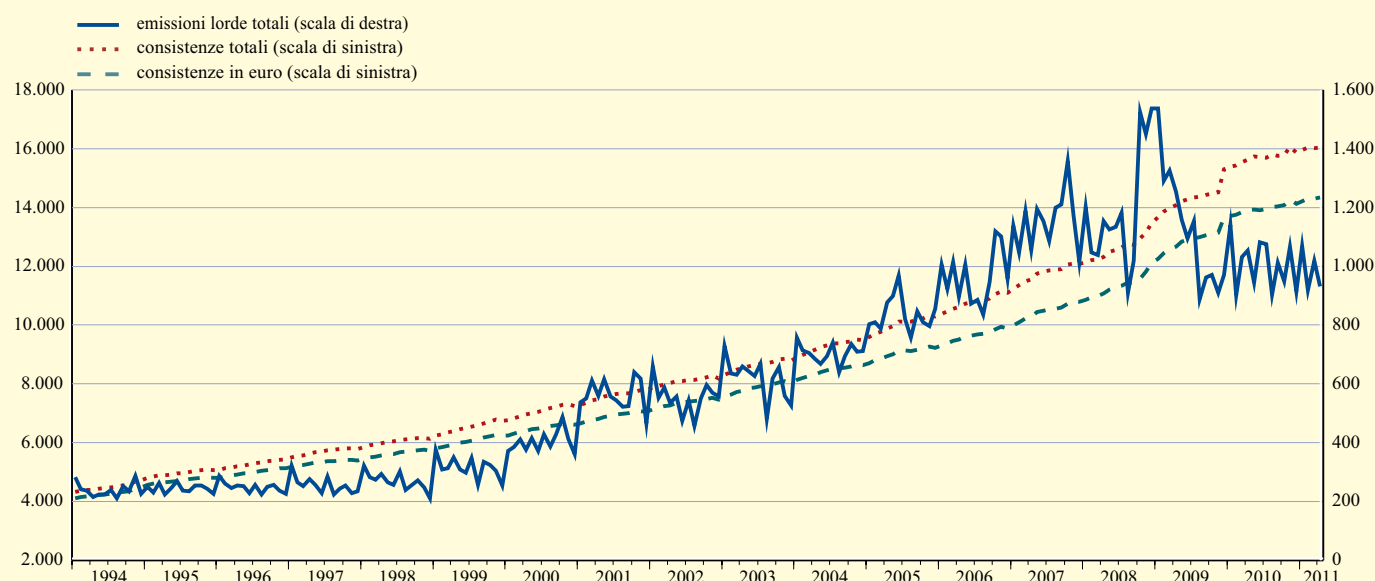
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

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

	Totale in euro ¹⁾			Residenti nell'area dell'euro									
				In euro			In tutte le valute						
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati ²⁾		
											Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale												
2010 apr.	16.179,9	1.004,0	44,3	13.900,3	948,0	52,2	15.626,3	1.054,4	75,8	5,2	48,6	3,0	
mag.	16.187,4	867,6	9,1	13.937,4	839,6	38,5	15.733,5	944,1	57,1	4,3	-6,9	2,4	
giu.	16.172,4	1.049,4	7,7	13.913,0	984,0	-1,5	15.714,8	1.081,4	-12,3	3,7	8,1	2,6	
lug.	16.193,5	1.008,7	22,1	13.960,1	969,9	48,2	15.689,1	1.075,7	15,3	3,3	47,6	2,4	
ago.	16.258,3	840,9	65,1	14.022,2	800,6	62,4	15.795,2	902,8	82,1	3,7	143,6	4,4	
set.	16.276,8	984,9	18,9	14.040,0	908,3	18,2	15.749,5	1.013,2	4,7	3,1	48,6	3,8	
ott.	16.284,6	887,8	10,4	14.077,8	843,0	40,4	15.787,9	950,1	52,9	3,2	24,0	3,4	
nov.	16.464,2	992,5	180,8	14.276,5	953,5	199,8	16.071,7	1.066,5	239,0	4,3	211,6	6,3	
dic.	16.297,5	874,9	-165,3	14.127,0	842,2	-148,0	15.876,6	914,5	-187,2	3,5	-140,7	4,3	
2011 gen.	16.378,1	1.003,2	79,8	14.202,7	952,6	75,0	15.950,8	1.068,3	92,8	3,7	104,0	5,0	
feb.	16.481,1	865,9	103,9	14.297,8	813,4	96,1	16.046,4	919,1	101,5	4,1	54,1	3,8	
mar.	16.485,9	979,3	3,9	14.293,8	912,3	-5,0	16.026,0	1.019,1	2,8	3,4	-12,0	3,0	
apr.	.	.	.	14.339,7	847,0	46,5	16.051,1	930,6	50,1	3,2	22,4	3,0	
	A lungo termine												
2010 apr.	14.640,5	246,8	45,9	12.481,7	223,5	46,4	13.991,4	255,3	67,0	7,0	53,0	4,5	
mag.	14.651,7	154,4	11,7	12.515,0	148,4	33,6	14.096,6	181,7	58,0	5,9	-5,7	3,5	
giu.	14.656,3	272,7	28,9	12.520,3	245,5	29,8	14.110,7	265,3	23,7	5,0	5,8	4,1	
lug.	14.689,8	260,6	34,6	12.555,6	241,2	36,5	14.088,3	268,7	14,6	4,7	57,2	3,4	
ago.	14.721,1	140,8	32,1	12.586,7	127,4	32,0	14.153,9	152,8	43,6	4,7	104,6	4,7	
set.	14.724,7	268,4	4,0	12.600,7	228,3	14,3	14.111,5	258,7	4,5	4,1	38,0	3,7	
ott.	14.762,2	222,3	37,7	12.650,2	195,5	49,6	14.167,3	233,2	65,8	4,1	58,1	3,7	
nov.	14.906,5	338,4	145,3	12.809,5	321,8	160,3	14.399,2	360,3	191,3	4,8	159,8	6,2	
dic.	14.865,4	186,6	-38,6	12.786,2	179,4	-20,7	14.343,4	193,6	-48,5	4,7	-47,3	5,4	
2011 gen.	14.934,6	308,9	70,7	12.839,0	277,9	54,3	14.393,2	320,1	69,9	4,8	124,6	6,3	
feb.	15.037,9	283,5	103,6	12.932,3	252,8	93,7	14.478,7	284,8	90,0	5,0	38,7	5,3	
mar.	15.054,8	305,6	16,2	12.954,3	269,4	21,2	14.476,2	303,7	18,1	4,3	11,0	4,9	
apr.	.	.	.	13.018,6	277,3	64,6	14.521,9	307,5	67,3	4,3	51,9	4,8	

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

(miliardi di euro)



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

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

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

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

1. Consistenze ed emissioni lorde

	Consistenze						Emissioni lorde 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												
2009	15.291	5.372	3.235	798	5.418	469	1.126	734	69	80	215	29
2010	15.877	5.249	3.295	848	5.932	553	1.006	625	79	69	205	28
2010 2° trim.	15.715	5.448	3.232	842	5.675	518	1.027	661	65	77	194	30
3° trim.	15.750	5.421	3.224	842	5.735	529	997	631	77	65	196	29
4° trim.	15.877	5.249	3.295	848	5.932	553	977	566	109	63	206	32
2011 1° trim.	16.026	5.351	3.265	823	6.024	563	1.002	592	88	59	220	43
2011 gen.	15.951	5.297	3.316	816	5.978	544	1.068	629	82	63	249	45
feb.	16.046	5.355	3.308	820	6.021	542	919	560	80	51	194	35
mar.	16.026	5.351	3.265	823	6.024	563	1.019	587	102	62	218	51
apr.	16.051	5.340	3.264	821	6.059	567	931	518	98	53	216	46
A breve termine												
2009	1.638	733	89	71	714	31	876	635	25	63	133	20
2010	1.533	572	118	65	724	53	758	534	33	57	115	19
2010 2° trim.	1.604	734	95	73	673	29	793	570	34	64	106	19
3° trim.	1.638	743	94	71	689	41	770	545	31	55	118	21
4° trim.	1.533	572	118	65	724	53	715	484	38	52	117	24
2011 1° trim.	1.550	618	112	70	700	51	699	462	40	49	118	30
2011 gen.	1.558	593	120	70	727	47	748	496	30	53	132	36
feb.	1.568	615	116	71	726	40	634	428	33	46	106	21
mar.	1.550	618	112	70	700	51	715	460	57	47	117	34
apr.	1.529	604	116	66	694	50	623	414	28	44	105	32
A lungo termine²⁾												
2009	13.653	4.639	3.146	727	4.704	438	251	99	44	17	82	9
2010	14.343	4.677	3.177	783	5.207	499	248	91	46	12	90	9
2010 2° trim.	14.111	4.714	3.137	769	5.002	489	234	91	31	13	88	11
3° trim.	14.111	4.678	3.129	771	5.046	488	227	86	46	9	78	8
4° trim.	14.343	4.677	3.177	783	5.207	499	262	83	72	11	89	8
2011 1° trim.	14.476	4.733	3.153	753	5.324	512	303	130	47	10	102	13
2011 gen.	14.393	4.704	3.195	747	5.251	497	320	133	52	10	117	9
feb.	14.479	4.740	3.192	749	5.295	502	285	131	46	5	88	14
mar.	14.476	4.733	3.153	753	5.324	512	304	127	44	15	101	17
apr.	14.522	4.736	3.148	755	5.365	517	307	104	70	9	111	14
di cui: a lungo termine con tasso fisso												
2009	8.829	2.586	1.036	593	4.262	351	173	60	18	16	72	6
2010	9.502	2.659	1.100	667	4.699	377	156	50	13	10	77	6
2010 2° trim.	9.312	2.663	1.085	649	4.543	372	156	47	12	11	80	6
3° trim.	9.335	2.650	1.072	653	4.592	369	141	48	12	8	68	5
4° trim.	9.502	2.659	1.100	667	4.699	377	143	43	19	11	65	6
2011 1° trim.	9.664	2.730	1.106	652	4.789	388	196	79	12	8	87	9
2011 gen.	9.519	2.676	1.103	647	4.718	375	196	84	6	8	92	6
feb.	9.603	2.715	1.101	650	4.759	379	190	80	16	5	79	10
mar.	9.664	2.730	1.106	652	4.789	388	203	74	15	12	90	12
apr.	9.688	2.734	1.104	656	4.803	391	183	68	18	8	80	9
di cui: a lungo termine con tasso variabile												
2009	4.387	1.765	2.043	123	370	85	62	28	25	1	6	2
2010	4.370	1.739	1.972	108	430	121	77	34	29	1	10	4
2010 2° trim.	4.331	1.762	1.966	110	378	115	65	37	17	1	5	6
3° trim.	4.334	1.748	1.979	109	381	117	73	29	33	1	6	3
4° trim.	4.370	1.739	1.972	108	430	121	102	33	44	1	22	2
2011 1° trim.	4.316	1.715	1.928	94	456	123	86	41	29	1	11	4
2011 gen.	4.386	1.747	1.980	93	447	119	99	38	40	1	18	3
feb.	4.377	1.739	1.977	93	448	121	75	40	24	0	7	3
mar.	4.316	1.715	1.928	94	456	123	84	44	24	2	9	5
apr.	4.325	1.717	1.910	93	480	124	102	30	40	0	26	4

Fonte: BCE.

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

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

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

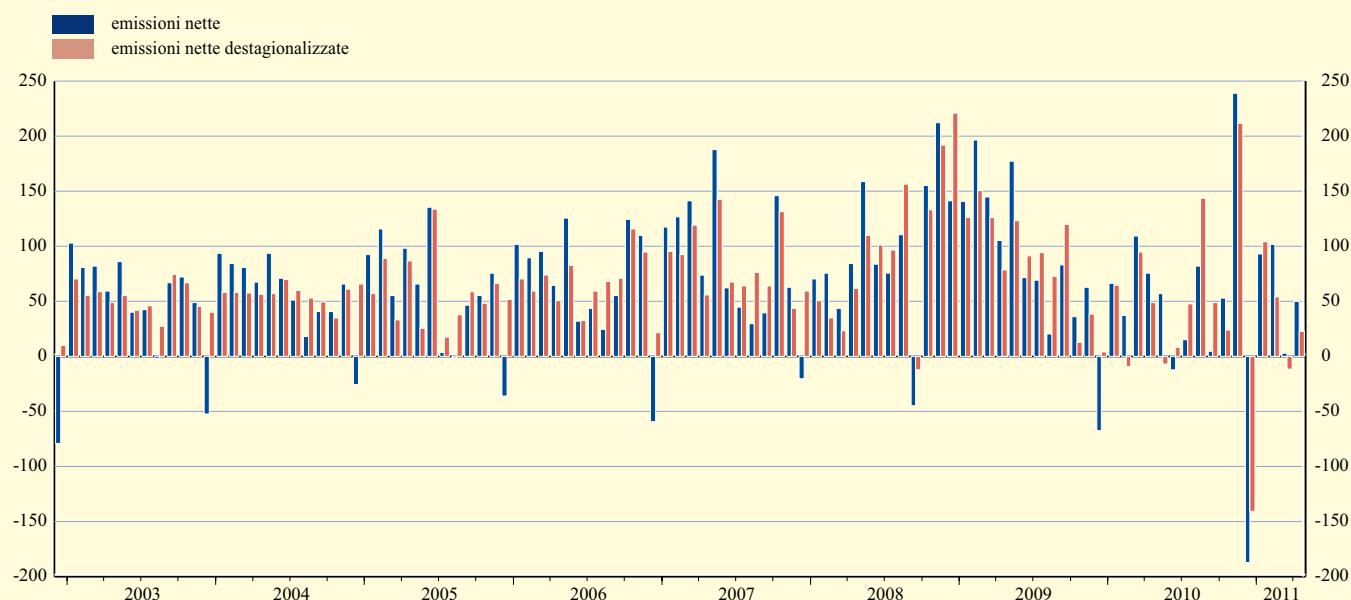
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

2. Emissioni nette

	Dati non destagionalizzati ¹⁾						Dati destagionalizzati ¹⁾					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Totale												
2009	86,6	10,2	18,9	8,5	44,9	4,1	86,4	10,1	18,5	8,2	45,4	4,2
2010	45,0	-1,0	4,1	5,1	31,6	5,3	44,5	-1,3	4,0	5,1	31,8	4,9
2010 2° trim.	40,2	-13,0	7,8	4,9	33,3	7,3	16,6	-15,5	2,4	0,7	21,7	7,3
3° trim.	34,0	2,7	1,7	2,7	22,4	4,6	79,9	12,1	25,5	5,0	31,2	6,1
4° trim.	34,9	-19,4	22,6	1,2	22,9	7,6	31,6	-9,2	-13,7	4,1	48,0	2,4
2011 1° trim.	65,7	43,1	-18,7	4,5	32,5	4,3	48,7	27,0	-0,7	3,4	11,0	8,0
2011 gen.	92,8	58,4	-9,6	3,8	48,3	-8,1	104,0	49,4	22,8	0,9	26,5	4,5
feb.	101,5	61,9	-6,2	4,0	43,6	-1,8	54,1	34,1	5,0	2,4	13,9	-1,3
mar.	2,8	9,1	-40,2	5,8	5,5	22,7	-12,0	-2,5	-30,0	6,9	-7,4	20,9
apr.	50,1	2,4	3,5	0,9	37,7	5,6	22,4	-8,6	2,1	-3,2	27,9	4,2
A lungo termine												
2009	87,3	15,0	22,0	12,5	33,0	4,7	87,2	15,1	21,7	12,6	33,1	4,7
2010	54,1	2,0	1,7	5,6	41,3	3,5	54,2	2,0	1,6	5,6	41,5	3,5
2010 2° trim.	49,6	-8,0	3,1	6,0	43,0	5,4	17,7	-17,9	-1,9	2,1	30,2	5,2
3° trim.	20,9	-1,4	1,9	3,2	16,7	0,5	66,6	6,3	24,2	5,0	28,8	2,3
4° trim.	69,5	-4,9	14,7	3,1	53,1	3,5	56,8	7,2	-21,0	4,6	64,1	2,0
2011 1° trim.	59,3	27,5	-16,0	2,4	40,5	4,9	58,1	18,0	2,4	3,0	30,0	4,8
2011 gen.	69,9	38,7	-10,1	-2,2	45,2	-1,8	124,6	46,2	25,0	-1,1	55,9	-1,3
feb.	90,0	39,5	-2,2	2,9	45,1	4,7	38,7	13,8	5,9	2,0	10,7	6,3
mar.	18,1	4,3	-35,7	6,6	31,1	11,7	11,0	-6,1	-23,6	8,2	23,2	9,3
apr.	67,3	14,3	-1,6	5,1	43,2	6,2	51,9	4,2	-1,9	2,9	41,6	5,1

FI6 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.

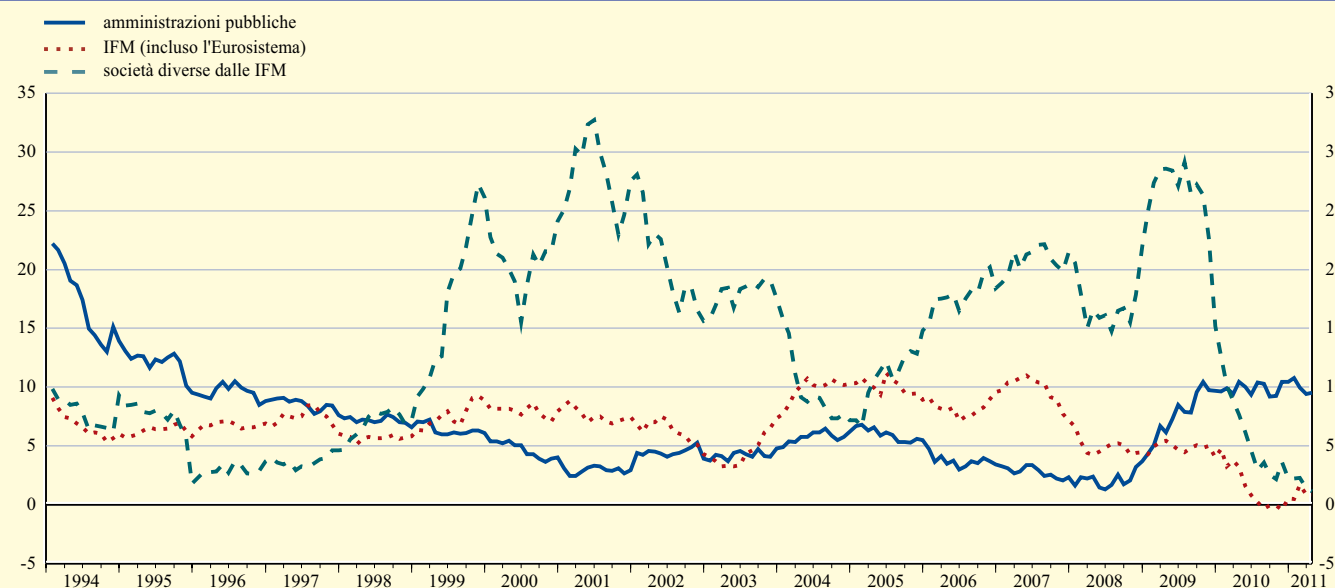
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(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											
2010 apr.	5,2	1,3	3,4	16,3	8,7	7,5	3,0	2,2	-3,3	13,5	5,7	5,9
mag.	4,3	-0,2	2,7	15,1	8,2	7,7	2,4	0,0	-2,4	12,8	5,7	7,3
giu.	3,7	-0,5	1,6	12,4	7,4	10,3	2,6	-0,9	0,8	8,4	5,3	14,5
lug.	3,3	-0,9	0,4	10,2	7,6	10,7	2,4	-2,4	0,6	8,1	6,2	17,0
ago.	3,7	-0,4	1,5	10,3	7,5	10,8	4,4	0,5	5,3	5,4	6,6	15,1
set.	3,1	-0,4	0,8	8,7	6,5	11,9	3,8	-0,4	5,3	4,1	5,8	17,0
ott.	3,2	0,0	0,4	8,6	6,4	11,7	3,4	-2,0	4,3	4,0	7,0	17,5
nov.	4,3	0,1	2,5	8,5	8,1	12,6	6,3	0,2	7,8	4,4	10,5	18,3
dic.	3,5	-0,2	1,5	7,6	7,0	13,0	4,3	0,3	2,2	6,7	8,5	10,2
2011 gen.	3,7	0,1	1,6	7,2	7,1	13,2	5,0	2,7	2,6	6,3	8,0	9,9
feb.	4,1	1,6	2,3	5,5	6,7	11,8	3,8	2,8	-0,6	5,7	6,6	8,8
mar.	3,4	0,8	1,3	4,8	5,9	14,4	3,0	2,0	-2,6	5,5	6,1	12,1
apr.	3,2	0,5	1,2	3,3	6,0	14,5	3,0	3,1	-1,9	2,7	5,0	11,6
	A lungo termine											
2010 apr.	7,0	3,2	4,2	21,6	10,2	12,5	4,5	1,7	-2,9	15,9	9,6	12,2
mag.	5,9	1,6	3,1	18,6	10,0	10,7	3,5	-0,9	-2,4	12,8	9,9	10,0
giu.	5,0	0,8	1,8	16,0	9,0	13,1	4,1	-0,7	0,7	10,7	9,5	13,2
lug.	4,7	0,2	0,6	12,7	10,3	11,3	3,4	-3,1	0,7	9,1	10,3	10,6
ago.	4,7	-0,3	1,3	12,9	10,2	11,1	4,7	-1,1	4,5	7,0	9,9	9,5
set.	4,1	-0,1	0,5	11,2	8,9	11,8	3,7	-1,5	4,3	5,7	7,4	9,8
ott.	4,1	-0,1	0,1	10,7	9,0	11,2	3,7	-1,7	3,3	5,8	8,4	10,2
nov.	4,8	-0,4	2,2	9,8	10,4	11,0	6,2	0,0	7,1	7,0	10,8	12,1
dic.	4,7	0,5	0,6	9,2	10,5	9,3	5,4	1,7	0,6	7,7	11,6	5,5
2011 gen.	4,8	0,5	0,8	8,3	11,0	8,4	6,3	4,2	0,8	7,6	11,7	6,3
feb.	5,0	1,7	1,2	6,7	10,1	8,7	5,3	4,5	-1,9	6,4	10,3	7,9
mar.	4,3	0,8	0,4	5,9	9,4	9,2	4,9	3,2	-3,5	6,1	11,5	8,5
apr.	4,3	0,9	0,2	5,2	9,5	9,6	4,8	3,6	-2,8	4,5	10,5	9,0

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.

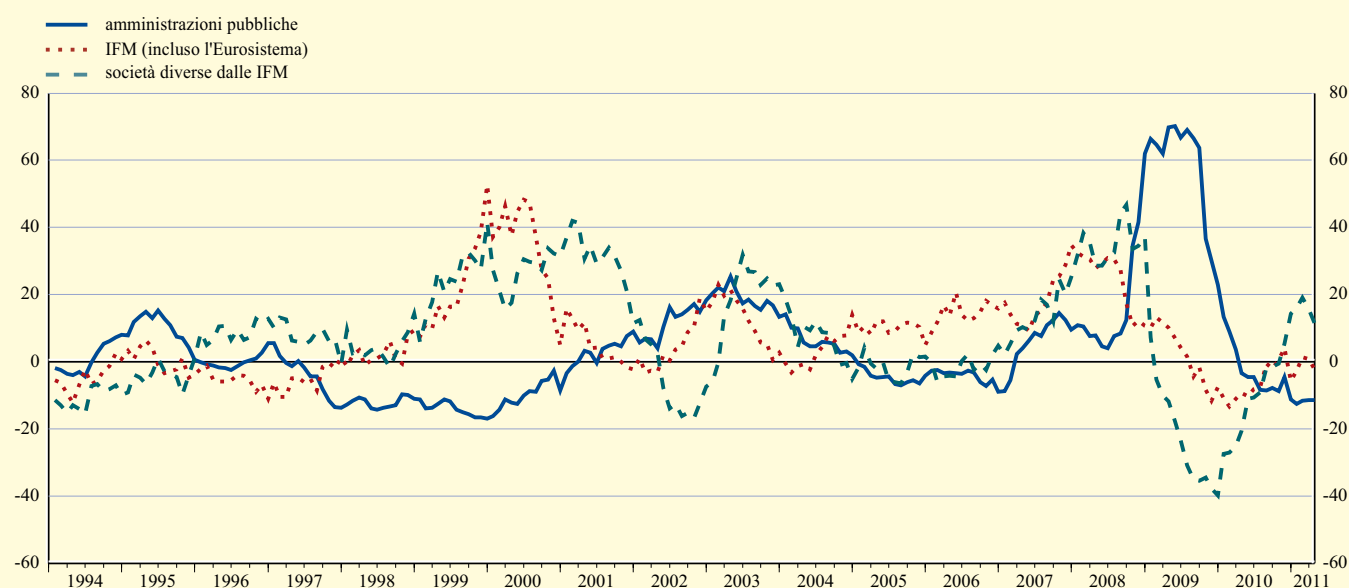
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾ (continua)

(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	
	13	14	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche	19	20	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
			15	16	17	18			21	22	23	24
Tutte le valute												
2009	9,5	7,1	17,9	25,1	8,0	5,4	12,3	1,7	36,8	-1,9	-0,2	22,2
2010	8,8	5,6	6,6	19,6	9,9	8,7	-0,4	-3,8	0,8	-1,4	6,4	27,4
2010 2° trim.	9,7	7,3	7,3	23,2	10,1	9,4	-1,2	-4,3	0,1	-0,5	4,9	25,6
3° trim.	7,6	3,1	3,4	16,1	10,2	7,3	-1,4	-3,8	-1,4	-2,1	4,5	29,0
4° trim.	7,0	2,8	3,2	12,5	9,7	7,2	-0,2	-3,2	-0,8	-1,0	12,2	25,5
2011 1° trim.	6,9	3,4	3,2	9,4	9,7	5,8	0,5	-1,9	-1,8	-1,3	19,1	19,8
2010 nov. dic.	7,1 7,1	2,7 2,7	3,7 3,9	12,0 11,2	10,0 10,1	7,3 5,1	0,7 0,2	-3,9 -1,6	0,5 -2,2	-0,7 -0,5	18,6 15,9	25,1 25,8
2011 gen. feb. mar. apr.	7,0 6,9 6,6 6,1	2,6 4,3 4,1 3,9	3,0 3,2 3,1 2,8	10,2 8,6 7,5 6,4	10,4 9,2 8,8 8,1	5,7 5,9 6,5 7,0	0,5 1,1 -0,4 0,1	-1,8 -1,4 -3,4 -2,9	-1,7 -1,2 -2,6 -3,1	-0,5 -2,5 -1,0 -1,4	17,9 21,0 20,8 25,4	18,5 18,8 18,7 18,9
Euro												
2009	10,1	9,0	21,3	23,4	8,2	4,4	14,7	3,8	39,3	-2,4	-0,4	21,4
2010	9,1	5,5	7,8	20,1	10,0	8,2	-0,2	-3,2	0,6	-1,8	5,9	26,0
2010 2° trim.	9,9	7,4	8,3	23,7	10,1	9,0	-1,2	-4,0	-0,5	-0,6	4,1	22,9
3° trim.	7,9	2,7	4,5	16,5	10,3	7,2	-1,2	-3,0	-1,7	-2,8	4,1	28,3
4° trim.	7,2	1,6	4,3	12,9	10,0	6,6	0,2	-2,3	-1,2	-1,5	12,3	26,3
2011 1° trim.	7,0	2,3	3,5	9,8	9,9	4,6	1,0	-0,1	-2,6	-1,8	19,2	20,8
2010 nov. dic.	7,2 7,2	1,3 1,4	4,5 4,8	12,3 11,8	10,2 10,3	6,8 4,6	1,0 0,6	-3,0 -0,2	-0,3 -2,9	-1,2 -1,0	18,8 16,1	26,2 27,5
2011 gen. feb. mar. apr.	7,2 7,0 6,7 6,2	1,4 3,2 3,3 3,2	3,2 3,4 3,0 3,0	10,7 9,0 7,9 6,3	10,7 9,4 9,0 8,4	4,3 4,7 5,1 6,2	1,0 1,8 0,2 0,9	-0,1 0,7 -1,7 -1,4	-2,6 -1,9 -3,4 -3,2	-0,7 -2,8 -2,4 -2,8	18,1 21,0 20,7 25,4	19,5 19,9 19,0 18,8

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)

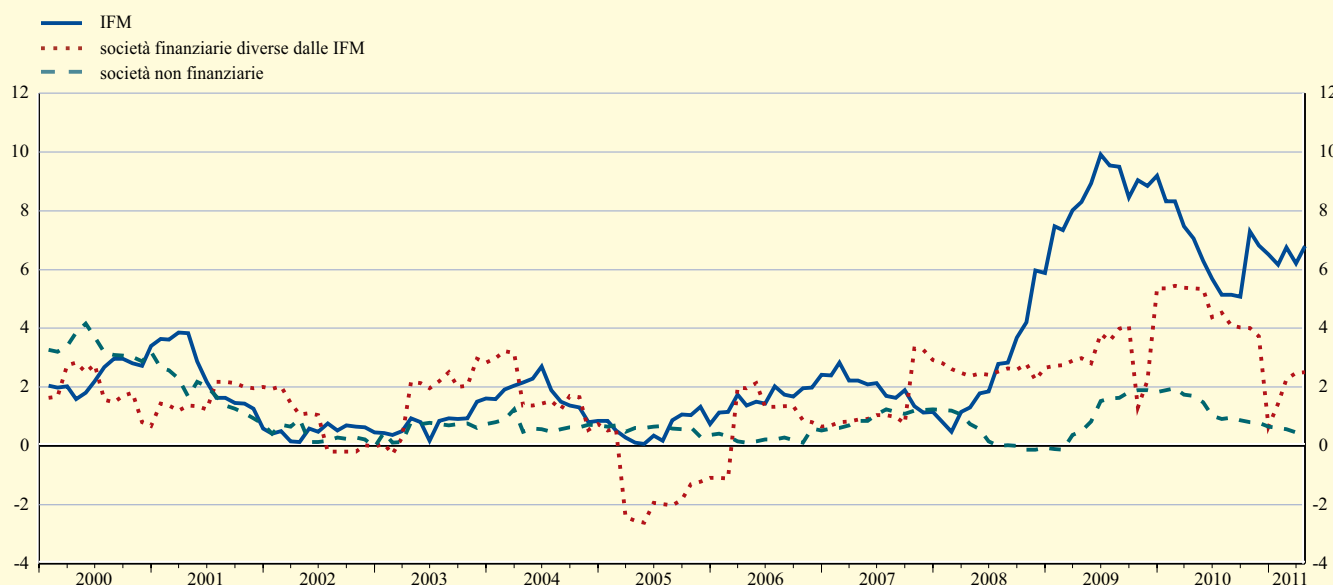
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(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
2009 apr.	3.459,1	100,7	1,6	410,4	8,3	276,0	3,0	2.772,7	0,5
mag.	3.605,5	101,0	1,9	448,8	8,9	284,7	2,8	2.872,1	0,8
giu.	3.557,5	101,8	2,7	445,3	9,9	280,8	3,8	2.831,3	1,5
lug.	3.842,8	102,0	2,7	505,7	9,6	302,5	3,6	3.034,6	1,6
ago.	4.041,3	102,0	2,7	568,4	9,5	323,1	4,0	3.149,8	1,6
set.	4.210,4	102,1	2,8	588,4	8,4	353,6	4,1	3.268,3	1,8
ott.	4.065,1	102,3	2,7	563,3	9,0	328,3	1,3	3.173,5	1,9
nov.	4.079,4	102,6	2,7	563,8	8,8	319,9	2,2	3.195,8	1,9
dic.	4.411,1	103,0	3,0	566,0	9,2	350,9	5,4	3.494,2	1,8
2010 gen.	4.243,3	103,1	2,9	516,7	8,3	340,7	5,4	3.385,9	1,9
feb.	4.162,0	103,2	3,0	499,3	8,3	339,2	5,4	3.323,5	2,0
mar.	4.474,9	103,4	2,8	543,6	7,5	365,2	5,4	3.566,1	1,8
apr.	4.409,6	103,4	2,7	508,4	7,1	345,7	5,4	3.555,5	1,7
mag.	4.093,9	103,5	2,4	445,9	6,3	322,6	5,3	3.325,4	1,5
giu.	4.055,1	103,7	1,9	446,4	5,7	315,5	4,4	3.293,2	1,0
lug.	4.256,6	103,7	1,7	519,8	5,1	338,0	4,5	3.398,8	0,9
ago.	4.121,7	103,8	1,7	479,3	5,1	314,3	4,1	3.328,1	1,0
set.	4.345,8	103,8	1,7	487,0	5,1	326,5	4,0	3.532,2	0,9
ott.	4.531,5	104,1	1,8	514,4	7,3	333,6	4,0	3.683,5	0,8
nov.	4.409,7	104,3	1,7	437,8	6,8	312,5	3,7	3.659,4	0,8
dic.	4.593,9	104,3	1,3	458,4	6,5	331,1	0,7	3.804,3	0,7
2011 gen.	4.757,8	104,4	1,3	514,3	6,2	363,3	1,4	3.880,2	0,6
feb.	4.843,7	104,6	1,4	534,6	6,8	376,6	2,3	3.932,4	0,6
mar.	4.770,3	104,6	1,2	491,7	6,2	365,7	2,5	3.913,0	0,5
apr.	4.892,2	104,9	1,4	497,5	6,8	373,4	2,5	4.021,3	0,6

FI9 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

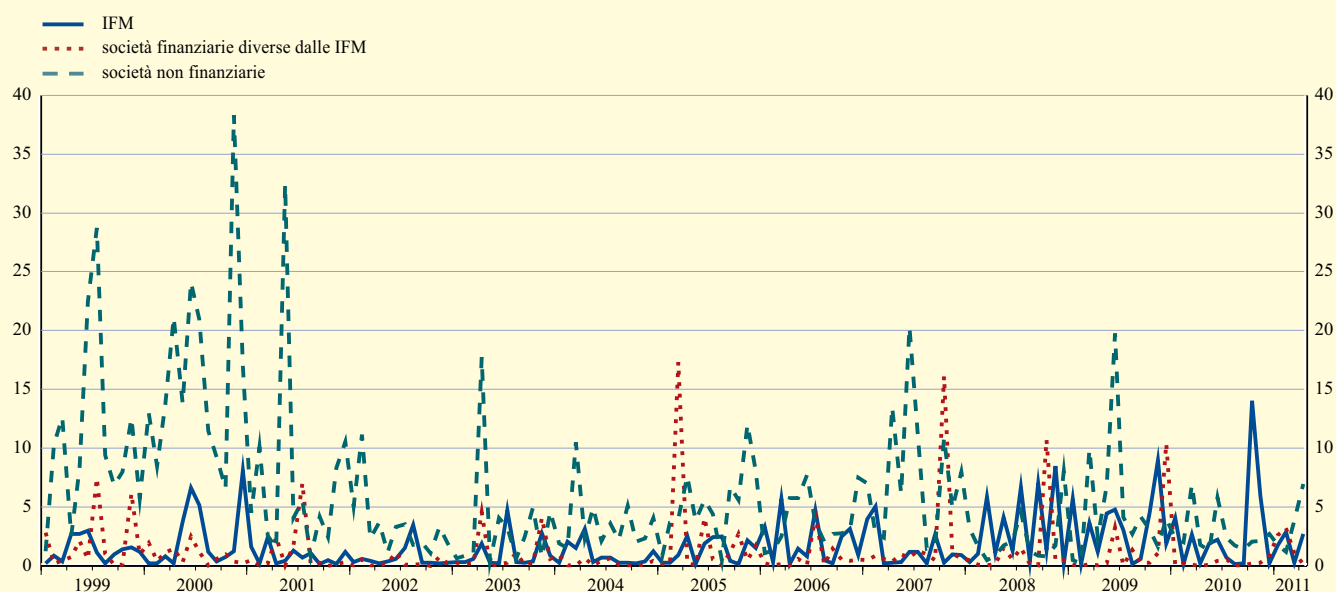
(miliardi di euro; valori di mercato)

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
2009 apr.	3,7	0,3	3,4	1,2	0,0	1,2	0,1	0,0	0,0	2,4	0,3	2,1
mag.	11,4	0,3	11,1	4,4	0,0	4,4	0,2	0,0	0,1	6,8	0,3	6,5
giu.	27,8	2,0	25,8	4,8	0,0	4,8	3,3	0,3	3,0	19,7	1,8	18,0
lug.	7,2	0,2	7,0	3,0	0,0	3,0	0,0	0,0	0,0	4,1	0,1	4,0
ago.	4,0	3,3	0,7	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,3	2,7	3,3	-0,6
set.	5,0	0,3	4,7	0,6	0,0	0,6	0,2	0,0	0,2	4,2	0,2	3,9
ott.	7,8	0,3	7,5	4,5	0,0	4,5	0,2	0,0	0,2	3,1	0,2	2,8
nov.	11,6	0,2	11,4	9,0	0,0	9,0	1,0	0,0	1,0	1,6	0,2	1,4
dic.	16,2	0,2	16,1	1,9	0,0	1,9	10,4	0,1	10,3	4,0	0,1	3,9
2010 gen.	6,4	0,0	6,4	4,1	0,0	4,1	0,1	0,0	0,1	2,3	0,0	2,3
feb.	2,2	0,3	1,9	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,2	2,0	0,3	1,7
mar.	9,6	0,6	9,0	2,6	0,0	2,6	0,1	0,0	0,1	6,9	0,6	6,3
apr.	1,8	0,4	1,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,8	0,3	1,5
mag.	3,2	0,8	2,4	1,9	0,0	1,9	0,1	0,0	0,1	1,3	0,8	0,4
giu.	8,4	0,4	8,0	2,2	0,0	2,2	0,4	0,0	0,4	5,8	0,4	5,4
lug.	3,6	0,8	2,7	0,7	0,0	0,7	0,5	0,0	0,5	2,4	0,8	1,6
ago.	1,8	1,2	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	1,2	0,6
set.	1,6	0,2	1,4	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	1,4	0,2	1,2
ott.	16,3	1,1	15,2	14,0	0,0	14,0	0,2	0,1	0,1	2,0	1,0	1,0
nov.	8,2	1,5	6,8	5,9	0,0	5,9	0,2	0,1	0,2	2,1	1,4	0,7
dic.	3,7	3,5	0,2	0,2	0,0	0,2	0,8	0,3	0,5	2,7	3,2	-0,5
2011 gen.	6,1	1,3	4,8	1,7	0,0	1,7	2,6	0,0	2,6	1,8	1,3	0,5
feb.	7,3	0,2	7,0	2,9	0,0	2,9	3,2	0,0	3,2	1,2	0,2	0,9
mar.	5,0	1,5	3,5	0,1	0,0	0,1	1,0	0,2	0,8	3,8	1,3	2,6
apr.	9,7	0,5	9,2	2,7	0,0	2,7	0,1	0,0	0,1	6,9	0,5	6,4

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

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



Fonte: BCE.

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

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

1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso ²⁾		A vista	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2010 giu.	0,43	2,16	2,26	2,47	1,41	1,96	0,43	0,89	1,85	2,26	0,66
lug.	0,43	2,31	2,59	2,36	1,40	1,93	0,45	1,06	2,11	2,23	0,74
ago.	0,43	2,21	2,54	2,36	1,50	1,91	0,45	1,01	2,01	2,22	0,70
set.	0,43	2,25	2,76	2,28	1,55	1,85	0,46	1,11	2,18	2,81	0,71
ott.	0,43	2,35	2,75	2,80	1,54	1,82	0,49	1,18	2,36	2,53	0,94
nov.	0,44	2,33	2,65	2,67	1,54	1,83	0,50	1,16	2,45	2,41	0,90
dic.	0,43	2,27	2,77	2,59	1,55	1,84	0,50	1,19	2,56	2,60	1,07
2011 gen.	0,43	2,38	2,61	2,77	1,53	1,85	0,54	1,29	2,42	2,52	1,02
feb.	0,44	2,36	2,74	2,80	1,60	1,86	0,52	1,32	2,37	2,69	1,04
mar.	0,45	2,34	2,78	2,90	1,61	1,88	0,54	1,37	2,53	2,81	1,14
apr.	0,46	2,47	2,85	3,08	1,65	1,90	0,61	1,58	2,62	2,95	1,30
mag.	0,49	2,52	2,93	3,06	1,67	1,91	0,63	1,65	2,78	3,06	1,30

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

	Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Debiti da carte di credito a saldo ³⁾	Credito al consumo				Prestiti per acquisto di abitazione				Prestiti a imprese individuali a società prive di personalità giuridica			
			Periodo iniziale di determinazione del tasso			(TAEG) ⁴⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso			(TAEG) ⁴⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso			
			Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni		oltre 10 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2010 giu.	7,95	16,51	5,18	6,13	7,74	7,12	2,56	3,59	4,06	3,90	3,54	3,12	4,43	4,14
lug.	7,99	16,52	5,48	6,22	7,77	7,33	2,66	3,60	3,94	3,84	3,63	3,08	4,36	4,08
ago.	8,00	16,52	5,38	6,26	7,87	7,37	2,84	3,62	3,95	3,81	3,76	3,24	4,55	3,94
set.	8,09	16,56	5,52	6,18	7,87	7,33	2,75	3,56	3,84	3,74	3,62	3,13	4,33	3,90
ott.	8,01	16,53	5,36	6,03	7,71	7,17	2,76	3,55	3,78	3,69	3,61	3,21	4,34	4,04
nov.	8,01	16,59	5,39	6,08	7,64	7,17	2,80	3,53	3,76	3,70	3,65	3,28	4,40	3,97
dic.	8,00	16,59	5,16	5,95	7,24	6,89	2,78	3,52	3,80	3,71	3,68	3,36	4,32	3,96
2011 gen.	8,05	16,73	5,09	6,13	7,83	7,20	2,94	3,69	3,91	3,84	3,83	3,21	4,24	4,08
feb.	8,08	16,81	5,38	6,13	7,83	7,31	2,96	3,83	4,06	3,92	3,90	3,36	4,63	4,30
mar.	8,03	16,88	5,44	6,22	7,82	7,32	3,01	3,82	4,15	4,01	3,93	3,43	4,69	4,43
apr.	8,11	16,92	5,17	6,23	7,80	7,25	3,12	3,95	4,24	4,15	4,03	3,54	4,68	4,53
mag.	8,16	16,90	5,35	6,37	7,99	7,49	3,22	4,01	4,30	4,18	4,08	3,75	4,81	4,60

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

		Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti fino a 0,25 milioni di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)						Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)					
			Tasso variabile fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 3 anni	oltre 3 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni	Tasso variabile fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 3 anni	oltre 3 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2010	giu.	3,80	3,55	3,88	4,16	4,51	3,96	3,64	2,04	2,67	2,51	3,36	3,31	3,32
	lug.	3,81	3,56	4,02	4,38	4,65	4,20	3,94	2,14	2,64	2,74	3,03	3,07	3,41
	ago.	3,87	3,67	4,21	4,37	4,62	4,10	3,82	2,19	2,69	2,84	3,02	3,70	3,58
	set.	3,91	3,70	4,02	4,29	4,58	4,05	3,71	2,20	2,56	2,63	2,88	3,42	3,61
	ott.	3,94	3,73	4,14	4,37	4,60	4,06	3,77	2,25	2,65	2,86	3,08	3,52	3,40
	nov.	3,96	3,82	4,32	4,43	4,67	4,09	3,72	2,36	2,71	2,80	3,44	3,62	3,44
	dic.	3,99	3,81	3,99	4,42	4,64	4,09	3,73	2,52	2,83	2,69	3,02	3,53	3,48
2011	gen.	4,11	3,81	4,07	4,35	4,63	4,03	3,88	2,37	2,90	2,64	3,55	3,67	3,85
	feb.	4,12	3,98	4,21	4,48	4,89	4,39	3,94	2,55	3,06	2,96	3,86	3,88	3,75
	mar.	4,12	4,02	4,39	4,63	5,00	4,49	4,02	2,53	3,25	3,00	3,61	3,84	3,84
	apr.	4,25	4,07	4,47	4,73	5,05	4,57	4,15	2,72	3,31	3,38	3,78	4,36	4,15
	mag.	4,31	4,18	4,65	4,79	5,14	4,67	4,19	2,65	3,38	3,17	3,64	3,65	4,12

Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

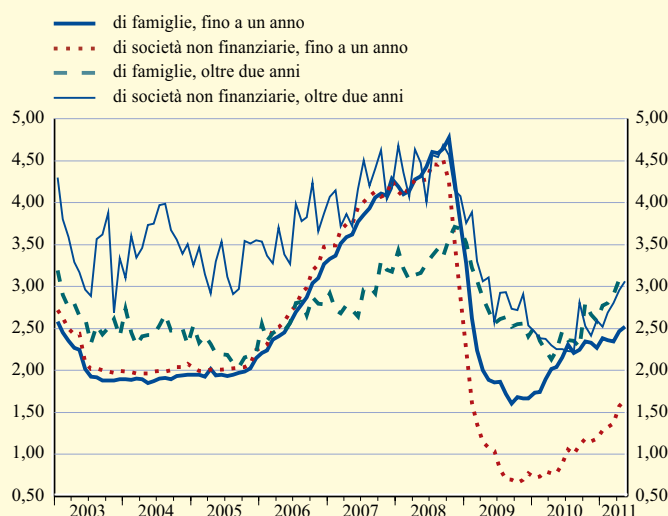
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista ²⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ^{2), 3)}		A vista ²⁾	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2010 giu. lug. ago. set. ott. nov. dic.	0,43	2,13	2,72	1,41	1,96	0,43	1,46	3,11	1,24
	0,43	2,15	2,73	1,40	1,93	0,45	1,54	3,14	1,24
	0,43	2,17	2,72	1,50	1,91	0,45	1,57	3,11	1,25
	0,43	2,19	2,74	1,55	1,85	0,46	1,62	3,07	1,26
	0,43	2,22	2,70	1,54	1,82	0,49	1,68	3,07	1,29
	0,44	2,25	2,72	1,54	1,83	0,50	1,70	3,11	1,33
	0,43	2,28	2,71	1,55	1,84	0,50	1,76	3,09	1,50
2011 gen. feb. mar. apr. mag.	0,43	2,31	2,72	1,53	1,85	0,54	1,78	3,07	1,55
	0,44	2,34	2,73	1,60	1,86	0,52	1,79	3,09	1,59
	0,45	2,38	2,71	1,61	1,88	0,54	1,84	3,13	1,65
	0,46	2,40	2,73	1,65	1,90	0,61	1,93	3,12	1,72
	0,49	2,45	2,73	1,67	1,91	0,63	1,99	3,12	1,76

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	e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2010 giu.	3,79	3,96	3,84	7,71	6,48	5,21	3,31	3,22	3,30
lug.	3,73	3,93	3,82	7,76	6,50	5,19	3,34	3,25	3,33
ago.	3,79	3,89	3,81	7,79	6,46	5,20	3,37	3,29	3,34
set.	3,83	3,88	3,83	7,89	6,45	5,21	3,42	3,29	3,37
ott.	3,80	3,86	3,82	7,86	6,45	5,19	3,48	3,34	3,38
nov.	3,77	3,86	3,84	7,73	6,47	5,20	3,50	3,39	3,41
dic.	3,73	3,83	3,81	7,71	6,41	5,18	3,49	3,41	3,42
2011 gen.	3,71	3,80	3,80	7,82	6,40	5,17	3,60	3,44	3,42
feb.	3,68	3,81	3,82	7,86	6,43	5,20	3,64	3,47	3,47
mar.	3,72	3,80	3,84	7,89	6,40	5,19	3,68	3,49	3,48
apr.	3,82	3,78	3,84	7,91	6,43	5,23	3,77	3,59	3,54
mag.	3,83	3,78	3,86	7,88	6,38	5,23	3,83	3,64	3,56

F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

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

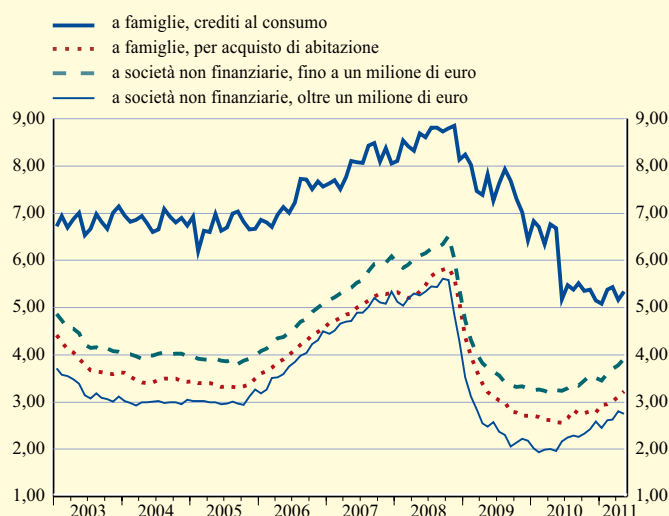


Fonte: BCE.

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

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)



4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

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

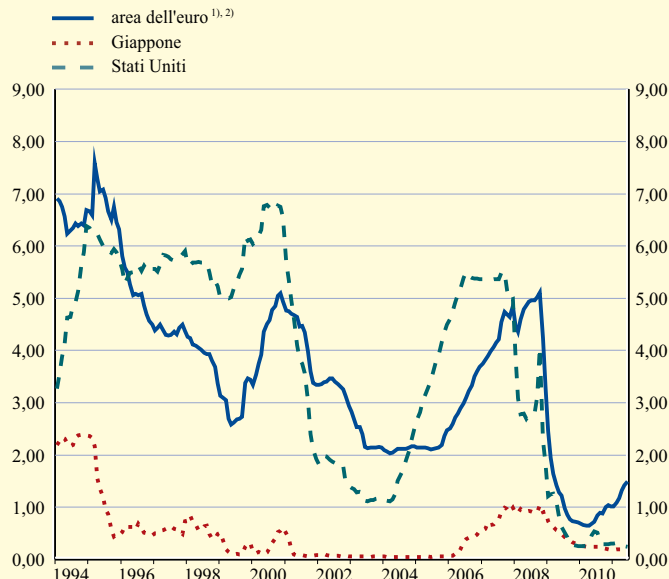
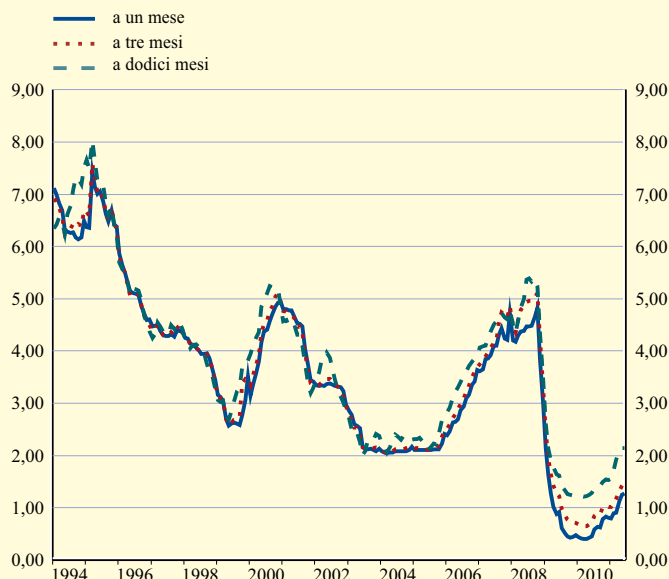
	Area dell'euro ^{1), 2)}					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 1	Depositi a un mese (Euribor) 2	Depositi a tre mesi (Euribor) 3	Depositi a sei mesi (Euribor) 4	Depositi a dodici mesi (Euribor) 5	Depositi a tre mesi (Libor) 6	Depositi a tre mesi (Libor) 7
2008	3,87	4,28	4,64	4,73	4,83	2,93	0,93
2009	0,71	0,89	1,22	1,43	1,61	0,69	0,47
2010	0,44	0,57	0,81	1,08	1,35	0,34	0,23
2010 2° trim.	0,35	0,43	0,69	0,98	1,25	0,44	0,24
3° trim.	0,45	0,61	0,87	1,13	1,40	0,39	0,24
4° trim.	0,59	0,81	1,02	1,25	1,52	0,29	0,19
2011 1° trim.	0,67	0,86	1,10	1,37	1,74	0,31	0,19
2° trim.	1,04	1,22	1,42	1,70	2,13	0,26	0,20
2010 giu.	0,35	0,45	0,73	1,01	1,28	0,54	0,24
lug.	0,48	0,58	0,85	1,10	1,37	0,51	0,24
ago.	0,43	0,64	0,90	1,15	1,42	0,36	0,24
set.	0,45	0,62	0,88	1,14	1,42	0,29	0,22
ott.	0,70	0,78	1,00	1,22	1,50	0,29	0,20
nov.	0,59	0,83	1,04	1,27	1,54	0,29	0,19
dic.	0,50	0,81	1,02	1,25	1,53	0,30	0,18
2011 gen.	0,66	0,79	1,02	1,25	1,55	0,30	0,19
feb.	0,71	0,89	1,09	1,35	1,71	0,31	0,19
mar.	0,66	0,90	1,18	1,48	1,92	0,31	0,20
apr.	0,97	1,13	1,32	1,62	2,09	0,28	0,20
mag.	1,03	1,24	1,43	1,71	2,15	0,26	0,20
giu.	1,12	1,28	1,49	1,75	2,14	0,25	0,20

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.

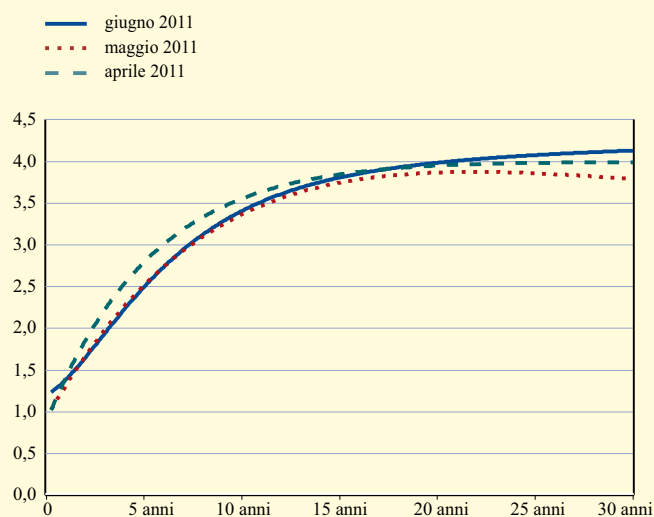
4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro ¹⁾

(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
2008	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2009	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2010	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2010 2° trim.	0,34	0,42	0,69	1,79	2,41	3,03	2,68	2,33	0,62	1,35	3,54	4,52
3° trim.	0,57	0,68	0,90	1,71	2,18	2,67	2,10	1,77	0,86	1,41	3,01	3,91
4° trim.	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2011 1° trim.	0,87	1,30	1,79	2,83	3,26	3,66	2,79	1,87	1,84	2,69	4,12	4,63
2° trim.	1,24	1,39	1,65	2,50	2,94	3,41	2,17	1,75	1,63	2,22	3,76	4,60
2010 giu.	0,34	0,42	0,69	1,79	2,41	3,03	2,68	2,33	0,62	1,35	3,54	4,52
lug.	0,45	0,59	0,87	1,88	2,44	3,01	2,56	2,14	0,82	1,51	3,45	4,43
ago.	0,43	0,45	0,62	1,47	1,97	2,48	2,05	1,85	0,55	1,09	2,87	3,70
set.	0,57	0,68	0,90	1,71	2,18	2,67	2,10	1,77	0,86	1,41	3,01	3,91
ott.	0,75	0,84	1,06	1,89	2,36	2,86	2,11	1,80	1,02	1,57	3,21	4,09
nov.	0,63	0,72	0,99	2,02	2,58	3,11	2,48	2,12	0,92	1,62	3,62	4,35
dic.	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2011 gen.	0,65	1,03	1,48	2,55	3,03	3,49	2,84	2,01	1,51	2,34	3,96	4,62
feb.	0,69	1,08	1,53	2,55	3,02	3,49	2,80	1,96	1,56	2,37	3,91	4,67
mar.	0,87	1,30	1,79	2,83	3,26	3,66	2,79	1,87	1,84	2,69	4,12	4,63
apr.	1,02	1,41	1,86	2,80	3,19	3,55	2,53	1,70	1,90	2,67	3,96	4,46
mag.	1,03	1,32	1,67	2,52	2,93	3,37	2,34	1,69	1,69	2,34	3,69	4,51
giu.	1,24	1,39	1,65	2,50	2,94	3,41	2,17	1,75	1,63	2,22	3,76	4,60

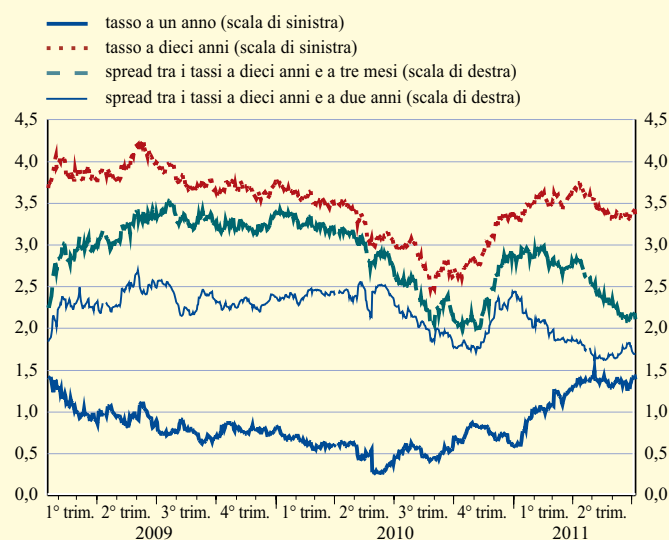
F25 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro ²⁾

(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.

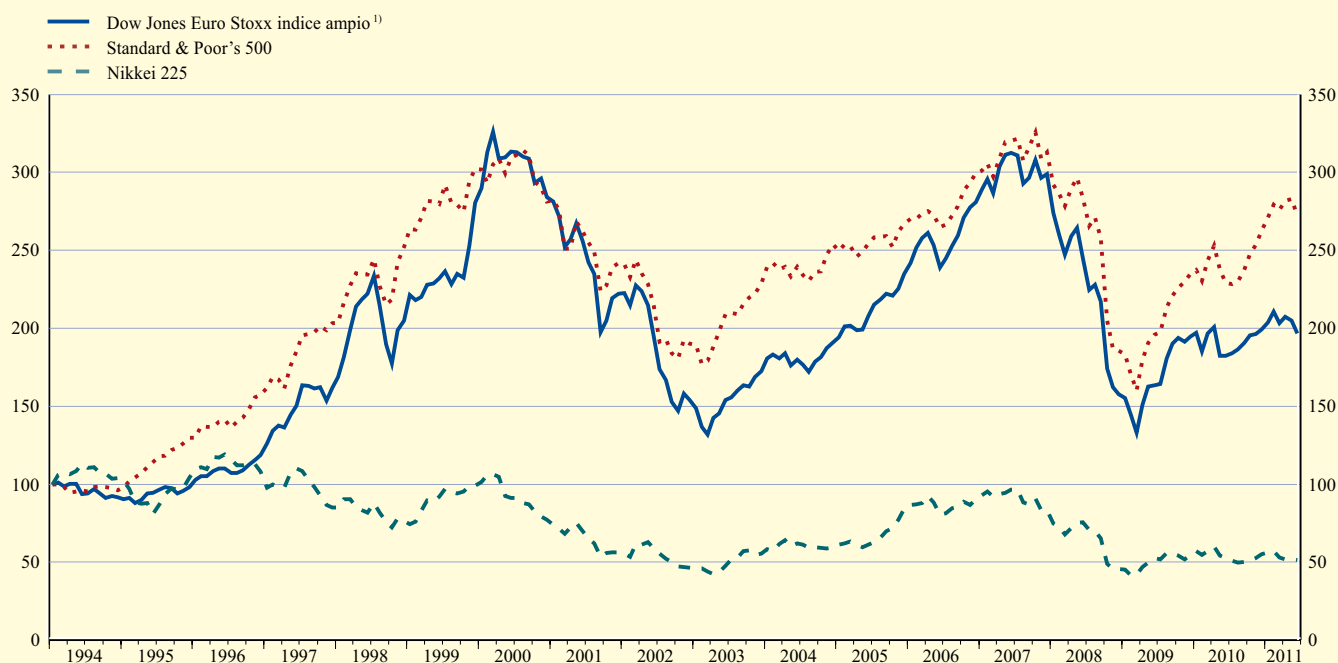
4.8 Indici del mercato azionario

(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	Petrolifero 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
2008	313,7	3.319,5	480,4	169,3	290,7	380,9	265,0	350,9	282,5	502,0	431,5	411,5	1.220,7	12.151,6
2009	234,2	2.521,0	353,2	140,5	244,5	293,5	172,1	269,7	200,7	353,7	380,4	363,5	946,2	9.321,6
2010	265,5	2.779,3	463,1	166,2	323,4	307,2	182,8	337,6	224,1	344,9	389,6	408,4	1.140,0	10.006,5
2010 2° trim.	261,1	2.735,7	446,3	163,7	312,9	305,0	178,8	334,3	229,1	349,6	372,2	412,0	1.134,6	10.345,9
3° trim.	259,5	2.715,9	445,8	165,2	323,0	294,5	181,6	327,0	210,7	325,9	387,6	391,4	1.096,2	9.356,0
4° trim.	273,4	2.817,8	513,8	176,1	361,3	309,9	175,7	361,9	227,0	333,0	399,2	405,0	1.204,6	9.842,4
2011 1° trim.	285,5	2.932,9	532,7	175,5	366,3	341,1	185,0	388,0	249,6	347,7	396,7	415,0	1.302,5	10.285,3
2° trim.	281,2	2.862,7	552,0	169,6	370,7	328,8	175,2	391,5	239,7	333,7	385,0	448,4	1.318,3	9.609,4
2010 giu.	253,2	2.641,7	438,1	160,4	319,5	292,7	167,5	330,0	218,3	330,5	361,6	406,1	1.083,4	9.786,1
lug.	255,1	2.669,5	435,0	160,8	320,8	289,3	178,0	324,2	212,3	320,3	369,7	389,2	1.079,8	9.456,8
ago.	258,9	2.712,2	441,5	163,2	315,6	296,0	183,7	324,9	206,8	328,5	392,2	383,1	1.087,3	9.268,2
set.	264,6	2.766,1	460,9	171,6	332,4	298,4	183,0	331,9	212,9	329,0	400,9	401,8	1.122,1	9.346,7
ott.	271,3	2.817,7	489,1	175,1	346,1	304,9	183,2	346,0	223,7	331,4	410,5	405,4	1.171,6	9.455,1
nov.	272,2	2.809,6	509,9	176,3	359,9	307,4	174,4	358,5	222,9	335,0	403,0	405,0	1.198,9	9.797,2
dic.	276,5	2.825,6	540,1	176,8	376,5	316,7	170,0	379,7	234,1	332,6	385,3	404,6	1.241,5	10.254,5
2011 gen.	282,8	2.900,7	531,1	178,1	375,3	335,1	178,0	385,8	246,1	346,2	390,7	411,8	1.282,6	10.449,5
feb.	292,3	3.015,7	540,5	179,0	369,7	348,0	193,5	393,1	257,6	359,0	402,9	418,7	1.321,1	10.622,3
mar.	281,9	2.890,4	527,4	170,1	355,0	340,5	184,1	385,7	245,9	339,1	396,8	414,6	1.304,5	9.852,4
apr.	287,5	2.947,2	557,3	172,5	366,6	343,8	182,4	397,9	250,0	346,9	402,8	435,4	1.331,5	9.644,6
mag.	284,0	2.885,8	557,0	171,7	374,9	330,4	176,3	395,5	246,5	337,8	386,4	457,8	1.338,3	9.650,8
giu.	272,9	2.766,6	542,5	164,9	370,0	314,3	168,0	382,0	224,1	318,3	368,2	450,3	1.287,3	9.541,5

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

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

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



PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati ²⁾	
	Indice 2005 = 100	Totale		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 2011	100,0	100,0	82,3	58,6	41,4	100,0	11,9	7,4	28,9	10,4	41,4	88,8	11,2
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,1	2,2
2008	107,8	3,3	2,4	3,8	2,6	-	-	-	-	-	-	3,4	2,7
2009	108,1	0,3	1,3	-0,9	2,0	-	-	-	-	-	-	0,1	1,8
2010	109,8	1,6	1,0	1,8	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,5
2010 1° trim.	108,6	1,1	0,9	0,9	1,5	0,5	0,1	0,9	0,1	3,0	0,2	1,2	0,4
2° trim.	110,1	1,6	0,9	1,9	1,2	0,6	0,2	0,7	0,2	3,9	0,2	1,6	1,3
3° trim.	109,9	1,7	1,0	2,0	1,4	0,3	0,4	0,5	0,1	0,0	0,5	1,7	2,0
4° trim.	110,8	2,0	1,1	2,5	1,3	0,5	0,6	0,6	0,3	2,0	0,3	2,0	2,3
2011 1° trim.	111,3	2,5	1,3	3,1	1,6	1,0	0,9	0,5	0,0	6,3	0,5	2,4	3,4
2011 gen.	110,5	2,3	1,2	2,9	1,5	0,4	0,3	-0,4	0,0	3,0	0,2	2,2	3,2
feb.	111,0	2,4	1,1	3,0	1,6	0,1	0,3	0,6	-0,4	0,9	0,2	2,3	3,4
mar.	112,5	2,7	1,5	3,4	1,6	0,6	0,5	0,2	0,7	2,5	0,2	2,6	3,5
apr.	113,1	2,8	1,8	3,4	2,0	0,4	0,4	-0,1	0,2	1,5	0,3	2,7	3,7
mag.	113,1	2,7	1,7	3,4	1,8	0,0	0,4	0,2	0,1	-0,6	0,0	2,6	3,6
giu. ³⁾	.	2,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comu- nicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici						
in perc. del totale nel 2011	19,3	11,9	7,4	39,3	28,9	10,4	10,1	6,0	6,5	3,2	14,6	7,0
	15	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5
2009	0,7	1,1	0,2	-1,7	0,6	-8,1	2,0	1,8	2,9	-1,0	2,1	2,1
2010	1,1	0,9	1,3	2,2	0,5	7,4	1,8	1,5	2,3	-0,8	1,0	1,5
2010 1° trim.	0,1	0,6	-0,6	1,3	0,1	4,8	1,9	1,6	2,5	-0,5	1,1	1,6
2° trim.	0,9	0,8	1,0	2,4	0,5	8,1	1,8	1,5	2,3	-0,9	0,8	1,5
3° trim.	1,5	0,9	2,3	2,2	0,5	7,3	1,8	1,6	2,5	-0,8	1,0	1,5
4° trim.	1,9	1,3	2,7	2,9	0,8	9,2	1,6	1,3	1,9	-0,8	1,2	1,5
2011 1° trim.	2,2	2,1	2,3	3,6	0,5	12,7	1,8	1,3	2,0	-0,4	1,5	1,9
2010 dic.	2,1	1,5	3,2	3,2	0,7	11,0	1,7	1,3	1,7	-0,7	1,2	1,4
2011 gen.	1,9	1,8	2,2	3,4	0,5	12,0	1,7	1,3	1,5	-0,2	1,6	1,7
feb.	2,3	2,0	2,7	3,4	0,1	13,1	1,8	1,3	2,2	-0,4	1,6	1,9
mar.	2,4	2,5	2,2	4,0	0,9	13,0	1,8	1,3	2,3	-0,6	1,5	2,2
apr.	2,2	2,8	1,4	4,0	1,0	12,5	1,8	1,4	3,2	-0,9	2,2	2,2
mag.	2,8	3,2	2,4	3,6	1,0	11,1	1,9	1,4	3,1	-1,0	1,7	2,1

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni										Prezzi delle costruzioni ¹⁾	Prezzi degli immobili residenziali ²⁾
	Totale (indice 2005 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia							Beni energetici		
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo					
							Totale	Durevoli	Non durevoli			
in perc. del totale nel 2005	100,0	100,0	82,8	75,6	30,0	22,0	23,7	2,7	21,0	24,4		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	107,9	2,7	3,0	3,2	4,6	2,2	2,2	2,4	2,2	1,2	4,2	4,8
2008	114,4	6,1	4,8	3,4	3,9	2,1	3,9	2,8	4,1	14,2	3,9	1,3
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,9	-5,3	0,4	-2,1	1,2	-2,5	-11,8	0,1	-2,9
2010	111,7	2,9	3,4	1,6	3,5	0,3	0,4	0,9	0,3	6,4	2,0	1,9
2010 1° trim.	109,6	-0,1	1,7	-0,5	-0,4	-0,5	-0,6	0,3	-0,7	0,3	0,2	0,2
2° trim.	111,5	3,0	3,8	1,6	3,6	0,2	0,0	0,6	-0,1	7,2	2,4	1,7
3° trim.	112,3	4,0	3,7	2,3	4,8	0,7	0,6	1,1	0,5	8,7	2,5	2,7
4° trim.	113,5	4,8	4,6	3,1	5,9	0,8	1,5	1,4	1,5	9,6	2,8	2,9
2011 1° trim.	116,7	6,5	6,3	4,4	7,8	1,3	2,5	1,8	2,6	12,5	4,2	2,2
2010 dic.	114,3	5,4	5,2	3,3	6,3	0,7	1,8	1,5	1,8	11,2	-	-
2011 gen.	115,8	5,9	5,7	4,0	7,3	1,2	2,1	1,6	2,2	11,8	-	-
feb.	116,7	6,6	6,4	4,5	8,1	1,4	2,5	1,8	2,6	12,6	-	-
mar.	117,6	6,8	6,7	4,6	8,1	1,4	2,8	1,9	3,0	13,1	-	-
apr.	118,6	6,7	6,3	4,4	7,3	1,3	3,3	2,0	3,5	13,2	-	-
mag.	118,4	6,2	5,6	4,2	6,6	1,2	3,4	1,9	3,7	11,9	-	-

3. Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

	Prezzo del petrolio ³⁾ (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche						Deflatori del PIL							
		Ponderati in base alle importazioni ⁴⁾			Ponderati in base all'utilizzo ⁵⁾			Totale (destagio- nalizzato; indice 2000=100)	Totale	Domanda interna				Esporta- zioni ⁶⁾	Importa- zioni ⁶⁾
		Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investi- menti fissi lordi		
in perc. del totale		100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2007	52,8	7,8	14,3	5,5	5,3	9,3	2,9	116,4	2,4	2,3	2,3	1,7	2,7	1,7	1,3
2008	65,9	2,0	18,4	-4,4	-1,7	9,7	-8,6	118,8	2,0	2,6	2,7	2,6	2,3	2,5	3,9
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,0	-18,0	-11,4	-22,8	119,9	1,0	0,0	-0,2	2,1	-0,6	-3,3	-5,9
2010	60,7	44,7	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	121,0	0,9	1,6	1,7	0,9	1,2	3,3	5,4
2010 1° trim.	56,0	29,0	7,4	42,6	27,4	7,5	46,5	120,4	0,5	0,9	1,0	1,0	-0,3	1,2	2,3
2° trim.	62,6	48,2	12,5	70,2	41,7	14,0	67,3	120,9	0,9	1,8	1,7	1,1	1,1	3,6	6,2
3° trim.	59,6	51,5	29,7	63,1	49,4	41,0	55,8	121,4	1,1	1,9	2,0	0,4	1,8	4,2	6,4
4° trim.	64,4	48,6	36,6	54,7	48,7	48,4	48,9	121,4	1,1	1,9	2,3	1,1	2,1	4,3	6,8
2011 1° trim.	77,3	42,9	46,1	41,4	41,0	47,2	36,6	121,9	1,3	2,5	2,9	0,9	2,6	5,3	8,4
2011 gen.	72,6	46,0	42,9	47,5	43,9	46,5	42,0	-	-	-	-	-	-	-	-
feb.	76,6	47,5	51,0	45,9	45,3	51,4	40,9	-	-	-	-	-	-	-	-
mar.	82,1	35,7	44,4	31,8	34,1	43,8	27,6	-	-	-	-	-	-	-	-
apr.	85,1	15,1	37,7	6,5	17,5	35,8	6,8	-	-	-	-	-	-	-	-
mag.	79,8	11,1	28,5	3,9	12,1	25,0	4,0	-	-	-	-	-	-	-	-
giu.	79,1	8,8	21,4	3,3	10,3	18,7	4,6	-	-	-	-	-	-	-	-

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

1) Prezzi degli input delle costruzioni residenziali.

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

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

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

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

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

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

(dati destagionalizzati)

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Per settore di attività					
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8
	Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾							
2009	120,3	3,9	-3,0	8,8	2,1	5,7	0,6	2,7
2010	119,6	-0,6	0,4	-5,6	2,0	-1,4	1,7	0,9
2010 2° trim.	119,7	-0,7	0,4	-6,9	2,3	-1,8	2,0	1,5
3° trim.	119,4	-0,7	1,4	-4,3	2,1	-1,7	2,1	0,2
4° trim.	119,8	-0,3	0,1	-3,6	1,1	-0,6	1,5	0,5
2011 1° trim.	119,8	-0,2	1,4	-1,7	-1,3	-0,2	2,2	0,4
	Redditi per occupato							
2009	123,6	1,5	2,2	-0,2	2,6	1,9	1,2	2,6
2010	125,6	1,6	1,1	3,4	1,6	1,6	1,5	0,7
2010 2° trim.	125,5	1,9	1,5	4,0	2,0	1,6	1,4	1,4
3° trim.	125,7	1,4	0,6	3,4	1,8	1,8	1,6	-0,1
4° trim.	126,3	1,4	0,5	3,6	1,3	1,6	1,3	0,0
2011 1° trim.	127,2	1,9	3,2	3,7	3,0	1,8	1,5	0,6
	Produttività del lavoro per occupato ²⁾							
2009	102,7	-2,3	5,3	-8,3	0,4	-3,6	0,6	-0,1
2010	105,0	2,2	0,7	9,6	-0,4	3,0	-0,1	-0,2
2010 2° trim.	104,8	2,6	1,1	11,7	-0,4	3,4	-0,6	-0,2
3° trim.	105,3	2,1	-0,7	8,1	-0,3	3,6	-0,5	-0,2
4° trim.	105,4	1,7	0,4	7,4	0,2	2,3	-0,3	-0,5
2011 1° trim.	106,2	2,1	1,8	5,6	4,4	2,0	-0,6	0,3
	Redditi per ora lavorata							
2009	128,2	3,4	2,7	4,5	5,3	3,3	2,7	3,1
2010	129,3	0,8	0,6	0,6	1,6	0,9	0,9	0,5
2010 2° trim.	129,2	0,9	0,4	0,4	1,8	0,5	0,8	1,1
3° trim.	129,1	0,5	-1,0	0,2	2,0	0,9	0,8	-0,3
4° trim.	130,0	1,0	1,5	1,1	1,8	1,6	0,8	0,0
2011 1° trim.	130,5	1,4	1,7	1,5	2,2	2,1	0,9	0,6
	Produttività per ora lavorata ²⁾							
2009	107,2	-0,7	5,1	-4,3	2,6	-2,4	1,9	0,3
2010	108,7	1,4	1,3	6,6	-0,9	2,1	-0,7	-0,5
2010 2° trim.	108,5	1,6	1,4	8,0	-1,2	2,3	-1,2	-0,5
3° trim.	108,8	1,2	-0,1	4,6	-0,7	2,5	-1,3	-0,5
4° trim.	109,1	1,3	1,2	4,9	0,6	2,0	-0,5	-0,7
2011 1° trim.	109,6	1,7	0,4	3,4	3,7	2,1	-0,9	0,2

5. Indicatori del costo del lavoro³⁾

	Totale (indice dest.) 2008 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ⁴⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
in perc. del totale nel 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2009	102,8	2,8	2,6	3,3	3,1	3,7	2,4	2,6
2010	104,3	1,5	1,4	1,7	1,0	1,8	1,7	1,7
2010 2° trim.	104,2	1,6	1,6	1,8	0,9	2,1	2,0	1,9
3° trim.	104,3	1,0	1,0	1,3	0,3	1,6	1,3	1,5
4° trim.	105,1	1,5	1,4	1,7	1,4	1,4	1,7	1,6
2011 1° trim.	106,1	2,6	2,3	3,6	2,8	2,6	2,5	1,8

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

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

5.2 Produzione e domanda

1. PIL e componenti della domanda

	PIL								
	Totale	Domanda interna					Bilancia commerciale ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)									
2007	9.027,4	8.889,1	5.073,6	1.808,4	1.961,1	46,0	138,3	3.746,1	3.607,8
2008	9.248,9	9.152,1	5.231,9	1.898,2	1.990,5	31,5	96,8	3.879,3	3.782,5
2009	8.952,9	8.831,4	5.156,5	1.984,0	1.744,2	-53,4	121,6	3.260,1	3.138,5
2010	9.190,6	9.069,8	5.287,9	2.013,2	1.751,7	17,0	120,9	3.745,0	3.624,1
2010 1° trim.	2.262,3	2.231,8	1.304,6	501,4	427,0	-1,2	30,5	877,6	847,0
2° trim.	2.292,3	2.266,9	1.316,9	503,8	439,4	6,8	25,5	928,7	903,3
3° trim.	2.310,9	2.279,1	1.325,7	504,8	440,6	8,0	31,8	953,0	921,2
4° trim.	2.317,2	2.286,0	1.339,7	503,0	441,4	1,9	31,2	977,1	945,9
2011 1° trim.	2.347,6	2.326,3	1.355,7	509,7	454,4	6,5	21,3	1.015,0	993,7
in percentuale del PIL									
2010	100,0	98,7	57,5	21,9	19,1	0,2	1,3	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati ³⁾)									
variazioni percentuali sul trimestre precedente									
2010 1° trim.	0,3	0,5	0,4	-0,3	-0,7	-	-	3,4	3,8
2° trim.	0,9	0,8	0,2	0,3	2,2	-	-	4,3	4,1
3° trim.	0,4	0,2	0,2	0,1	-0,2	-	-	1,7	1,3
4° trim.	0,3	0,1	0,3	-0,1	-0,2	-	-	1,6	1,2
2011 1° trim.	0,8	0,6	0,2	0,5	1,9	-	-	1,9	1,4
variazioni percentuali sul periodo corrispondente									
2007	2,8	2,6	1,6	2,2	4,7	-	-	6,2	5,8
2008	0,4	0,3	0,4	2,2	-0,8	-	-	1,0	0,8
2009	-4,2	-3,5	-1,2	2,4	-11,8	-	-	-13,1	-11,9
2010	1,8	1,0	0,8	0,6	-0,8	-	-	11,1	9,5
2010 1° trim.	0,9	-0,3	0,4	1,2	-4,8	-	-	7,2	4,2
2° trim.	2,0	1,3	0,6	0,7	-0,4	-	-	13,1	11,4
3° trim.	2,0	1,4	1,0	0,4	0,6	-	-	12,1	10,8
4° trim.	2,0	1,6	1,1	0,0	1,1	-	-	11,3	10,8
2011 1° trim.	2,5	1,7	1,0	0,8	3,7	-	-	9,8	8,2
contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali									
2010 1° trim.	0,3	0,4	0,2	-0,1	-0,1	0,4	-0,1	-	-
2° trim.	0,9	0,8	0,1	0,1	0,4	0,2	0,2	-	-
3° trim.	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	-	-
4° trim.	0,3	0,1	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,2	-	-
2011 1° trim.	0,8	0,6	0,1	0,1	0,4	0,0	0,2	-	-
contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali									
2007	2,8	2,6	0,9	0,5	1,0	0,2	0,2	-	-
2008	0,4	0,3	0,2	0,4	-0,2	-0,2	0,1	-	-
2009	-4,1	-3,5	-0,7	0,5	-2,5	-0,7	-0,7	-	-
2010	1,8	1,0	0,4	0,1	-0,2	0,6	0,7	-	-
2010 1° trim.	0,9	-0,3	0,2	0,3	-1,0	0,2	1,1	-	-
2° trim.	2,0	1,2	0,3	0,2	-0,1	0,8	0,8	-	-
3° trim.	2,0	1,3	0,5	0,1	0,1	0,6	0,6	-	-
4° trim.	1,9	1,5	0,6	0,0	0,2	0,7	0,4	-	-
2011 1° trim.	2,4	1,7	0,6	0,2	0,7	0,3	0,7	-	-

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) Inclusive le acquisizioni nette di oggetti di valore.

3) I dati sul periodo corrispondente non sono corretti per il numero di giornate lavorative.

5.2 Produzione e domanda

2. Valore aggiunto per branca di attività economica

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)							Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria mineraria, manifatturiera ed energetica	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)								
2007	8.066,4	147,5	1.652,3	511,0	1.664,3	2.302,1	1.789,2	961,1
2008	8.301,7	143,0	1.654,1	527,1	1.725,3	2.380,6	1.871,6	947,3
2009	8.060,9	129,2	1.448,8	506,0	1.650,6	2.377,9	1.948,5	892,0
2010	8.252,1	138,7	1.534,5	487,0	1.693,9	2.413,9	1.984,0	938,6
2010 1° trim.	2.037,2	33,4	373,8	120,9	416,2	598,5	494,4	225,1
2° trim.	2.058,9	34,4	381,7	122,8	422,2	600,3	497,6	233,4
3° trim.	2.069,6	35,1	384,0	122,3	426,4	606,0	495,7	241,4
4° trim.	2.078,3	35,9	390,6	120,7	427,7	607,7	495,7	238,9
2011 1° trim.	2.104,6	36,8	397,3	125,0	432,1	614,0	499,4	243,0
in percentuale del valore aggiunto								
2010	100,0	1,7	18,6	5,9	20,5	29,3	24,0	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati ¹⁾)								
variazioni percentuali sul trimestre precedente								
2010 1° trim.	0,6	0,9	2,4	-1,8	0,8	0,2	0,2	-2,3
2° trim.	0,8	-0,8	2,0	1,0	1,1	0,4	0,1	2,5
3° trim.	0,3	-0,7	0,6	-1,1	0,6	0,5	0,0	1,0
4° trim.	0,3	0,7	1,2	-1,3	0,0	0,3	0,1	0,0
2011 1° trim.	0,8	0,8	1,8	2,8	0,7	0,4	0,3	0,9
variazioni percentuali sul periodo corrispondente								
2007	3,1	1,5	3,2	2,5	3,7	4,0	1,6	0,8
2008	0,6	1,3	-2,5	-1,7	1,4	1,6	1,9	-1,3
2009	-4,2	2,7	-13,1	-6,3	-5,3	-1,6	1,3	-3,4
2010	1,8	0,1	6,2	-4,1	2,4	0,9	0,9	1,2
2010 1° trim.	1,0	0,6	4,4	-6,4	1,2	0,4	1,3	-0,7
2° trim.	2,0	0,2	7,5	-3,9	2,6	0,5	0,9	1,9
3° trim.	1,9	-0,7	5,7	-3,2	3,0	1,1	0,7	2,4
4° trim.	2,0	0,2	6,4	-3,1	2,5	1,5	0,5	1,2
2011 1° trim.	2,2	0,0	5,8	1,4	2,3	1,6	0,6	4,5
contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali								
2010 1° trim.	0,6	0,0	0,4	-0,1	0,2	0,1	0,1	-
2° trim.	0,8	0,0	0,4	0,1	0,2	0,1	0,0	-
3° trim.	0,3	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,0	-
4° trim.	0,3	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,0	-
2011 1° trim.	0,8	0,0	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	-
contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali								
2007	3,1	0,0	0,7	0,2	0,8	1,1	0,3	-
2008	0,6	0,0	-0,5	-0,1	0,3	0,5	0,4	-
2009	-4,2	0,0	-2,6	-0,4	-1,1	-0,5	0,3	-
2010	1,8	0,0	1,1	-0,3	0,5	0,3	0,2	-
2010 1° trim.	1,0	0,0	0,8	-0,4	0,2	0,1	0,3	-
2° trim.	2,0	0,0	1,3	-0,2	0,5	0,2	0,2	-
3° trim.	1,9	0,0	1,0	-0,2	0,6	0,3	0,2	-
4° trim.	2,0	0,0	1,2	-0,2	0,5	0,4	0,1	-
2011 1° trim.	2,2	0,0	1,1	0,1	0,5	0,5	0,1	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) I dati sul periodo corrispondente non sono corretti per il numero delle giornate lavorative.

5.2 Produzione e domanda

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

3. Produzione industriale

	Totale		Industria escluse le costruzioni								Costruzioni	
	in perc. del totale nel 2005	Totale (dest.: indice 2005 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e i beni energetici						Beni energetici	
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo					
							Totale	Durevoli	Non durevoli			
	100,0	77,8	77,8	69,2	68,7	28,1	22,3	18,3	2,6	15,7	9,1	22,2
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2008	-2,4	106,6	-1,6	-1,7	-1,8	-3,4	0,1	-1,9	-5,3	-1,3	0,2	-5,5
2009	-13,6	90,9	-14,8	-15,8	-16,0	-19,0	-20,8	-4,9	-17,3	-2,9	-5,3	-8,0
2010	4,3	97,6	7,4	7,9	7,9	10,1	9,5	3,3	2,7	3,4	3,7	-7,7
2010 2° trim.	6,3	97,2	9,3	9,6	9,7	14,2	9,7	3,9	5,0	3,6	5,3	-4,0
3° trim.	3,9	98,3	7,1	7,7	7,8	9,4	10,2	3,2	3,9	3,1	1,5	-8,0
4° trim.	4,6	100,1	8,1	8,6	8,6	7,8	14,4	2,9	2,0	2,9	4,8	-9,1
2011 1° trim.	4,7	101,2	6,6	8,1	8,3	9,2	12,9	1,5	2,7	1,3	-2,1	-2,1
2010 nov.	4,7	100,4	8,0	8,6	8,5	7,9	13,2	3,6	1,1	3,6	5,4	-7,7
dic.	4,7	100,7	8,9	9,3	9,3	7,9	16,9	2,1	2,9	1,7	7,2	-13,6
2011 gen.	4,0	100,9	6,3	8,1	8,1	9,8	12,7	1,0	2,2	0,6	-2,5	-4,0
feb.	6,6	101,4	7,8	9,7	9,7	10,3	15,0	2,6	3,4	2,6	-2,7	3,5
mar.	3,6	101,5	5,8	6,8	7,1	7,7	11,2	0,9	2,5	0,6	-1,0	-5,0
apr.	4,2	101,8	5,5	6,5	6,9	5,9	10,0	3,5	4,8	3,2	-3,2	-1,6
	variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)											
2010 nov.	0,9	-	1,4	1,4	0,6	1,7	0,4	0,8	-0,8	0,6	1,6	-1,0
dic.	-0,2	-	0,2	0,8	1,2	-1,1	2,8	-0,3	0,2	-0,5	3,9	-2,6
2011 gen.	0,6	-	0,2	0,7	0,2	2,6	-2,2	0,0	1,3	0,0	-5,1	3,9
feb.	0,9	-	0,6	1,3	1,3	0,6	2,5	0,9	0,7	1,0	-0,7	-0,6
mar.	-0,3	-	0,0	-0,4	0,0	0,0	-0,7	0,0	-0,1	0,6	1,1	-0,2
apr.	0,5	-	0,4	0,2	0,5	0,3	0,7	0,8	1,2	0,1	-2,9	1,0

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

	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio (escluso carburante per autoveicoli)							Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera ¹⁾ (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	A prezzi costanti						Migliaia (dest.) ²⁾	Totale
	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari					
								Tessili, vestiario, calzature	Elettro- domestici				
in perc. del totale nel 2005	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,0	57,0	10,1	14,3		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2008	112,9	-5,4	116,7	1,8	1,7	103,4	-0,8	-1,8	-0,1	-1,8	-1,6	891	-7,8
2009	87,2	-22,9	95,4	-18,4	-2,9	101,4	-2,0	-1,7	-2,2	-1,8	-3,9	925	3,3
2010	102,5	17,5	105,1	10,2	1,4	102,5	1,1	0,5	1,7	2,6	0,6	843	-8,5
2010 2° trim.	102,0	22,4	104,3	12,2	1,3	102,4	1,0	0,3	1,5	-0,3	2,0	840	-13,1
3° trim.	105,5	15,9	106,3	10,1	2,1	102,8	1,7	0,4	2,9	5,5	1,1	797	-16,4
4° trim.	108,3	18,1	109,4	12,2	1,4	102,6	1,0	0,2	1,5	1,7	-0,3	850	-11,1
2011 1° trim.	112,0	19,1	114,2	14,1	1,0	102,5	0,2	-1,2	1,1	-0,3	1,7	863	-3,1
2010 dic.	111,0	19,3	111,4	14,2	0,7	102,3	0,2	-0,3	0,6	-0,2	-1,9	848	-6,9
2011 gen.	112,2	22,6	114,0	15,8	1,4	102,7	0,9	-1,0	1,8	-0,9	4,3	849	-4,3
feb.	112,7	21,5	115,2	15,6	2,0	102,9	1,3	-0,5	2,5	4,4	2,0	874	0,1
mar.	111,1	14,3	113,3	11,4	-0,3	102,1	-1,3	-1,9	-0,9	-3,6	-1,1	866	-4,5
apr.	112,0	8,8	115,5	9,4	2,5	102,6	1,2	1,1	1,3	4,1	1,3	830	-0,2
mag.	.	.	.	.	-0,6	101,8	-1,6	-2,1	-1,3	.	.	827	-1,0
	variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)												
2011 gen.	-	1,0	-	2,4	0,6	-	0,4	-0,1	0,5	0,6	2,2	-	0,1
feb.	-	0,5	-	1,0	0,3	-	0,2	0,0	0,4	2,1	-0,9	-	2,9
mar.	-	-1,5	-	-1,6	-0,5	-	-0,8	-0,4	-1,0	-2,8	-0,9	-	-0,8
apr.	-	0,8	-	2,0	0,6	-	0,5	0,6	0,5	2,4	0,8	-	-4,2
mag.	-	.	-	.	-0,9	-	-0,8	-0,6	-0,9	.	.	-	-0,4

Fonti: Eurostat, eccetto le colonne 12 e 13 nella tavola 4 della sezione 5.2 (che comprende elaborazioni della BCE basate sui dati di fonte ACEA, Associazione europea dei costruttori di automobili).

1) Comprende le industrie del settore manifatturiero che lavorano principalmente sulla base di ordinativi; esse costituivano il 61,2 per cento dell'intero settore nel 2005.

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

5.2 Produzione e domanda

(saldi percentuali ¹⁾, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico ²⁾ (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Clima di fiducia delle famiglie					
		Clima di fiducia				Capacità utilizzata ³⁾ (in perc.)	Totale ⁴⁾	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoc- cupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di rispar- mio 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
2007	109,4	5,8	7,2	4,4	14,6	84,8	-4,9	-2,3	-4,3	5,0	-8,0
2008	93,7	-8,4	-13,3	10,8	-1,0	82,1	-18,1	-9,9	-25,3	23,5	-13,6
2009	80,7	-28,7	-56,8	14,6	-14,8	70,9	-24,8	-7,0	-26,3	55,5	-10,3
2010	100,9	-4,5	-24,6	0,6	11,6	77,0	-14,0	-5,2	-12,2	31,0	-7,6
2010 2° trim.	99,2	-6,4	-28,8	0,5	10,3	76,7	-16,7	-6,2	-17,8	33,8	-8,9
3° trim.	102,3	-2,5	-18,4	0,3	11,3	77,8	-12,1	-5,5	-11,3	23,4	-8,2
4° trim.	105,7	2,7	-9,5	-0,8	16,8	79,3	-10,4	-5,4	-8,7	20,9	-6,6
2011 1° trim.	107,4	6,5	-1,6	-2,0	19,0	80,8	-10,6	-6,0	-9,6	19,7	-7,0
2° trim.	105,6	4,2	-1,4	-0,8	13,3	.	-10,4	-6,6	-12,4	14,8	-7,9
2011 gen.	106,8	6,2	-3,0	-1,9	19,5	80,3	-11,2	-6,6	-10,1	19,9	-8,2
feb.	108,0	6,7	-1,4	-1,7	19,8	-	-10,0	-5,2	-8,6	20,2	-5,8
mar.	107,3	6,6	-0,3	-2,3	17,8	-	-10,6	-6,3	-10,2	19,0	-7,1
apr.	106,1	5,6	0,1	-1,4	15,4	81,3	-11,6	-7,3	-14,4	16,6	-8,1
mag.	105,5	3,8	-2,7	-1,4	12,9	-	-9,9	-6,7	-11,6	13,9	-7,4
giu.	105,1	3,2	-1,6	0,4	11,6	-	-9,8	-5,8	-11,1	13,9	-8,2

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale ⁴⁾	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale ⁴⁾	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale ⁴⁾	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2007	0,1	-7,6	7,8	1,1	5,1	13,2	11,4	16,1	13,3	14,6	20,4
2008	-13,4	-20,7	-6,1	-10,0	-10,6	16,0	-3,5	0,6	-3,7	0,7	4,7
2009	-32,7	-42,2	-23,2	-15,5	-21,0	9,9	-15,7	-15,5	-20,4	-17,9	-8,3
2010	-28,4	-39,6	-17,2	-4,0	-6,1	7,4	1,5	5,0	2,5	4,2	8,3
2010 2° trim.	-29,2	-41,3	-17,1	-5,1	-7,5	7,5	-0,5	3,9	1,6	2,8	7,3
3° trim.	-28,1	-39,8	-16,4	-2,8	-4,7	7,0	3,4	6,9	4,8	8,3	7,6
4° trim.	-26,2	-36,0	-16,3	0,8	1,3	7,4	8,5	9,0	6,8	8,4	11,9
2011 1° trim.	-25,2	-36,1	-14,3	-0,7	0,1	8,2	6,0	10,6	8,3	10,5	13,2
2° trim.	-24,2	-32,3	-16,2	-2,2	-1,0	9,8	4,1	9,9	7,6	10,2	11,8
2011 gen.	-26,0	-38,8	-13,2	-0,6	0,4	6,7	4,6	9,9	8,4	9,1	12,1
feb.	-24,2	-34,0	-14,4	-0,2	0,7	7,2	6,0	11,2	8,8	12,1	12,9
mar.	-25,4	-35,4	-15,3	-1,4	-0,8	10,6	7,3	10,8	7,6	10,2	14,7
apr.	-24,3	-33,6	-15,1	-1,8	-2,0	9,0	5,5	10,4	7,8	10,2	13,4
mag.	-24,7	-32,6	-16,8	-2,4	-1,3	10,6	4,7	9,3	6,9	10,0	11,0
giu.	-23,6	-30,6	-16,6	-2,4	0,4	9,8	2,1	9,9	8,2	10,5	10,9

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

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media calcolata per il periodo dal 1990 al 2010.
- 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⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

1. Occupazione in termini di occupati

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Totale (milioni)	Totale	Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale nel 2010	100,0	100,0	85,5	14,5	3,7	16,0	6,9	25,4	16,6	31,4
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008	149,684	0,8	0,9	-0,3	-1,7	-0,1	-2,0	1,1	2,2	1,2
2009	146,885	-1,9	-1,8	-2,4	-2,4	-5,2	-6,7	-1,8	-2,2	1,4
2010	146,222	-0,5	-0,4	-0,7	-0,6	-3,1	-3,7	-0,6	1,0	1,1
2010 2° trim.	146,218	-0,6	-0,6	-0,9	-0,9	-3,7	-3,5	-0,8	1,1	1,0
3° trim.	146,189	-0,1	0,0	-0,9	0,0	-2,2	-2,9	-0,5	1,6	1,0
4° trim.	146,429	0,3	0,4	-0,5	-0,3	-0,9	-3,3	0,2	1,8	1,0
2011 1° trim.	146,505	0,3	0,4	-0,4	-1,7	0,2	-2,9	0,3	2,2	0,3
variazioni percentuali sul trimestre precedente										
2010 2° trim.	0,163	0,1	0,2	-0,6	-0,8	-0,1	-0,3	0,0	0,9	0,1
3° trim.	-0,029	0,0	0,0	-0,4	0,3	-0,2	-1,0	0,0	0,2	0,1
4° trim.	0,240	0,2	0,1	0,3	0,4	0,1	-0,9	0,3	0,3	0,2
2011 1° trim.	0,077	0,1	0,0	0,4	-1,6	0,3	-0,8	0,1	0,9	-0,1

2. Occupazione in termini di ore lavorate

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Totale (milioni)	Totale	Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale nel 2010	100,0	100,0	80,5	19,5	4,8	16,0	7,7	27,0	16,1	28,5
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008	238.899,0	0,7	1,1	-0,9	-2,0	-0,6	-1,8	0,9	2,4	1,6
2009	230.549,8	-3,5	-3,6	-2,9	-2,3	-9,2	-8,6	-3,0	-3,5	1,0
2010	231.361,4	0,4	0,4	0,1	-1,2	-0,3	-3,3	0,3	1,7	1,4
2010 2° trim.	57.848,8	0,4	0,5	0,1	-1,2	-0,4	-2,7	0,3	1,8	1,4
3° trim.	57.915,9	0,8	0,9	0,3	-0,7	1,1	-2,5	0,6	2,4	1,2
4° trim.	57.923,6	0,7	0,8	0,1	-1,0	1,4	-3,7	0,4	2,0	1,2
2011 1° trim.	58.111,9	0,8	0,9	0,1	-0,4	2,3	-2,2	0,3	2,5	0,4
variazioni percentuali sul trimestre precedente										
2010 2° trim.	175,7	0,3	0,4	-0,1	0,1	0,7	0,0	0,3	0,6	0,1
3° trim.	67,2	0,1	0,2	-0,2	-0,1	0,8	-0,9	-0,1	0,3	0,1
4° trim.	7,7	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	-1,7	0,0	0,5	0,1
2011 1° trim.	188,3	0,3	0,3	0,3	-0,5	0,7	0,5	0,0	1,1	0,1

3. Ore lavorate per occupato

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Totale (migliaia)	Totale	Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008	1,596	-0,1	0,1	-0,6	-0,3	-0,5	0,3	-0,3	0,2	0,5
2009	1,570	-1,7	-1,9	-0,6	0,1	-4,2	-2,1	-1,2	-1,3	-0,4
2010	1,582	0,8	0,8	0,9	-0,6	2,8	0,4	0,9	0,6	0,3
2010 2° trim.	0,396	1,0	1,1	0,9	-0,3	3,4	0,8	1,2	0,6	0,3
3° trim.	0,396	0,9	1,0	1,2	-0,6	3,3	0,4	1,1	0,8	0,2
4° trim.	0,396	0,4	0,4	0,6	-0,7	2,4	-0,4	0,2	0,2	0,2
2011 1° trim.	0,397	0,5	0,5	0,5	1,3	2,1	0,7	-0,1	0,3	0,1

Fonte: elaborazioni della BCE basate sui dati Eurostat.

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

5.3 Mercato del lavoro

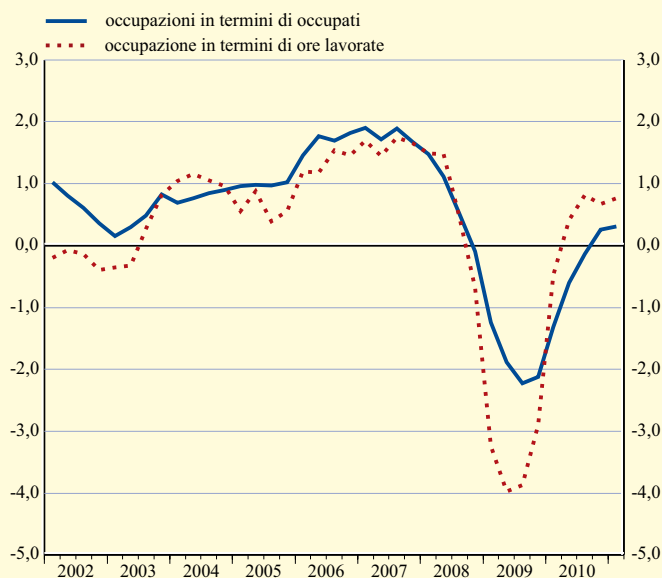
(dati destagionalizzati salvo diversa indicazione)

4. Disoccupazione e posti vacanti¹⁾

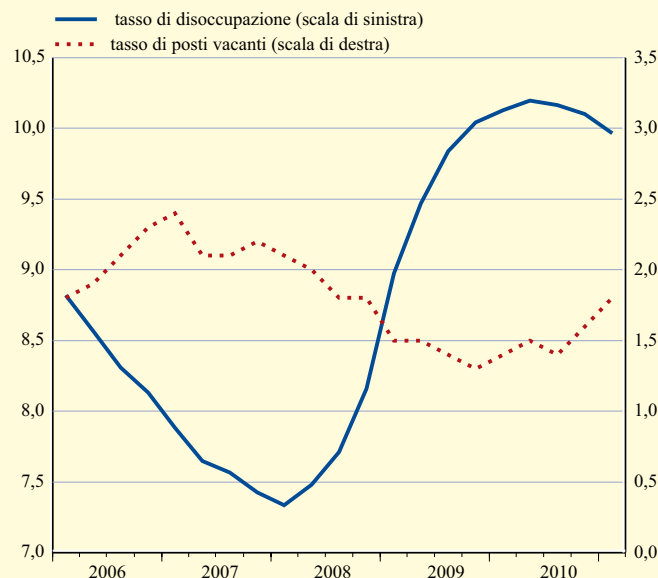
	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti ²⁾ in perc. del totale dei posti di lavoro
	Totale		Per età ³⁾				Per genere ⁴⁾				
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
in perc. del totale nel 2010	100,0		79,5		20,5		53,9		46,1		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2007	11,814	7,6	9,210	6,7	2,604	15,5	5,838	6,8	5,976	8,7	
2008	12,011	7,7	9,328	6,7	2,683	16,1	6,071	7,0	5,940	8,5	
2009	15,034	9,6	11,755	8,4	3,280	20,2	8,121	9,4	6,913	9,8	
2010	15,951	10,1	12,671	9,0	3,281	20,9	8,610	10,0	7,342	10,3	
2010 1° trim.	15,910	10,1	12,567	8,9	3,343	21,1	8,651	10,0	7,258	10,2	
2° trim.	16,035	10,2	12,710	9,0	3,325	21,1	8,691	10,1	7,344	10,4	
3° trim.	15,980	10,2	12,731	9,0	3,250	20,9	8,598	10,0	7,383	10,4	
4° trim.	15,880	10,1	12,675	8,9	3,206	20,7	8,499	9,9	7,381	10,4	
2011 1° trim.	15,656	10,0	12,507	8,8	3,148	20,4	8,346	9,7	7,309	10,3	
2010 dic.	15,767	10,0	12,588	8,9	3,179	20,6	8,427	9,8	7,340	10,3	
2011 gen.	15,720	10,0	12,551	8,9	3,168	20,6	8,387	9,8	7,333	10,3	
feb.	15,654	10,0	12,512	8,8	3,142	20,4	8,350	9,7	7,304	10,3	
mar.	15,593	9,9	12,458	8,8	3,135	20,4	8,302	9,7	7,291	10,2	
apr.	15,494	9,9	12,428	8,8	3,066	20,0	8,220	9,6	7,274	10,2	
mag.	15,510	9,9	12,456	8,8	3,055	20,0	8,222	9,6	7,289	10,2	

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	Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti	Vendite di beni e servizi		Imposte in conto capitale		
		Famiglie	Imprese											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2002	45,1	44,8	11,8	9,2	2,5	13,5	0,4	15,6	8,1	4,6	2,1	0,3	0,3	41,2
2003	45,0	44,4	11,4	9,0	2,3	13,5	0,4	15,7	8,2	4,6	2,1	0,6	0,5	41,1
2004	44,5	44,0	11,3	8,7	2,5	13,5	0,3	15,5	8,1	4,5	2,1	0,5	0,4	40,7
2005	44,8	44,3	11,5	8,8	2,7	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	40,9
2006	45,3	45,0	12,1	8,9	3,0	13,8	0,3	15,3	8,0	4,5	2,1	0,3	0,3	41,5
2007	45,4	45,1	12,4	9,1	3,2	13,8	0,3	15,1	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,6
2008	45,1	44,8	12,2	9,3	2,8	13,3	0,3	15,3	8,1	4,5	2,2	0,2	0,3	41,1
2009	44,7	44,3	11,4	9,3	2,0	13,1	0,3	15,7	8,2	4,5	2,3	0,3	0,4	40,6
2010	44,6	44,3	11,3	9,1	2,1	13,3	0,3	15,6	8,1	4,5	2,3	0,3	0,3	40,5

2. Area dell'euro: spese

	Totale	Spese correnti									Spese in conto capitale				Per memoria: spese primarie ³⁾
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2002	47,7	43,9	10,4	4,9	3,5	25,1	22,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,1	44,2	
2003	48,1	44,1	10,5	5,0	3,3	25,4	22,5	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8	
2004	47,5	43,5	10,4	5,0	3,1	25,0	22,3	1,7	0,5	3,9	2,4	1,5	0,1	44,4	
2005	47,3	43,5	10,4	5,1	3,0	25,0	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,4	
2006	46,7	42,9	10,2	5,0	2,9	24,8	22,0	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8	
2007	46,1	42,3	10,0	5,0	3,0	24,3	21,6	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,1	
2008	47,1	43,2	10,1	5,2	3,0	24,9	22,1	1,6	0,4	3,9	2,6	1,3	0,0	44,1	
2009	51,0	46,7	10,8	5,6	2,8	27,4	24,3	1,9	0,5	4,3	2,8	1,4	0,0	48,2	
2010	50,5	46,4	10,6	5,6	2,8	27,4	24,3	1,8	0,4	4,1	2,5	1,7	0,0	47,8	

3. Area dell'euro: disavanzo/avanzo, disavanzo/avanzo primario e consumi pubblici

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/ avanzo primario (+)	Consumi pubblici ⁴⁾							
	Totale	Ammini- strazioni centrali	Ammini- strazioni statali	Ammini- strazioni locali	Enti di previ- denza e assistenza sociale		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)	Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2002	-2,6	-2,3	-0,5	-0,3	0,3	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,3	11,9
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,1	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,1	8,4	12,1
2004	-3,0	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,5	-2,3	-0,3	-0,2	0,3	0,4	20,4	10,4	5,1	5,1	1,9	2,2	8,2	12,2
2006	-1,4	-1,5	-0,1	-0,2	0,4	1,5	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,1	12,2
2007	-0,7	-1,2	0,0	-0,1	0,6	2,3	20,0	10,0	5,0	5,1	1,9	2,1	7,9	12,1
2008	-2,0	-2,2	-0,2	-0,2	0,6	1,0	20,5	10,1	5,2	5,3	2,0	2,2	8,1	12,4
2009	-6,3	-5,2	-0,5	-0,3	-0,4	-3,5	22,1	10,8	5,6	5,8	2,1	2,3	8,8	13,4
2010	-6,0	-4,9	-0,7	-0,3	-0,1	-3,2	21,9	10,6	5,6	5,8	2,0	2,3	8,6	13,3

4. Paesi dell'area dell'euro: disavanzo (-)/avanzo (+) ⁵⁾

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2007	-0,3	0,3	2,5	0,1	-6,4	1,9	-2,7	-1,5	3,4	3,7	-2,4	0,2	-0,9	-3,1	-0,1	-1,8	5,2
2008	-1,3	0,1	-2,8	-7,3	-9,8	-4,2	-3,3	-2,7	0,9	3,0	-4,5	0,6	-0,9	-3,5	-1,8	-2,1	4,2
2009	-5,9	-3,0	-1,7	-14,3	-15,4	-11,1	-7,5	-5,4	-6,0	-0,9	-3,7	-5,5	-4,1	-10,1	-6,0	-8,0	-2,6
2010	-4,1	-3,3	0,1	-32,4	-10,5	-9,2	-7,0	-4,6	-5,3	-1,7	-3,6	-5,4	-4,6	-9,1	-5,6	-7,9	-2,5

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al disavanzo/avanzo dei singoli paesi.

1) Dati relativi agli Euro 17. 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 (P3) delle amministrazioni pubbliche nel SEC 95.

5) Sono inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS e 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				
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ²⁾				Altri creditori ³⁾
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri settori	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	68,1	2,8	12,4	4,0	48,9	42,4	20,8	11,2	10,4	25,7
2002	67,9	2,7	11,8	4,6	48,9	41,0	19,6	10,8	10,6	26,9
2003	69,1	2,1	12,4	5,0	49,6	40,2	19,8	11,3	9,1	28,8
2004	69,4	2,2	12,0	5,0	50,3	39,1	18,9	11,1	9,1	30,4
2005	70,3	2,4	12,1	4,7	51,1	37,4	18,1	11,2	8,0	32,9
2006	68,5	2,4	11,8	4,1	50,2	35,4	18,4	9,3	7,7	33,1
2007	66,3	2,2	11,2	4,2	48,7	33,1	17,1	8,6	7,4	33,1
2008	70,0	2,3	11,4	6,7	49,6	33,1	17,8	7,9	7,4	36,9
2009	79,5	2,5	12,5	8,6	56,0	37,1	20,6	8,9	7,6	42,4
2010	85,3	2,4	15,4	7,7	59,7	40,9	24,1	10,1	6,7	44,4

2. Area dell'euro: per emittente, scadenza e valuta di denominazione

	Totale	Emesso da ⁴⁾				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Ammini- strazioni centrali	Ammini- strazioni statali	Ammini- strazioni locali	Enti di previ- denza e assistenza sociale	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2001	68,1	57,0	6,0	4,7	0,4	7,0	61,1	5,3	13,7	26,5	27,9	66,7	1,4
2002	67,9	56,6	6,2	4,7	0,4	7,6	60,3	5,2	15,5	25,3	27,2	66,8	1,2
2003	69,1	56,9	6,5	5,1	0,6	7,8	61,3	5,0	14,9	26,0	28,2	68,2	0,9
2004	69,4	57,3	6,6	5,1	0,4	7,8	61,6	4,6	14,8	26,2	28,5	68,6	0,8
2005	70,3	57,8	6,7	5,2	0,5	7,9	62,4	4,6	14,9	25,6	29,8	69,3	1,0
2006	68,5	56,2	6,5	5,4	0,5	7,5	61,1	4,3	14,4	24,1	30,0	68,0	0,5
2007	66,3	53,6	6,2	5,2	1,3	7,1	59,2	4,3	15,0	23,4	27,8	65,9	0,4
2008	70,0	56,9	6,6	5,2	1,3	9,9	60,1	4,9	18,7	23,1	28,2	69,3	0,7
2009	79,5	64,5	7,6	5,7	1,7	11,8	67,7	5,0	21,0	26,6	31,9	78,7	0,8
2010	85,3	69,4	8,3	5,7	1,9	12,8	72,4	5,4	22,2	28,7	34,4	84,5	0,8

3. Paesi dell'area dell'euro

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2007	84,2	64,9	3,7	25,0	105,4	36,1	63,9	103,6	58,3	6,7	62,0	45,3	60,7	68,3	23,1	29,6	35,2
2008	89,6	66,3	4,6	44,4	110,7	39,8	67,7	106,3	48,3	13,6	61,5	58,2	63,8	71,6	21,9	27,8	34,1
2009	96,2	73,5	7,2	65,6	127,1	53,3	78,3	116,1	58,0	14,6	67,6	60,8	69,6	83,0	35,2	35,4	43,8
2010	96,8	83,2	6,6	96,2	142,8	60,1	81,7	119,0	60,8	18,4	68,0	62,7	72,3	93,0	38,0	41,0	48,4

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al debito dei singoli paesi.

- 1) Dati relativi agli Euro 17. Debito lordo delle amministrazioni pubbliche in valore nominale consolidato tra sottosettori dell'amministrazione. Le quote detenute da amministrazioni pubbliche non residenti non sono consolidate. I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati. Dati parzialmente stimati.
- 2) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 3) Comprende i residenti di paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 4) Esclude il debito detenuto dalle amministrazioni pubbliche del paese il cui governo ha emesso il debito stesso.

6.3 Variazione del debito ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: per fonte, strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Fonte della variazione			Strumenti finanziari				Detentori			
		Fabbisogno ²⁾	Effetti di rivalutazione ³⁾	Altre variazioni in volume ⁴⁾	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ⁵⁾	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri creditori ⁶⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	2,1	2,7	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	0,7	1,6	0,0	-0,5	0,0	2,1
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,4	0,8	0,8	2,7
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	0,4	-0,2	0,3	2,7
2005	3,3	3,0	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,3	-0,1	0,5	3,6
2006	1,7	1,4	0,1	0,1	0,2	0,3	-0,3	1,5	-0,1	1,1	-1,3	1,8
2007	1,2	1,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,3	1,1	-0,5	-0,3	-0,2	1,7
2008	5,3	5,1	0,1	0,0	0,1	0,5	2,6	2,0	0,7	1,1	-0,5	4,5
2009	7,2	7,4	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,8	2,9	2,2	0,8	4,3
2010	7,8	7,9	-0,1	0,0	0,0	3,3	-0,6	5,1	4,7	4,0	1,5	3,1

2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	Variazione del debito	Disavanzo (-)/ avanzo (+) ⁷⁾	Raccordo disavanzo-debito ⁸⁾											
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalu- tazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume	Altro ⁹⁾
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli ¹⁰⁾	Azioni e altri titoli di capitale	Dismis- sioni	Apporti di capitale				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,4	0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-3,0	0,2	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	0,7	0,6	0,3	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,1
2006	1,7	-1,4	0,3	0,3	0,3	-0,1	0,3	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,3
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	-2,0	3,2	3,0	0,8	0,7	0,7	0,9	-0,1	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0
2009	7,2	-6,3	0,9	1,1	0,4	0,0	0,3	0,5	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,0
2010	7,8	-6,0	1,9	2,4	0,3	0,5	1,3	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,4

Fonte: BCE.

- 1) Dati relativi agli Euro 17 e 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) Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.
- 8) Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- 9) Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
- 10) Esclusi gli strumenti finanziari derivati.

6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate trimestrali

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale		Imposte in conto capitale		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004 4° trim.	48,3	47,3	12,9	14,2	16,2	2,3	0,7	1,0	0,4	43,6
2005 1° trim.	42,5	42,0	10,0	13,1	15,3	2,1	0,6	0,5	0,3	38,5
2° trim.	44,5	43,9	11,6	13,2	15,1	2,2	1,1	0,6	0,3	40,1
3° trim.	43,7	43,0	11,1	13,0	15,2	2,1	0,8	0,7	0,3	39,7
4° trim.	48,2	47,5	13,3	14,1	16,1	2,2	0,9	0,8	0,3	43,8
2006 1° trim.	42,9	42,5	10,3	13,4	15,1	2,1	0,8	0,4	0,3	39,0
2° trim.	45,6	45,1	12,2	13,5	15,1	2,2	1,4	0,5	0,3	41,0
3° trim.	43,9	43,4	11,6	13,0	15,1	2,1	0,8	0,5	0,3	40,0
4° trim.	48,6	48,0	14,0	14,2	15,8	2,2	0,9	0,6	0,3	44,3
2007 1° trim.	42,6	42,2	10,3	13,5	14,8	2,0	0,9	0,4	0,3	38,8
2° trim.	45,9	45,4	12,7	13,5	15,0	2,2	1,4	0,4	0,3	41,4
3° trim.	43,9	43,4	12,2	12,8	14,8	2,1	0,8	0,5	0,3	40,0
4° trim.	48,9	48,3	14,4	14,1	15,7	2,2	1,0	0,6	0,3	44,5
2008 1° trim.	42,8	42,5	10,7	13,0	14,8	2,1	1,1	0,3	0,2	38,7
2° trim.	45,3	44,9	12,6	12,8	15,0	2,2	1,5	0,4	0,3	40,7
3° trim.	43,5	43,1	12,0	12,5	15,0	2,0	0,8	0,4	0,3	39,7
4° trim.	48,3	47,8	13,6	13,6	16,3	2,3	1,1	0,5	0,3	43,8
2009 1° trim.	42,7	42,5	10,3	12,5	15,5	2,3	1,1	0,2	0,2	38,5
2° trim.	44,8	44,2	11,5	12,6	15,6	2,3	1,4	0,6	0,5	40,2
3° trim.	42,8	42,5	11,0	12,3	15,5	2,2	0,7	0,3	0,3	39,0
4° trim.	48,0	47,3	12,7	13,8	16,4	2,4	0,9	0,7	0,5	43,4
2010 1° trim.	42,3	42,1	10,1	12,5	15,5	2,3	0,9	0,2	0,3	38,3
2° trim.	44,7	44,2	11,5	12,9	15,3	2,4	1,3	0,5	0,3	40,0
3° trim.	43,1	42,8	10,9	13,0	15,2	2,2	0,7	0,3	0,3	39,3
4° trim.	47,8	47,1	12,7	13,7	16,4	2,4	1,0	0,7	0,3	43,0

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

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale			Disavanzo (-)/ avanzo (+)	Disavanzo (-)/ avanzo primario (+)
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004 4° trim.	50,2	45,0	11,0	5,8	2,9	25,4	21,9	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,9	1,0
2005 1° trim.	47,2	43,5	10,2	4,7	3,1	25,5	21,8	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,8	-1,6
2° trim.	46,3	43,0	10,2	5,0	3,2	24,6	21,4	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,8	1,3
3° trim.	45,8	42,4	9,9	4,8	3,0	24,7	21,4	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,1	0,9
4° trim.	49,9	45,0	11,1	5,8	2,8	25,3	21,8	1,3	4,8	3,1	1,7	-1,6	1,1
2006 1° trim.	45,8	42,6	10,0	4,6	3,0	25,1	21,6	1,1	3,2	1,9	1,3	-2,9	0,1
2° trim.	45,7	42,5	10,2	4,9	3,1	24,2	21,2	1,1	3,2	2,3	1,0	-0,1	3,0
3° trim.	45,4	41,9	9,8	4,7	2,9	24,5	21,2	1,2	3,4	2,5	1,0	-1,5	1,5
4° trim.	49,8	44,4	10,7	5,8	2,7	25,2	21,6	1,4	5,4	3,2	2,2	-1,2	1,5
2007 1° trim.	44,8	41,5	9,8	4,5	3,0	24,3	20,9	1,1	3,2	2,0	1,2	-2,1	0,8
2° trim.	44,9	41,7	9,9	4,9	3,2	23,7	20,8	1,1	3,2	2,3	0,9	0,9	4,1
3° trim.	44,7	41,2	9,5	4,8	3,0	24,0	20,8	1,2	3,4	2,5	0,9	-0,8	2,2
4° trim.	49,6	44,5	10,7	5,8	2,8	25,2	21,4	1,5	5,1	3,4	1,7	-0,8	2,1
2008 1° trim.	45,2	42,0	9,7	4,7	3,0	24,6	20,9	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,4	0,6
2° trim.	45,7	42,3	10,1	5,0	3,3	24,0	20,9	1,1	3,4	2,4	1,0	-0,4	2,8
3° trim.	45,7	42,1	9,6	4,8	3,1	24,5	21,4	1,2	3,6	2,5	1,0	-2,3	0,8
4° trim.	51,5	46,3	11,0	6,1	2,8	26,4	22,4	1,4	5,2	3,5	1,7	-3,2	-0,4
2009 1° trim.	49,1	45,6	10,5	5,3	2,9	26,9	23,0	1,3	3,5	2,2	1,2	-6,4	-3,5
2° trim.	50,5	46,4	10,9	5,5	3,0	27,0	23,4	1,3	4,1	2,8	1,3	-5,7	-2,7
3° trim.	49,6	45,7	10,3	5,3	2,9	27,3	23,6	1,4	3,9	2,7	1,2	-6,8	-3,9
4° trim.	54,4	49,0	11,6	6,5	2,6	28,4	24,1	1,5	5,4	3,4	1,9	-6,4	-3,8
2010 1° trim.	50,2	46,6	10,6	5,2	2,8	28,1	23,8	1,4	3,6	2,0	1,5	-7,9	-5,1
2° trim.	49,3	45,9	10,7	5,5	2,9	26,8	23,3	1,3	3,4	2,4	1,2	-4,7	-1,8
3° trim.	49,4	45,2	10,1	5,2	2,9	27,0	23,3	1,3	4,1	2,4	1,7	-6,2	-3,3
4° trim.	53,0	47,9	11,2	6,3	2,6	27,9	23,9	1,6	5,1	3,1	2,1	-5,2	-2,7

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

- 1) I dati si riferiscono agli Euro 17. 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. I dati non sono destagionalizzati.
- 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
2008 1° trim.	67,2	2,2	11,4	4,9	48,7
2° trim.	67,5	2,2	11,4	4,9	49,0
3° trim.	67,6	2,1	11,3	5,5	48,7
4° trim.	70,0	2,3	11,4	6,7	49,6
2009 1° trim.	73,7	2,3	11,7	7,9	51,8
2° trim.	76,8	2,4	12,1	8,4	53,9
3° trim.	78,6	2,4	12,3	9,2	54,8
4° trim.	79,5	2,5	12,5	8,6	56,0
2010 1° trim.	81,3	2,4	12,7	8,4	57,8
2° trim.	82,6	2,4	13,3	8,1	58,9
3° trim.	82,7	2,4	13,2	8,2	58,9
4° trim.	85,3	2,4	15,4	7,7	59,7

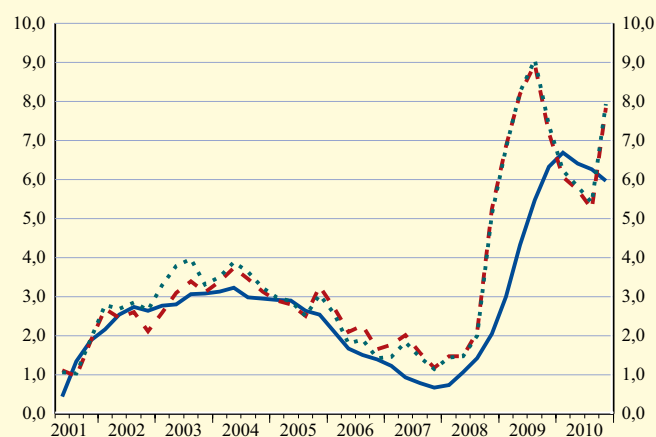
2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	Variazione del debito	Disavanzo (-) avanzo (+)	Raccordo disavanzo-debito								Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche					Effetti di rivalutazione e altre variazioni di volume	Altro	
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli	Azioni e altri titoli di capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008 1° trim.	6,1	-2,4	3,7	3,3	2,0	0,0	0,9	0,3	-0,2	0,6	6,2
2° trim.	3,8	-0,4	3,3	3,9	1,9	0,3	1,3	0,5	0,1	-0,7	3,7
3° trim.	2,0	-2,3	-0,2	-0,7	-1,5	0,0	0,3	0,6	0,4	0,0	1,6
4° trim.	9,1	-3,2	6,0	5,5	0,6	2,5	0,4	2,1	0,1	0,3	9,0
2009 1° trim.	12,8	-6,4	6,4	6,8	5,2	-0,1	1,0	0,8	-0,5	0,1	13,3
2° trim.	9,1	-5,7	3,3	3,2	2,3	-0,6	0,3	1,2	-0,4	0,5	9,4
3° trim.	4,9	-6,8	-2,0	-2,8	-3,2	0,6	0,0	-0,2	0,2	0,6	4,7
4° trim.	2,3	-6,4	-4,0	-2,5	-2,7	-0,1	0,1	0,2	-0,2	-1,3	2,6
2010 1° trim.	8,2	-7,9	0,3	0,8	0,8	0,0	-0,3	0,3	-0,3	-0,2	8,5
2° trim.	7,6	-4,7	3,0	3,4	2,0	1,2	-0,2	0,4	-0,1	-0,3	7,7
3° trim.	3,0	-6,2	-3,3	-2,9	-2,3	-0,6	-0,1	0,1	0,0	-0,3	3,0
4° trim.	12,4	-5,2	7,1	7,9	0,8	1,5	5,7	-0,2	0,0	-0,7	12,4

F30 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito

(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)

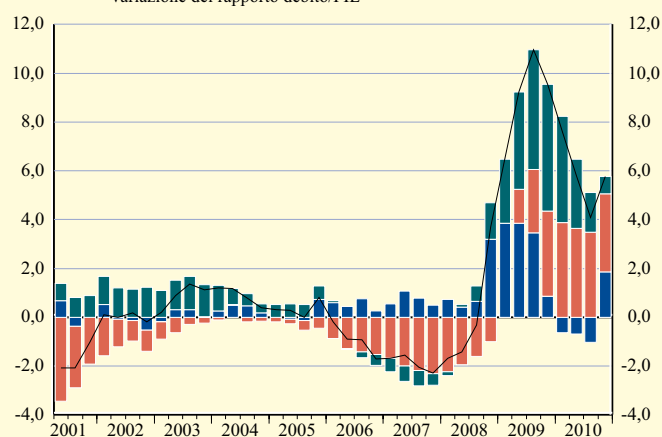
— disavanzo
— variazione del debito
... fabbisogno



F3I 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) Dati relativi agli Euro 17. I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati.

2) I dati sulle consistenze nel trimestre *t* sono espressi in percentuale della somma del PIL nel trimestre *t* e nei tre trimestri precedenti.



TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

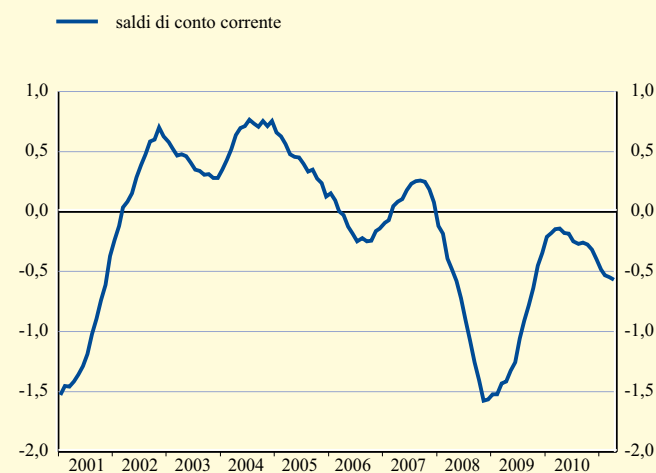
7.1 Bilancia dei pagamenti ¹⁾

(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
2008	-142,4	-22,5	41,1	-63,3	-97,7	9,2	-133,2	141,5	-236,0	283,3	-82,9	180,5	-3,4	-8,3
2009	-25,7	37,5	33,8	-6,4	-90,6	6,6	-19,1	10,0	-109,4	270,7	37,2	-193,1	4,6	9,2
2010	-36,7	20,7	41,0	1,8	-100,2	7,7	-28,9	34,4	-78,6	143,2	8,0	-28,1	-10,2	-5,4
2010 1° trim.	-17,9	1,6	4,4	11,1	-35,1	2,5	-15,5	16,0	-45,2	24,9	2,7	38,2	-4,6	-0,6
2° trim.	-18,6	3,3	11,7	-14,8	-18,8	1,7	-16,9	25,4	-29,8	93,7	1,9	-41,4	1,0	-8,5
3° trim.	-6,2	8,2	14,6	1,4	-30,4	1,0	-5,1	3,9	-30,8	-17,1	2,4	54,3	-5,0	1,3
4° trim.	6,0	7,6	10,3	4,0	-15,9	2,5	8,5	-10,9	27,2	41,6	1,0	-79,2	-1,6	2,4
2011 1° trim.	-31,6	-11,3	6,1	4,9	-31,3	2,5	-29,1	28,6	-20,9	159,6	-6,7	-92,4	-11,1	0,6
2010 apr.	-4,2	1,4	3,0	-1,1	-7,5	-0,6	-4,8	5,1	-18,4	41,5	-4,2	-13,7	-0,1	-0,3
mag.	-16,0	-1,5	3,7	-12,8	-5,4	1,8	-14,2	20,3	-3,8	51,6	-0,2	-27,2	-0,1	-6,2
giu.	1,7	3,3	5,0	-0,8	-5,9	0,5	2,1	-0,1	-7,6	0,6	6,3	-0,5	1,1	-2,0
lug.	5,5	7,2	5,4	2,3	-9,4	1,4	6,9	0,4	-0,6	-25,1	-1,4	30,7	-3,1	-7,4
ago.	-7,1	-3,8	4,0	2,5	-9,8	0,3	-6,8	2,3	-26,9	0,3	4,7	25,8	-1,6	4,6
set.	-4,6	4,8	5,2	-3,4	-11,2	-0,7	-5,2	1,2	-3,2	7,8	-1,0	-2,2	-0,2	4,1
ott.	4,0	6,4	2,9	3,3	-8,6	-0,2	3,8	-3,1	-27,7	14,0	-5,2	16,0	-0,2	-0,7
nov.	-3,6	-0,1	3,5	-1,0	-6,0	0,6	-2,9	15,8	45,2	14,2	1,6	-45,2	0,0	-12,9
dic.	5,6	1,3	3,9	1,6	-1,3	2,1	7,6	-23,6	9,8	13,5	4,6	-50,1	-1,3	15,9
2011 gen.	-20,8	-14,1	1,5	0,1	-8,2	0,4	-20,4	18,3	6,5	-18,1	-2,7	38,3	-5,7	2,1
feb.	-8,9	-0,6	2,3	2,9	-13,5	2,2	-6,7	7,4	-22,0	97,3	-2,3	-66,6	1,0	-0,7
mar.	-2,0	3,5	2,3	1,9	-9,6	0,0	-2,0	2,8	-5,4	80,4	-1,7	-64,1	-6,4	-0,8
apr.	-6,5	-3,6	2,6	1,0	-6,6	0,1	-6,5	5,1	-27,0	47,7	0,6	-22,1	5,9	1,3
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2011 apr.	-52,6	2,8	42,4	-2,3	-95,6	8,4	-44,2	46,9	-62,9	284,1	3,4	-167,1	-10,6	-2,6
<i>flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>														
2011 apr.	-0,6	0,0	0,5	0,0	-1,0	0,1	-0,5	0,5	-0,7	3,1	0,0	-1,8	-0,1	0,0

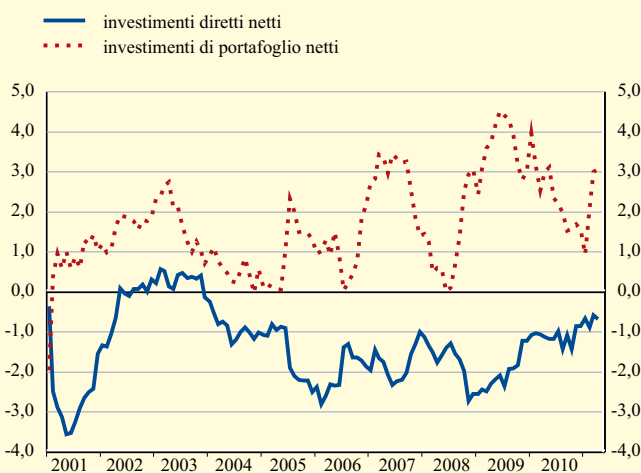
F32 B.d.p. dell'area dell'euro: conto corrente

(dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



F33 B.d.p. dell'area dell'euro: investimenti diretti e di portafoglio

(flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



Fonte:

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

7.2 Conto corrente e conto capitale

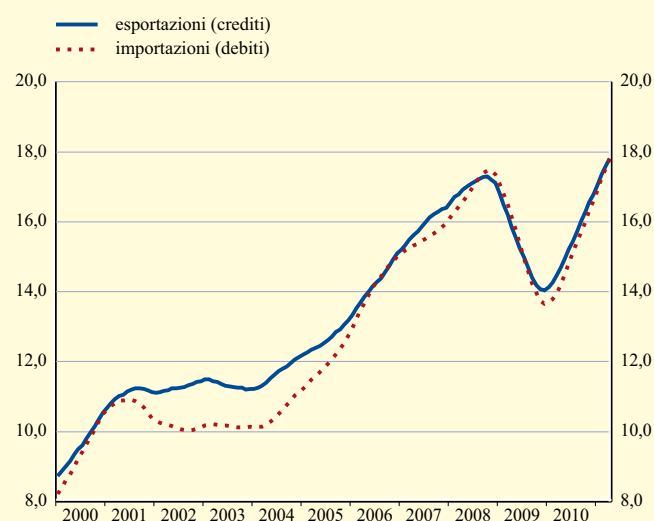
(miliardi di euro; transazioni)

1. Conto corrente e conto capitale: principali voci

	Conto corrente												Conto capitale		
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti					
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		Crediti	Debiti	
											Rimesse dei lavoratori	Rimesse dei lavoratori			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2008	2.720,2	2.862,6	-142,4	1.590,2	1.612,8	514,4	473,3	524,3	587,6	91,2	6,9	188,9	21,5	24,5	15,2
2009	2.292,9	2.318,6	-25,7	1.303,6	1.266,0	473,9	440,2	421,5	427,9	93,9	6,4	184,5	22,5	20,6	14,0
2010	2.593,3	2.630,0	-36,7	1.564,3	1.543,6	515,1	474,0	426,3	424,5	87,7	6,3	187,9	22,0	22,2	14,5
2010 1° trim.	588,6	606,5	-17,9	350,1	348,5	113,2	108,9	103,4	92,3	21,7	1,5	56,8	5,1	5,5	3,0
2° trim.	647,3	665,8	-18,6	388,7	385,4	128,9	117,2	110,8	125,5	18,9	1,7	37,7	5,2	4,8	3,1
3° trim.	661,2	667,3	-6,2	403,2	395,0	138,5	123,9	103,9	102,5	15,6	1,7	46,0	5,8	4,8	3,8
4° trim.	696,3	690,3	6,0	422,3	414,7	134,4	124,1	108,2	104,2	31,4	1,6	47,3	6,0	7,1	4,5
2011 1° trim.	675,9	707,5	-31,6	424,1	435,4	120,9	114,8	104,4	99,5	26,5	.	57,9	.	5,1	2,6
2011 feb.	220,4	229,3	-8,9	137,7	138,4	37,4	35,1	32,9	30,0	12,4	.	25,9	.	3,0	0,8
mar.	246,3	248,3	-2,0	158,9	155,4	42,7	40,4	39,4	37,5	5,3	.	14,9	.	0,9	0,9
apr.	223,6	230,1	-6,5	140,4	143,9	41,1	38,5	36,1	35,1	6,0	.	12,6	.	1,1	1,0
	Dati destagionalizzati														
2010 3° trim.	657,1	665,2	-8,2	395,6	390,3	129,7	118,7	108,0	108,6	23,8	.	47,6	.	.	.
4° trim.	669,5	685,6	-16,0	408,8	408,8	130,8	120,4	105,6	109,7	24,4	.	46,7	.	.	.
2011 1° trim.	700,1	715,2	-15,1	436,7	438,5	132,2	120,0	107,9	108,9	23,4	.	47,8	.	.	.
2011 feb.	233,2	239,7	-6,5	146,9	148,8	42,9	39,4	35,4	35,5	8,0	.	16,0	.	.	.
mar.	235,3	238,3	-3,0	146,4	144,5	44,5	40,0	37,5	37,7	7,1	.	16,1	.	.	.
apr.	233,7	238,8	-5,1	146,3	150,4	43,7	40,9	36,1	32,5	7,6	.	14,9	.	.	.
	flussi cumulati sui 12 mesi														
2011 apr.	2.695,0	2.747,3	-52,3	1.650,6	1.648,7	523,0	480,3	428,1	430,8	93,3	.	187,5	.	.	.
	flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL														
2011 apr.	29,1	29,6	-0,6	17,8	17,8	5,6	5,2	4,6	4,6	1,0	.	2,0	.	.	.

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

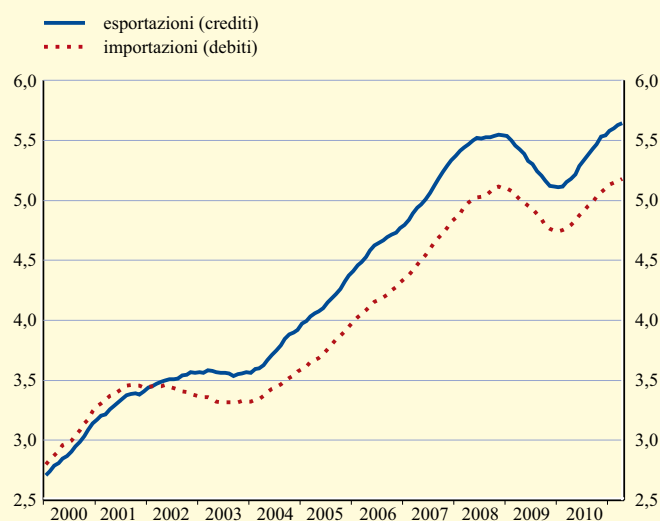
(dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

F35 B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei servizi

(dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



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				
													Utili reinvestiti	Utili reinvestiti		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2008	21,1	13,1	503,2	574,5	141,1	-5,2	115,8	17,8	31,3	26,7	39,3	111,1	119,1	128,5	172,4	192,3
2009	21,9	13,8	399,6	414,1	145,6	16,2	98,6	12,0	24,9	24,2	27,4	77,2	98,7	120,8	102,9	93,4
2010	23,1	13,8	403,2	410,7	170,4	0,4	111,4	16,6	22,4	20,1	29,9	85,8	97,6	122,7	82,9	70,7
2009 4° trim.	5,9	4,1	97,4	93,7	40,2	1,6	27,0	-0,1	6,5	5,6	6,1	13,9	22,8	28,5	21,9	18,8
2010 1° trim.	5,8	2,7	97,6	89,6	42,6	2,7	25,9	5,8	5,5	4,4	6,0	12,3	23,1	30,2	20,5	16,8
2° trim.	5,5	3,3	105,3	122,3	44,9	-8,9	28,7	-3,5	5,8	5,2	9,8	39,5	24,3	31,7	20,5	17,2
3° trim.	5,5	3,9	98,4	98,5	40,8	9,5	28,8	7,9	5,3	4,7	7,6	17,0	24,9	31,3	19,8	16,7
4° trim.	6,3	3,9	101,9	100,4	42,1	-2,9	28,0	6,5	5,9	5,8	6,6	17,1	25,3	29,5	22,1	19,9

3. Scomposizione per area geografica (transazioni cumulate)

dal 1° trim. 2010 al 4° trim. 2010	Totale	Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro						Brasile	Canada	Cina	India	Giappone	Russia	Svizzera	Stati Uniti	Altri
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Crediti																
Conto corrente	2.593,3	862,1	48,7	79,4	407,9	268,3	57,8	46,8	34,1	117,5	36,7	54,8	93,1	196,4	346,2	805,7
Beni	1.564,3	500,2	30,6	52,7	207,4	209,3	0,2	26,7	18,2	96,0	27,2	34,8	68,2	101,4	183,9	507,7
Servizi	515,1	164,1	10,7	13,6	104,3	29,2	6,2	8,2	7,7	15,4	7,3	12,3	16,3	52,1	75,6	156,1
Redditi	426,3	138,8	6,8	11,6	85,7	26,4	8,3	11,6	7,3	5,7	2,0	6,7	8,0	34,6	81,1	130,6
Redditi da capitale	403,2	132,0	6,7	11,5	84,1	25,7	4,0	11,6	7,2	5,7	1,9	6,6	8,0	24,0	79,3	126,9
Trasferimenti correnti	87,7	59,1	0,6	1,5	10,4	3,5	43,0	0,3	0,9	0,4	0,3	1,0	0,6	8,3	5,5	11,3
Conto capitale	22,2	19,1	0,0	0,0	1,1	0,4	17,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,4	0,4	2,1
Debiti																
Conto corrente	2.630,0	814,5	42,2	75,0	355,1	243,0	99,2	-	29,8	-	-	92,4	-	173,3	338,2	-
Beni	1.543,6	431,0	27,6	46,5	162,1	194,8	0,0	26,0	12,7	202,1	23,4	50,1	105,0	86,2	130,9	476,3
Servizi	474,0	136,6	7,8	11,2	84,9	32,4	0,2	4,8	6,5	12,5	5,1	9,7	10,3	44,0	98,9	145,7
Redditi	424,5	134,6	6,3	15,8	96,0	11,3	5,2	-	8,6	-	-	31,9	-	34,8	101,4	-
Redditi da capitale	410,7	126,6	6,2	15,7	94,6	4,9	5,2	-	8,4	-	-	31,8	-	34,4	100,5	-
Trasferimenti correnti	187,9	112,3	0,5	1,5	12,1	4,5	93,8	1,4	2,1	3,1	0,8	0,6	0,8	8,3	7,1	51,4
Conto capitale	14,5	2,5	0,0	0,1	1,2	0,3	0,9	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,5	1,4	9,2
Saldo																
Conto corrente	-36,7	47,7	6,5	4,4	52,8	25,3	-41,4	-	4,3	-	-	-37,6	-	23,1	8,0	-
Beni	20,7	69,2	3,1	6,1	45,3	14,5	0,2	0,7	5,5	-106,1	3,8	-15,2	-36,8	15,2	52,9	31,4
Servizi	41,0	27,5	2,9	2,5	19,4	-3,2	6,0	3,4	1,3	3,0	2,2	2,5	6,0	8,1	-23,3	10,4
Redditi	1,8	4,3	0,5	-4,2	-10,2	15,1	3,1	-	-1,3	-	-	-25,2	-	-0,3	-20,2	-
Redditi da capitale	-7,5	5,4	0,5	-4,3	-10,5	20,8	-1,2	-	-1,3	-	-	-25,1	-	-10,5	-21,1	-
Trasferimenti correnti	-100,2	-53,3	0,1	0,0	-1,6	-1,0	-50,7	-1,1	-1,2	-2,7	-0,5	0,4	-0,2	0,0	-1,5	-40,0
Conto capitale	7,7	16,6	0,0	-0,1	-0,1	0,1	16,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-1,0	-7,1

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)

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)														
2007	13.992,8	15.266,8	-1.274,0	155,0	169,1	-14,1	3.726,7	3.221,9	4.631,1	6.538,1	-28,9	5.316,7	5.506,8	347,2
2008	13.331,7	14.983,0	-1.651,3	144,1	162,0	-17,9	3.889,7	3.320,2	3.727,6	5.938,3	-29,8	5.370,1	5.724,4	374,2
2009	13.733,3	15.203,2	-1.469,9	153,4	169,8	-16,4	4.262,0	3.478,6	4.226,3	6.737,2	-45,4	4.830,9	4.987,5	459,6
2010 2° trim.	14.925,7	16.152,1	-1.226,4	164,8	178,4	-13,5	4.583,5	3.604,6	4.627,9	7.137,6	-46,1	5.177,2	5.409,9	583,3
3° trim.	14.747,4	16.124,8	-1.377,4	161,6	176,7	-15,1	4.556,9	3.573,6	4.641,8	7.277,0	-55,4	5.051,8	5.274,3	552,2
4° trim.	15.001,4	16.191,9	-1.190,6	163,2	176,2	-13,0	4.615,0	3.609,1	4.809,7	7.358,2	-75,2	5.060,8	5.224,7	591,2
Variazioni nelle consistenze														
2006	1.545,9	1.845,3	-299,4	18,0	21,5	-3,5	363,3	284,6	485,1	889,8	0,6	691,2	670,9	5,7
2007	1.608,0	1.858,8	-250,9	17,8	20,6	-2,8	572,8	486,8	258,7	591,3	-8,1	763,3	780,7	21,4
2008	-661,1	-283,8	-377,3	-7,1	-3,1	-4,1	163,0	98,3	-903,5	-599,7	-0,9	53,3	217,6	27,0
2009	401,6	220,2	181,4	4,5	2,5	2,0	372,4	158,3	498,7	798,8	-15,6	-539,2	-737,0	85,4
2010 3° trim.	-178,3	-27,3	-151,0	-7,8	-1,2	-6,6	-26,6	-31,0	13,9	139,4	-9,3	-125,3	-135,6	-31,0
4° trim.	254,0	67,1	186,9	10,6	2,8	7,8	58,1	35,5	167,9	81,2	-19,8	8,9	-49,6	39,0
Transazioni														
2007	1.940,3	1.943,2	-3,0	21,5	21,5	0,0	512,9	422,5	439,5	566,3	66,9	915,8	954,4	5,1
2008	406,6	548,1	-141,5	4,4	5,9	-1,5	328,8	92,8	-7,2	276,1	82,9	-1,2	179,3	3,4
2009	-166,8	-156,8	-10,0	-1,9	-1,8	-0,1	325,3	215,9	84,3	355,0	-37,2	-534,6	-727,7	-4,6
2010	439,4	473,8	-34,4	4,8	5,2	-0,4	166,5	87,9	140,7	283,9	-8,0	130,0	101,9	10,2
2010 3° trim.	81,1	84,9	-3,9	3,5	3,7	-0,2	28,1	-2,6	53,2	36,1	-2,4	-2,8	51,5	5,0
4° trim.	49,8	38,9	10,9	2,1	1,6	0,5	7,1	34,3	42,9	84,5	-1,0	-0,8	-80,0	1,6
2011 1° trim.	134,8	163,1	-28,3	5,9	7,1	-1,2	53,6	31,4	29,2	185,4	3,9	37,1	-53,6	11,1
2010 dic.	-109,5	-133,0	23,6	.	.	.	0,0	9,8	-19,6	-6,1	-4,6	-86,7	-136,7	1,3
2011 gen.	140,4	158,7	-18,3	.	.	.	26,3	32,8	39,5	21,4	2,7	66,2	104,6	5,7
feb.	39,0	46,4	-7,4	.	.	.	8,7	-13,4	-1,9	95,4	2,3	31,0	-35,6	-1,0
mar.	-40,3	-37,5	-2,8	.	.	.	18,6	13,3	-8,7	71,7	1,7	-58,4	-122,5	6,4
apr.	146,1	151,2	-5,1	.	.	.	40,6	13,6	-5,0	42,7	-0,6	117,0	94,8	-5,9
Altre variazioni														
2006	-182,3	123,3	-305,6	-2,1	1,4	-3,6	-54,7	26,2	-35,2	183,4	0,0	-96,9	-86,3	4,4
2007	-332,3	-84,4	-247,9	-3,7	-0,9	-2,7	59,9	64,3	-180,8	25,1	-75,1	-152,6	-173,8	16,3
2008	-1.067,7	-831,9	-235,8	-11,5	-9,0	-2,5	-165,8	5,5	-896,3	-875,8	-83,8	54,5	38,3	23,7
2009	568,4	377,0	191,4	6,3	4,2	2,1	47,1	-57,6	414,4	443,9	21,6	-4,6	-9,3	89,9
Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio														
2006	-343,3	-228,5	-114,8	-4,0	-2,7	-1,3	-72,1	-4,2	-151,6	-101,1	.	-105,7	-123,2	-13,9
2007	-521,9	-339,5	-182,4	-5,8	-3,8	-2,0	-104,1	-17,1	-217,4	-146,9	.	-186,7	-175,5	-13,7
2008	-39,4	55,1	-94,5	-0,4	0,6	-1,0	-20,1	-9,6	6,8	47,4	.	-35,4	17,3	9,2
2009	-45,8	-49,7	3,9	-0,5	-0,6	0,0	-4,8	1,7	-28,4	-27,5	.	-10,1	-23,9	-2,5
Altre variazioni dovute a oscillazioni dei prezzi														
2006	288,6	298,4	-9,8	3,4	3,5	-0,1	45,4	33,5	226,0	264,9	0,0	.	.	17,1
2007	78,7	113,4	-34,7	0,9	1,3	-0,4	45,2	5,8	77,3	107,6	-75,1	.	.	31,3
2008	-1.021,5	-1.018,4	-3,1	-11,0	-11,0	0,0	-154,5	-94,8	-812,8	-923,6	-75,8	.	.	21,5
2009	622,1	494,0	128,1	6,9	5,5	1,4	137,9	44,5	402,2	449,5	35,9	.	.	46,1
Altre variazioni dovute ad altre rettifiche														
2006	-128,1	56,7	-184,7	-1,5	0,7	-2,2	-28,3	-1,6	-109,6	19,8	.	8,7	38,4	1,2
2007	110,8	155,1	-44,3	1,2	1,7	-0,5	119,2	76,0	-40,8	64,4	.	33,7	14,7	-1,3
2008	3,5	155,5	-152,0	0,0	1,7	-1,6	3,8	109,0	-81,8	-12,3	.	88,7	58,8	-7,1
2009	52,3	-39,6	91,9	0,6	-0,4	1,0	-48,5	-100,9	46,0	34,3	.	5,6	27,0	49,2
Tassi di crescita delle consistenze														
2006	16,1	14,8	-	.	.	.	15,1	10,6	13,6	13,7	.	20,5	18,8	0,3
2007	15,6	14,3	-	.	.	.	15,8	15,1	10,0	9,4	.	20,2	20,2	1,6
2008	2,9	3,6	-	.	.	.	8,9	2,9	-0,5	4,4	.	-0,1	3,3	1,0
2009	-1,3	-1,1	-	.	.	.	8,4	6,6	2,2	5,9	.	-10,0	-12,6	-1,2
2010 3° trim.	3,3	3,2	-	.	.	.	5,3	3,7	3,0	4,0	.	2,1	1,7	1,7
4° trim.	3,1	3,1	-	.	.	.	3,8	2,5	3,2	4,1	.	2,7	2,0	2,0
2011 1° trim.	2,6	2,7	-	.	.	.	3,9	3,4	2,3	5,4	.	1,7	-1,4	2,8

Fonte: BCE.

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

7.3 Conto finanziario

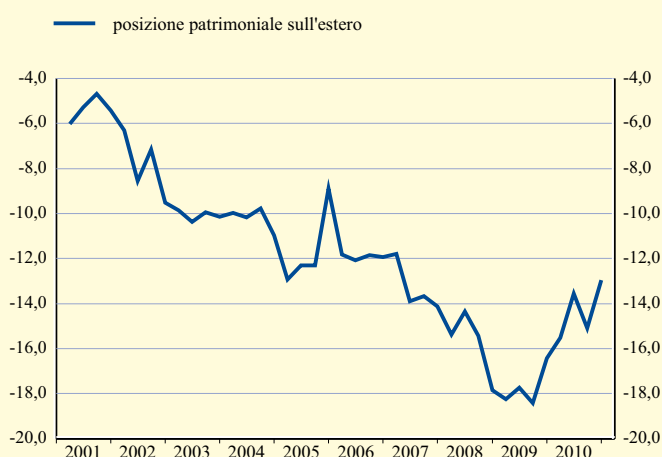
(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni e altre variazioni nel periodo)

2. Investimenti diretti

	All'estero da residenti						Nell'area dell'euro da non residenti					
	Totale			Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale		
	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
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)												
2008	3.889,7	3.016,6	214,5	2.802,2	873,0	13,1	859,9	3.320,2	2.360,4	67,1	2.293,2	959,8
2009	4.262,0	3.291,0	228,5	3.062,4	971,1	14,7	956,4	3.478,6	2.531,3	78,2	2.453,1	947,3
2010 3° trim.	4.556,9	3.497,5	243,2	3.254,3	1.059,4	15,7	1.043,7	3.573,6	2.721,9	82,9	2.639,0	851,7
4° trim.	4.615,0	3.522,0	247,6	3.274,4	1.093,0	16,0	1.077,0	3.609,1	2.721,8	86,4	2.635,4	887,3
Transazioni												
2008	328,8	195,4	9,3	186,1	133,4	-0,3	133,7	92,8	57,7	-8,2	65,9	35,0
2009	325,3	234,1	18,2	215,9	91,1	2,4	88,8	215,9	216,4	8,6	207,8	-0,5
2010	166,5	51,6	7,6	44,0	114,9	1,3	113,6	87,9	136,8	8,0	128,8	-48,9
2010 3° trim.	28,1	34,3	0,9	33,4	-6,2	0,2	-6,4	-2,6	32,5	2,4	30,1	-35,2
4° trim.	7,1	-28,0	0,9	-28,9	35,1	0,3	34,8	34,3	-8,6	2,0	-10,5	42,9
2011 1° trim.	53,6	41,8	5,0	36,8	11,7	0,1	11,7	31,4	15,4	0,2	15,2	16,0
2010 dic.	0,0	-15,3	0,9	-16,3	15,3	0,1	15,2	9,8	11,1	0,2	10,9	-1,3
2011 gen.	26,3	32,4	0,5	32,0	-6,2	0,2	-6,4	32,8	6,3	0,3	6,0	26,4
feb.	8,7	1,8	0,2	1,6	6,8	-0,1	6,9	-13,4	3,0	0,2	2,7	-16,3
mar.	18,6	6,6	4,4	2,3	12,0	-0,1	12,1	13,3	6,1	-0,4	6,5	7,2
apr.	40,6	37,0	5,8	31,2	3,7	0,7	3,0	13,6	6,8	0,4	6,4	6,8
Tassi di crescita												
2008	8,9	6,6	4,1	6,9	17,9	-1,2	18,2	2,9	2,4	-13,1	2,8	4,3
2009	8,4	7,7	8,5	7,7	10,5	18,3	10,3	6,6	9,3	12,8	9,2	-0,1
2010 3° trim.	5,3	4,3	4,0	4,4	8,6	10,7	8,6	3,7	9,2	12,2	9,1	-10,3
4° trim.	3,8	1,5	3,3	1,4	11,7	8,6	11,8	2,5	5,4	10,1	5,2	-5,1
2011 1° trim.	3,9	2,2	2,6	2,2	9,5	7,1	9,5	3,4	3,3	8,5	3,1	-27,7

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

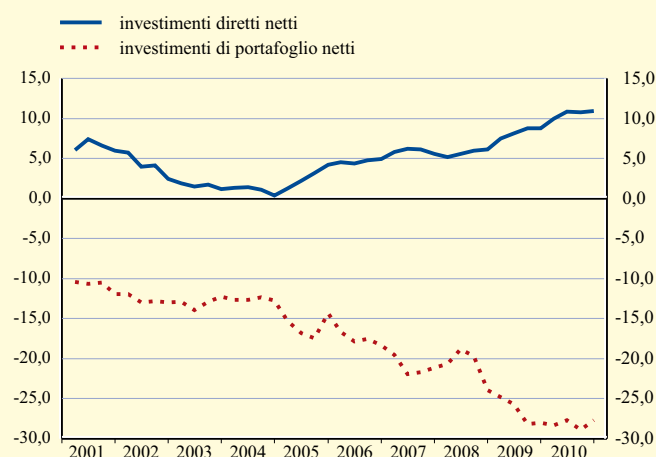
(importi in essere a fine periodo; in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

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

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



7.3 Conto finanziario

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

3. Investimenti di portafoglio: attività

	Totale	Azioni e altre partecipazioni					Strumenti di debito									
							Obbligazioni e note					Strumenti di mercato monetario				
		Totale	IFM	Euro-sistema	non IFM	Ammini-strazioni pubbliche	Totale	IFM	Euro-sistema	non IFM	Ammini-strazioni pubbliche	Totale	IFM	Euro-sistema	non IFM	Ammini-strazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)																
2008	3.727,6	1.128,6	68,4	3,0	1.060,2	27,1	2.164,2	964,8	20,3	1.199,4	18,6	434,8	358,1	61,7	76,7	1,3
2009	4.226,3	1.488,7	76,2	3,4	1.412,5	34,4	2.339,5	917,5	17,1	1.422,0	36,5	398,1	327,3	44,9	70,8	2,0
2010 3° trim.	4.641,8	1.699,8	88,8	3,4	1.611,0	42,0	2.551,6	893,7	17,0	1.657,8	40,4	390,5	316,8	49,0	73,7	0,5
4° trim.	4.809,7	1.900,9	96,9	3,6	1.804,0	45,3	2.510,8	800,7	15,6	1.710,1	77,1	398,0	312,9	41,7	85,1	0,2
Transazioni																
2008	-7,2	-98,0	-35,7	0,6	-62,3	0,0	80,7	41,0	3,2	39,7	2,6	10,1	34,9	14,9	-24,8	0,4
2009	84,3	46,8	-3,2	0,0	50,0	1,5	30,2	-98,3	-3,8	128,5	17,5	7,2	11,8	-12,8	-4,5	0,9
2010	140,7	81,0	8,4	-0,2	72,6	1,9	103,7	-123,6	-1,2	227,3	51,4	-44,0	-56,5	-10,8	12,5	-1,9
2010 3° trim.	53,2	10,6	1,8	0,0	8,8	-1,3	59,7	6,0	-0,1	53,7	-2,1	-17,1	-7,5	7,2	-9,6	0,3
4° trim.	42,9	42,7	2,8	0,0	39,9	-0,7	0,1	-97,3	-0,5	97,4	53,4	0,1	-13,2	-9,5	13,3	-0,3
2011 1° trim.	29,2	-0,8	-8,2	0,1	7,4	.	27,7	13,0	1,0	14,7	.	2,3	-4,3	2,0	6,6	.
2010 dic.	-19,6	9,3	-2,7	0,1	11,9	.	-14,8	-12,3	-0,4	-2,5	.	-14,0	-16,5	-7,2	2,5	.
2011 gen.	39,5	-6,1	-4,1	0,0	-2,1	.	37,5	31,2	0,1	6,2	.	8,1	1,7	3,1	6,5	.
feb.	-1,9	4,7	-3,2	0,1	7,9	.	2,7	-4,4	0,4	7,2	.	-9,3	-9,8	-0,8	0,5	.
mar.	-8,7	0,6	-0,9	0,0	1,5	.	-12,6	-13,9	0,5	1,3	.	3,3	3,8	-0,2	-0,5	.
apr.	-5,0	13,5	3,6	0,0	9,8	.	-6,4	-11,0	0,2	4,6	.	-12,1	-15,9	-2,6	3,8	.
Tassi di crescita																
2008	-0,5	-5,9	-27,6	24,6	-4,2	-0,1	3,6	4,2	20,1	3,1	15,4	2,7	11,9	41,1	-27,7	65,9
2009	2,2	3,4	-5,1	-0,7	3,9	5,4	1,3	-10,0	-18,9	10,5	93,7	1,1	2,6	-22,1	-6,0	68,4
2010 3° trim.	3,0	5,2	7,8	-7,5	5,1	8,5	5,0	-4,7	-7,1	11,6	-7,8	-14,9	-17,3	-2,6	-2,4	-67,9
4° trim.	3,2	5,1	10,9	-5,2	4,8	5,2	4,3	-13,4	-6,8	15,2	121,3	-10,4	-16,1	-23,6	18,4	-91,3
2011 1° trim.	2,3	2,6	-9,8	-2,7	3,3	.	3,2	-12,3	-1,8	12,5	.	-4,8	-12,2	-7,4	32,1	.

4. Investimenti di portafoglio: passività

	Totale	Azioni e altre partecipazioni			Strumenti di debito							
					Obbligazioni e note				Strumenti di mercato monetario			
		Totale	IFM	non IFM	Totale	IFM	non IFM	Ammini-strazioni pubbliche	Totale	IFM	non IFM	Ammini-strazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)												
2008	5.938,3	2.185,3	616,9	1.568,4	3.372,6	1.198,8	2.173,8	1.426,8	380,4	62,0	318,4	269,9
2009	6.737,2	2.751,8	686,6	2.065,1	3.460,8	1.132,1	2.328,7	1.477,1	524,6	67,7	456,9	422,3
2010 3° trim.	7.277,0	2.942,9	670,5	2.272,4	3.810,1	1.173,9	2.636,2	1.740,7	523,9	99,5	424,4	377,8
4° trim.	7.358,2	3.147,1	654,2	2.492,9	3.735,6	1.160,8	2.574,8	1.704,3	475,5	81,1	394,4	358,2
Transazioni												
2008	276,1	-84,6	84,5	-169,1	177,8	6,8	171,0	154,3	182,9	-33,1	216,0	192,8
2009	355,0	111,8	2,2	109,6	123,3	7,7	115,5	93,4	119,9	-13,5	133,3	155,5
2010	283,9	147,5	-5,8	153,2	134,4	45,7	88,7	187,1	2,1	45,1	-43,0	-33,4
2010 3° trim.	36,1	39,7	15,8	23,9	-37,4	16,1	-53,5	-28,5	33,8	23,5	10,3	11,7
4° trim.	84,5	77,0	-9,3	86,3	33,2	26,6	6,6	36,4	-25,7	-3,5	-22,2	-16,7
2011 1° trim.	185,4	75,7	1,8	73,9	60,3	44,5	15,8	.	49,4	49,9	-0,6	.
2010 dic.	-6,1	28,6	-14,3	42,9	17,8	17,6	0,2	.	-52,5	-5,4	-47,1	.
2011 gen.	21,4	9,0	-0,2	9,2	0,9	33,0	-32,1	.	11,5	13,4	-2,0	.
feb.	95,4	36,9	5,9	31,0	30,9	9,9	21,0	.	27,7	24,0	3,7	.
mar.	71,7	33,1	-3,7	36,8	28,9	1,4	27,5	.	9,7	12,2	-2,5	.
apr.	42,7	-28,5	3,6	-32,1	71,5	13,7	57,7	.	-0,3	15,0	-15,3	.
Tassi di crescita												
2008	4,4	-3,7	14,9	-8,1	5,9	0,7	9,2	13,8	78,0	-24,7	218,2	269,4
2009	5,9	4,8	0,4	6,6	3,6	0,7	5,3	6,6	31,8	-28,6	41,8	58,1
2010 3° trim.	4,0	4,1	-0,7	5,7	3,3	2,0	3,9	10,4	8,9	148,4	-4,7	-3,8
4° trim.	4,1	5,2	-0,9	7,1	3,8	3,9	3,8	12,4	0,4	70,5	-9,5	-8,1
2011 1° trim.	5,4	7,4	1,6	9,0	3,5	6,8	2,0	.	8,9	76,5	-3,5	.

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

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

5. Altri investimenti: attività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
2008	5.370,1	28,8	27,8	1,0	3.272,5	3.213,2	59,2	90,8	12,3	42,6	8,8	1.977,9	188,9	1.595,6	431,7
2009	4.830,9	30,2	29,8	0,4	2.835,9	2.805,4	30,5	109,2	8,4	63,6	11,4	1.855,6	192,4	1.478,8	398,1
2010 3° trim.	5.051,8	25,0	24,4	0,6	2.963,2	2.930,7	32,5	115,9	8,3	69,1	11,0	1.947,7	207,9	1.528,3	438,0
4° trim.	5.060,8	32,6	32,0	0,7	2.970,4	2.937,9	32,5	152,9	8,4	104,7	15,9	1.904,9	213,3	1.505,0	428,1
	Transazioni														
2008	-1,2	-9,4	-9,5	0,0	-42,6	-59,2	16,6	-5,7	-1,1	-5,9	-4,7	56,6	-0,3	48,3	-21,9
2009	-534,6	0,1	0,0	0,1	-421,7	-401,2	-20,5	10,7	-0,4	9,3	1,2	-123,7	1,0	-129,3	-50,8
2010	130,0	-2,9	-2,9	0,0	8,4	-0,5	9,0	39,6	-0,2	38,8	4,8	84,9	11,8	63,1	29,1
2010 3° trim.	-2,8	1,5	1,6	-0,1	-15,8	-14,6	-1,2	-4,0	-0,1	-4,1	-2,4	15,5	2,3	17,1	11,2
4° trim.	-0,8	6,1	6,0	0,1	-28,0	-27,6	-0,4	34,6	0,0	34,6	4,8	-13,5	2,2	-20,4	-6,7
2011 1° trim.	38,8	2,5	.	.	62,5	.	.	-6,9	.	.	-3,1	-19,3	.	.	4,9
2010 dic.	-86,7	6,9	.	.	-85,8	.	.	3,8	.	.	1,7	-11,6	.	.	-9,8
2011 gen.	66,2	-0,5	.	.	59,4	.	.	-5,9	.	.	-4,3	13,3	.	.	18,1
feb.	31,0	3,0	.	.	41,4	.	.	0,3	.	.	2,0	-13,7	.	.	-5,7
mar.	-58,4	0,0	.	.	-38,3	.	.	-1,2	.	.	-0,8	-18,9	.	.	-7,5
apr.	117,0	5,6	.	.	95,4	.	.	1,7	.	.	-0,3	14,2	.	.	4,4
	Tassi di crescita														
2008	-0,1	-26,2	-26,9	1,0	-1,3	-1,8	23,6	-6,0	-8,8	-12,3	-35,8	3,1	-0,2	3,2	-5,9
2009	-10,0	-0,3	-1,4	24,1	-12,8	-12,4	-36,9	11,2	-3,5	18,9	12,0	-6,5	0,5	-8,4	-13,1
2010 3° trim.	2,1	-13,4	-13,1	-22,0	1,0	0,8	21,4	11,1	-3,2	17,9	9,1	3,5	5,3	3,3	-0,8
4° trim.	2,7	-13,1	-12,9	-9,9	0,4	0,1	28,2	35,4	-2,7	59,2	41,5	4,5	5,9	4,3	7,4
2011 1° trim.	1,7	22,6	.	.	0,5	.	.	37,1	.	.	69,7	1,3	.	.	6,7

6. Altri investimenti: passività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2008	5.724,4	482,9	482,6	0,3	3.762,9	3.708,8	54,1	62,3	0,0	58,0	4,3	1.416,3	178,2	1.059,7	178,4
2009	4.987,5	252,0	251,6	0,4	3.398,9	3.360,4	38,6	71,6	0,0	67,3	4,4	1.264,9	175,1	911,3	178,5
2010 3° trim.	5.274,3	249,2	247,5	1,8	3.606,5	3.559,3	47,3	92,0	0,0	86,4	5,6	1.326,5	185,5	948,4	192,7
4° trim.	5.224,7	268,9	265,8	3,0	3.507,2	3.456,0	51,3	138,8	0,0	133,3	5,4	1.309,7	191,1	955,6	163,0
Transazioni															
2008	179,3	281,0	280,9	0,1	-174,7	-186,0	11,3	9,3	0,0	10,6	-1,3	63,7	9,0	46,7	8,0
2009	-727,7	-233,1	-233,3	0,2	-353,2	-341,9	-11,4	12,5	0,0	12,4	0,1	-153,8	-5,5	-125,7	-22,6
2010	101,9	8,9	6,3	2,6	-3,0	-9,6	6,6	64,4	0,0	63,7	0,7	31,6	10,2	4,5	16,9
2010 3° trim.	51,5	-2,6	-3,6	1,0	1,9	6,0	-4,1	5,3	0,0	5,4	-0,1	46,9	1,0	34,9	11,0
4° trim.	-80,0	17,3	16,0	1,3	-105,1	-108,5	3,5	45,8	0,0	45,5	0,3	-38,1	2,4	-34,8	-5,7
2011 1° trim.	-53,6	9,6	.	.	-77,7	.	.	28,5	.	.	.	-14,0	.	.	.
2010 dic.	12,9	4,2	.	.	9,4	.	.	15,9	.	.	.	-16,6	.	.	.
2011 gen.	-136,7	12,9	.	.	-152,0	.	.	22,9	.	.	.	-20,5	.	.	.
feb.	104,6	7,1	.	.	64,0	.	.	13,6	.	.	.	19,9	.	.	.
mar.	-35,6	4,6	.	.	-17,1	.	.	7,2	.	.	.	-30,4	.	.	.
apr.	-122,6	-2,1	.	.	-124,6	.	.	7,7	.	.	.	-3,6	.	.	.
Tassi di crescita															
2008	3,3	141,1	141,2	.	-4,4	-4,7	18,2	17,7	.	22,5	-23,2	4,8	5,3	4,6	5,9
2009	-12,6	-48,0	-48,1	.	-9,4	-9,2	-20,3	19,8	.	21,0	1,9	-10,8	-3,4	-11,8	-11,8
2010 3° trim.	1,7	-8,2	-8,6	.	0,5	0,4	11,3	18,2	.	17,8	26,9	6,2	4,5	5,4	11,8
4° trim.	2,0	3,4	2,4	.	0,0	-0,2	17,2	87,9	.	93,5	10,8	2,4	5,7	0,3	9,4
2011 1° trim.	-1,4	9,4	.	.	-5,1	.	.	113,1	.	.	.	0,0	.	.	.

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
							Presso autorità monetarie e la BRI	Presso banche	Totale	Azioni	Obbligazioni e note	Strumenti di mercato monetario					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)																
2007	347,2	201,0	353,688	4,6	3,6	138,0	7,2	22,0	108,5	0,4	87,8	20,3	0,3	0,0	44,3	-38,5	5,3
2008	374,2	217,0	349,207	4,7	7,3	145,1	7,6	8,1	129,5	0,6	111,3	17,6	0,0	0,0	262,8	-245,7	5,5
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 2° trim.	583,3	351,9	347,156	56,3	16,3	158,8	9,2	13,0	136,8	0,6	110,8	25,5	-0,3	0,0	32,7	-24,2	56,7
3° trim.	552,2	332,3	346,994	53,3	15,3	151,3	7,9	15,7	127,2	0,5	106,9	19,8	0,4	0,0	26,2	-22,6	53,7
4° trim.	591,2	366,2	346,962	54,2	15,8	155,0	7,7	16,1	131,3	0,5	111,2	19,5	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5
2011 apr. mag.	571,6	358,5	346,987	50,0	21,3	141,8	5,4	16,5	119,4	-	-	-	0,6	0,0	22,0	-21,6	51,4
	592,7	370,6	346,988	50,8	22,5	148,8	4,5	15,7	128,4	-	-	-	0,2	0,0	21,7	-23,5	52,4
	Transazioni																
2007	5,1	-3,2	-	0,3	-0,9	8,8	1,0	1,6	6,2	0,0	14,5	-8,3	0,0	0,0	-	-	-
2008	3,4	-2,7	-	-0,1	3,8	2,4	5,0	-15,7	11,8	0,1	15,8	-4,1	1,3	0,0	-	-	-
2009	-4,6	-2,0	-	0,5	3,4	-6,4	3,1	-1,2	-9,5	0,0	-14,1	4,6	1,2	0,0	-	-	-
2010 3° trim.	5,0	0,0	-	0,0	-0,1	5,1	-0,5	3,9	1,6	0,0	5,6	-4,0	0,1	0,0	-	-	-
4° trim.	1,6	0,0	-	0,1	0,1	1,3	-0,4	-0,5	2,1	0,0	3,2	-1,1	0,1	0,0	-	-	-
2011 1° trim.	11,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Tassi di crescita																
2008	1,0	-1,3	-	-2,5	105,6	1,7	67,7	-68,9	10,8	28,0	17,9	-20,6	-	-	-	-	-
2009	-1,2	-0,9	-	-2,6	45,5	-4,4	41,1	-21,3	-7,3	1,0	-12,8	25,3	-	-	-	-	-
2010	2,0	0,0	-	-0,1	45,4	3,6	-43,3	76,2	3,4	-5,2	10,3	-25,5	-	-	-	-	-
2010 3° trim.	1,7	0,0	-	1,0	27,8	3,2	-45,3	93,8	2,8	-5,2	9,0	-22,0	-	-	-	-	-
4° trim.	2,0	0,0	-	-0,1	45,4	3,6	-43,3	76,2	3,4	-5,2	10,3	-25,5	-	-	-	-	-
2011 1° trim.	2,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

8. Debito estero lordo

	Totale	Per strumento						Per settore (esclusi gli investimenti diretti)			
		Prestiti, banconote, monete e depositi	Strumenti di mercato monetario	Obbligazioni e note	Crediti commerciali	Altre passività	Investimenti diretti: prestiti intersocietari	Ammini- strazioni pubbliche	Eurosistema	IFM (escluso l'Eurosistema)	Altri settori
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)										
2007	9.991,0	5.144,6	240,5	2.996,3	172,6	189,6	1.247,3	1.235,4	202,1	5.228,6	2.077,6
2008	10.916,9	5.309,2	380,4	3.372,6	178,2	237,0	1.439,4	1.759,0	482,9	5.023,7	2.211,8
2009	10.413,3	4.590,5	524,6	3.460,8	175,1	221,8	1.440,4	1.971,0	252,0	4.598,7	2.151,1
2010 2° trim.	11.176,9	4.979,5	495,6	3.823,4	183,8	246,7	1.447,9	2.197,4	260,1	4.991,5	2.279,9
3° trim.	10.982,6	4.841,4	523,9	3.810,1	185,5	247,4	1.374,3	2.210,6	249,2	4.880,0	2.268,6
4° trim.	10.832,6	4.810,8	475,5	3.735,6	191,2	222,7	1.396,8	2.201,3	268,9	4.749,1	2.216,5
	Consistenze (in percentuale del PIL)										
2007	110,6	57,0	2,7	33,2	1,9	2,1	13,8	13,7	2,2	57,9	23,0
2008	118,1	57,4	4,1	36,5	1,9	2,6	15,6	19,0	5,2	54,4	23,9
2009	116,4	51,3	5,9	38,7	2,0	2,5	16,1	22,0	2,8	51,4	24,0
2010 2° trim.	123,6	55,1	5,5	42,3	2,0	2,7	16,0	24,3	2,9	55,2	25,2
3° trim.	120,5	53,1	5,7	41,8	2,0	2,7	15,1	24,3	2,7	53,5	24,9
4° trim.	118,0	52,4	5,2	40,7	2,1	2,4	15,2	24,0	2,9	51,7	24,1

Fonte: BCE.

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

7.3 Conto finanziario

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

9. Scomposizione geografica

	Totale	Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro						Canada	Cina	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
	Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2009	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
Investimenti diretti	783,5	116,5	2,3	-17,4	-125,6	257,6	-0,3	45,6	44,2	-28,9	129,7	-42,2	77,4	-0,3	441,4
All'estero	4.262,0	1.428,3	34,5	123,7	988,9	281,1	0,0	119,6	48,3	77,7	423,5	784,3	540,9	0,0	839,4
Azioni/utili reinvestiti	3.291,0	1.073,8	29,1	79,8	735,3	229,5	0,0	95,2	39,1	58,9	349,5	559,7	484,7	0,0	630,1
Debito	971,1	354,5	5,3	43,9	253,7	51,6	0,0	24,4	9,1	18,8	74,1	224,6	56,2	0,0	209,3
Nell'area dell'euro	3.478,6	1.311,8	32,2	141,1	1.114,5	23,6	0,3	73,9	4,1	106,6	293,9	826,4	463,5	0,4	398,0
Azioni/utili reinvestiti	2.531,3	1.077,5	22,7	124,7	922,7	7,2	0,3	61,0	1,1	85,5	201,0	613,4	245,4	0,2	246,4
Debito	947,3	234,3	9,5	16,5	191,9	16,4	0,1	13,0	3,0	21,1	92,9	213,0	218,1	0,2	151,6
Investimenti di portafoglio: attività	4.226,3	1.424,7	79,0	156,5	1.000,9	89,1	99,2	95,4	47,5	182,0	107,0	1.349,2	434,2	29,3	557,0
Azioni	1.488,7	296,8	8,8	28,8	245,3	13,2	0,6	28,6	45,3	85,7	92,4	469,0	193,3	1,5	275,9
Strumenti di debito	2.737,6	1.127,9	70,2	127,7	755,6	75,9	98,5	66,8	2,2	96,2	14,6	880,2	240,8	27,8	281,1
Obbligazioni e note	2.339,5	979,1	62,9	108,0	635,5	74,2	98,4	63,3	1,5	38,1	10,6	739,6	225,5	27,2	254,7
Strumenti di mercato monetario	398,1	148,8	7,3	19,6	120,0	1,7	0,1	3,5	0,7	58,1	4,0	140,7	15,4	0,6	26,3
Altri investimenti	-156,6	-107,3	49,4	6,8	-96,5	92,2	-159,3	0,3	-8,7	17,0	-118,6	-106,5	-12,4	14,1	165,6
Attività	4.830,9	2.246,0	108,6	85,4	1.847,6	187,9	16,5	26,8	31,6	95,0	238,8	687,3	591,7	61,3	852,4
Amministrazioni pubbliche	109,2	23,3	0,1	5,4	6,8	0,2	10,6	0,0	3,1	0,2	0,2	3,5	1,9	27,3	49,7
IFM	2.866,1	1.539,2	91,0	51,0	1.240,6	154,0	2,6	15,2	9,3	64,4	125,5	353,0	329,8	20,4	409,4
Altri settori	1.855,6	683,6	17,5	28,9	600,2	33,7	3,3	11,6	19,1	30,4	113,2	330,8	260,0	13,6	393,3
Passività	4.987,5	2.353,3	59,2	78,5	1.944,1	95,6	175,8	26,6	40,3	78,0	357,4	793,8	604,1	47,2	686,8
Amministrazioni pubbliche	71,6	29,4	0,1	0,4	4,4	0,0	24,5	0,1	0,1	0,5	0,2	22,1	0,3	16,9	2,2
IFM	3.650,9	1.746,4	47,7	44,2	1.486,4	71,6	96,6	19,4	19,1	45,6	270,3	500,3	499,4	27,6	522,9
Altri settori	1.264,9	577,5	11,4	34,0	453,3	24,0	54,8	7,1	21,2	32,0	86,9	271,4	104,5	2,6	161,8
dal 1° trim. 2010 al 4° trim. 2010	Transazioni cumulate														
Investimenti diretti	78,6	28,8	-0,6	0,6	6,9	22,0	-0,1	-16,4	3,2	-3,0	-12,8	18,8	15,2	-0,1	44,8
All'estero	166,5	75,1	2,4	2,4	38,8	31,4	0,0	4,9	3,0	-4,4	-2,6	27,3	1,6	0,0	61,4
Azioni/utili reinvestiti	51,6	49,9	2,4	-1,1	21,2	27,4	0,0	3,5	0,2	-3,0	-15,2	-6,2	-19,3	0,0	41,7
Debito	114,9	25,2	0,0	3,5	17,6	4,0	0,0	1,5	2,8	-1,3	12,6	33,5	20,9	0,0	19,7
Nell'area dell'euro	87,9	46,3	3,0	1,9	31,9	9,4	0,1	21,3	-0,2	-1,3	10,2	8,5	-13,5	0,1	16,6
Azioni/utili reinvestiti	136,8	30,6	1,6	4,4	21,7	2,9	0,1	23,2	1,0	1,6	-1,9	15,4	61,0	0,0	6,1
Debito	-48,9	15,7	1,5	-2,6	10,3	6,5	0,0	-1,8	-1,2	-2,9	12,1	-6,8	-74,5	0,1	10,6
Investimenti di portafoglio: attività	140,7	27,9	1,2	18,6	-11,1	9,5	9,6	-0,8	8,0	-13,2	6,1	25,6	-30,8	-0,4	118,3
Azioni	81,0	23,3	1,7	6,1	14,1	1,4	0,1	3,2	7,9	0,0	3,8	11,1	0,5	0,1	31,2
Strumenti di debito	59,7	4,7	-0,4	12,5	-25,1	8,1	9,6	-4,0	0,1	-13,3	2,3	14,5	-31,2	-0,5	87,1
Obbligazioni e note	103,7	30,6	0,1	11,9	1,0	8,2	9,4	-5,6	0,1	-0,1	1,2	23,6	-21,9	-0,5	76,3
Strumenti di mercato monetario	-44,0	-25,9	-0,5	0,6	-26,1	-0,1	0,1	1,6	0,0	-13,1	1,2	-9,1	-9,4	0,0	10,8
Altri investimenti	28,1	-23,2	2,2	-15,2	13,4	-8,8	-14,8	-3,8	2,3	-1,8	49,2	-7,7	66,5	-25,3	-28,0
Attività	130,0	39,7	2,5	3,9	25,6	5,8	1,9	0,8	8,4	6,4	10,1	16,5	51,4	-7,0	3,5
Amministrazioni pubbliche	39,6	17,3	0,6	1,1	13,2	1,8	0,5	1,6	0,0	2,4	0,8	10,7	1,6	0,6	4,7
IFM	5,5	-19,1	-1,2	-1,4	-21,0	3,8	0,7	-1,1	5,3	-0,5	4,4	-8,6	33,9	-7,6	-1,2
Altri settori	84,9	41,6	3,1	4,2	33,3	0,2	0,8	0,3	3,1	4,5	4,9	14,5	16,0	0,0	0,1
Passività	101,9	63,0	0,3	19,2	12,2	14,6	16,8	4,6	6,1	8,2	-39,1	24,2	-15,0	18,3	31,5
Amministrazioni pubbliche	64,4	49,9	0,1	0,1	45,4	0,1	4,3	0,1	0,0	-0,3	-0,1	4,9	0,2	9,6	0,1
IFM	6,0	17,3	0,8	17,1	-18,7	10,6	7,5	4,6	2,9	7,7	-34,6	-12,9	-16,1	8,6	28,5
Altri settori	31,6	-4,2	-0,6	2,0	-14,5	3,9	5,0	0,0	3,2	0,8	-4,4	32,3	0,9	0,2	2,8

Fonte: BCE.

7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti ¹⁾

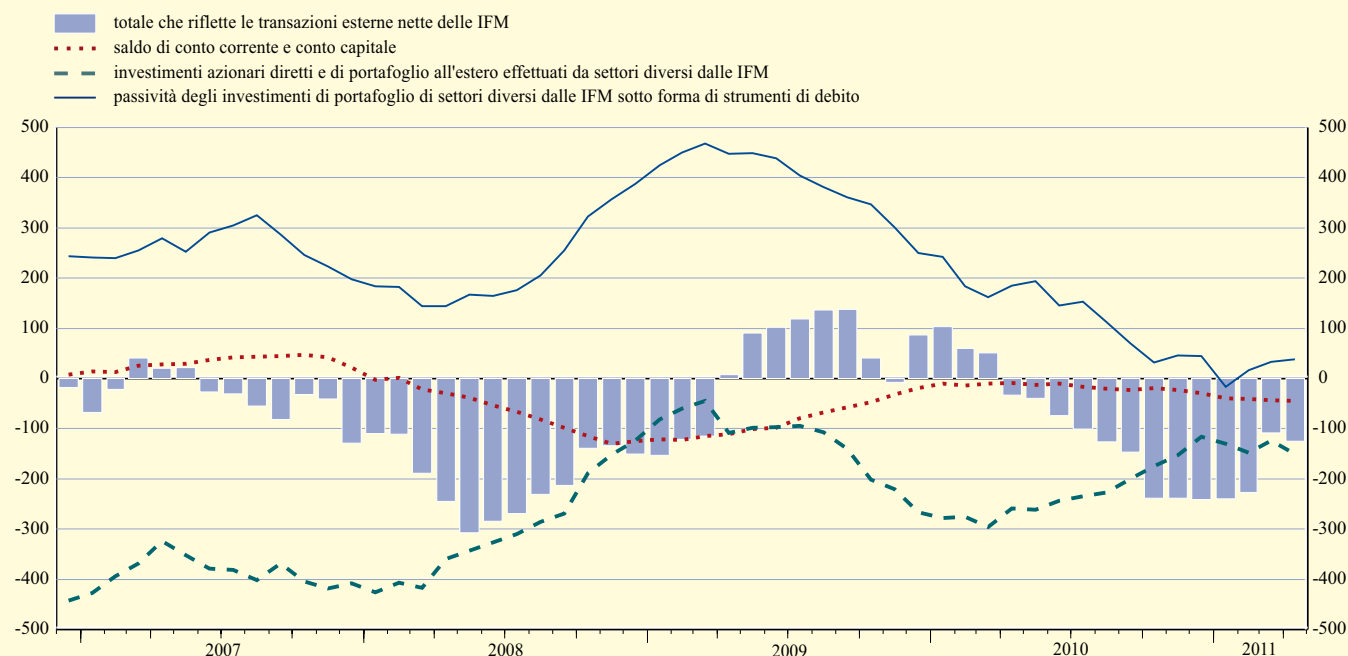
(miliardi di euro; transazioni)

Voci di bilancia dei pagamenti che riflettono le transazioni nette delle IFM

	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			
					Attività		Passività		Attività	Passività		
All'estero da residenti	Nell'area dell'euro da non residenti	Azioni	Strumenti di debito	Azioni	Strumenti di debito							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2008	-150,2	-124,8	-320,1	99,3	62,1	-14,5	-169,3	387,7	-51,3	73,3	-82,8	-9,9
2009	86,1	-19,5	-304,6	207,9	-50,0	-124,0	109,7	249,3	113,1	-141,1	37,2	8,1
2010	-240,4	-29,5	-157,6	87,3	-72,4	-239,9	153,3	44,9	-123,7	95,9	7,9	-6,5
2010 1° trim.	-80,9	-15,5	-41,0	1,1	-26,0	-44,0	26,7	27,6	-32,9	21,3	2,7	-0,9
2° trim.	-43,2	-16,9	-83,7	54,0	2,3	-41,0	16,3	76,9	-58,8	14,7	1,9	-8,9
3° trim.	-65,7	-5,3	-26,9	-5,1	-8,8	-44,1	24,0	-43,6	-11,4	52,1	2,3	1,0
4° trim.	-50,6	8,1	-6,0	37,3	-39,9	-110,7	86,4	-16,1	-20,6	7,7	1,0	2,2
2011 1° trim.	51,4	-28,0	-48,5	30,2	-7,3	-21,1	104,3	15,6	26,2	14,6	-6,7	-27,9
2010 apr.	-41,4	-4,8	-22,8	3,5	-4,4	-13,5	0,2	37,0	-26,5	-5,6	-4,2	-0,4
mag.	8,9	-14,2	-37,7	33,4	9,3	-20,6	-1,6	53,7	-46,2	39,3	-0,2	-6,3
giu.	-10,7	2,1	-23,3	17,1	-2,6	-6,9	17,6	-13,8	13,9	-18,9	6,3	-2,1
lug.	-27,9	6,9	-11,7	11,1	3,3	-28,7	-6,1	-17,4	-4,1	27,6	-1,4	-7,5
ago.	-9,1	-6,9	-8,7	-18,9	-4,2	0,4	23,3	-25,3	15,0	6,9	4,7	4,5
set.	-28,7	-5,3	-6,5	2,7	-7,9	-15,7	6,7	-0,9	-22,3	17,5	-1,0	4,1
ott.	-80,0	3,7	-11,3	-18,6	-16,3	-85,9	56,1	4,7	-12,5	6,2	-5,2	-0,9
nov.	-10,1	-3,0	4,2	39,9	-11,7	-24,8	-12,7	26,6	-16,2	-1,0	1,6	-12,9
dic.	39,4	7,4	1,1	16,1	-11,9	0,0	43,0	-47,3	8,1	2,5	4,5	16,0
2011 gen.	-26,3	-20,4	-25,6	29,6	2,1	-12,7	9,2	-34,0	-7,3	33,5	-2,7	2,1
feb.	-0,9	-6,7	-8,6	-13,1	-7,9	-7,6	31,0	24,7	13,4	-23,1	-2,3	-0,7
mar.	78,6	-2,0	-14,3	13,7	-1,5	-0,8	36,8	25,0	20,1	4,2	-1,7	-0,8
apr.	-58,5	-6,5	-34,1	13,3	-9,8	-8,4	-32,1	42,4	-15,9	-9,3	0,6	1,3
	transazioni cumulate sui dodici mesi											
2011 apr.	-125,2	-44,8	-176,4	126,1	-59,2	-211,9	171,3	38,3	-54,0	85,3	3,4	-3,3

F38 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM ¹⁾

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

7.5 Commercio di beni

1. Esportazioni e importazioni in valore e in volume, per categoria merceologica¹⁾
(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Settore manifatturiero	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Settore mani- fatturiero	Petrolio		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)												
2009	-18,1	-21,8	1.279,9	628,1	264,4	355,5	1.063,3	1.266,2	734,3	193,9	316,8	840,9	182,1
2010	20,2	22,3	1.535,0	766,0	309,0	420,3	1.271,7	1.543,5	945,0	226,2	345,6	1.014,8	245,5
2010 2° trim.	22,3	27,6	380,0	189,9	76,2	103,8	316,3	385,1	236,3	56,4	85,9	253,3	62,2
3° trim.	22,8	26,7	397,5	197,7	80,3	108,3	329,9	399,8	244,6	59,5	88,8	265,1	62,3
4° trim.	22,3	25,5	404,3	202,2	83,2	109,9	333,8	405,9	253,2	58,0	88,8	265,1	65,4
2011 1° trim.	21,2	24,1	426,6	214,3	85,5	116,0	349,4	435,2	275,4	58,8	91,5	277,3	73,7
2010 nov.	24,5	29,1	135,1	67,9	28,0	36,7	111,8	137,9	85,3	19,7	30,2	89,8	22,2
dic.	21,1	25,1	134,8	67,5	27,5	37,0	110,3	136,6	87,0	19,1	29,1	88,2	22,8
2011 gen.	27,3	30,0	140,5	70,4	27,4	38,3	114,2	144,2	90,9	20,4	30,1	90,9	25,0
feb.	22,2	26,7	142,6	71,5	28,8	38,6	117,1	145,3	91,5	19,1	30,5	92,9	22,9
mar.	15,9	17,0	143,5	72,4	29,3	39,1	118,1	145,7	93,0	19,3	30,8	93,5	25,8
apr.	15,0	17,6	144,4	.	.	.	115,9	147,3	.	.	.	91,1	.
	Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)												
2009	-16,6	-13,5	119,6	114,8	119,0	128,0	116,0	109,8	101,2	115,7	136,4	111,0	102,0
2010	14,8	10,4	136,8	132,5	137,4	143,6	134,1	120,7	113,1	129,0	142,3	127,5	100,3
2010 2° trim.	16,4	14,5	135,6	131,7	135,1	141,8	133,5	120,6	113,2	128,8	141,9	127,4	99,7
3° trim.	15,9	12,1	139,9	134,8	142,5	145,5	137,3	121,8	114,0	132,2	142,4	129,9	100,3
4° trim.	15,0	10,0	142,3	137,5	147,7	148,6	139,6	123,4	116,5	131,6	144,2	131,5	101,6
2011 1° trim.	12,9	7,8	145,7	140,9	148,3	152,2	142,6	125,1	117,9	129,7	144,4	133,3	96,5
2010 ott.	13,8	7,0	142,4	136,9	148,7	147,0	140,3	120,6	112,9	130,2	143,6	129,3	98,5
nov.	17,4	14,4	143,2	138,6	149,9	150,3	140,9	127,5	119,8	136,8	147,2	134,5	105,6
dic.	13,8	8,5	141,3	136,9	144,5	148,5	137,6	122,2	116,8	127,8	141,7	130,8	100,7
2011 gen.	18,1	12,9	144,6	140,0	143,3	150,4	140,0	125,2	118,3	134,5	141,8	130,7	102,9
feb.	13,9	10,3	145,9	140,8	149,7	151,9	143,1	126,0	118,3	127,3	145,0	134,4	91,6
mar.	8,3	1,6	146,6	142,0	152,0	154,3	144,6	124,0	116,9	127,5	146,3	134,9	95,0

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	100,0	100,0	33,1	44,5	17,9	4,5	99,2	100,0	100,0	28,4	27,9	22,1	21,6	81,1
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2009	101,5	-2,7	-4,0	0,5	0,5	-23,7	-2,6	100,2	-8,5	-4,8	2,3	0,9	-28,3	-2,4
2010	105,4	3,9	4,8	1,1	2,2	26,3	3,8	110,0	9,8	9,8	1,5	2,7	27,5	6,0
2010 3° trim.	106,3	4,6	6,7	1,6	2,8	19,6	4,5	111,1	10,8	11,9	2,9	4,0	25,8	7,3
4° trim.	106,6	5,1	7,1	2,0	2,9	21,5	5,0	112,6	11,6	13,4	2,3	5,3	25,8	8,0
2011 1° trim.	109,1	5,9	8,5	2,0	2,9	25,8	5,8	118,5	12,1	11,3	0,7	5,8	31,8	6,9
2010 dic.	107,4	5,8	7,5	2,4	3,0	27,4	5,6	115,2	13,7	14,8	2,6	6,0	32,9	9,1
2011 gen.	108,5	6,0	8,6	2,4	3,1	25,1	5,9	117,1	12,2	12,2	1,5	6,1	31,7	7,3
feb.	109,1	5,9	8,7	1,9	2,9	25,9	5,8	118,6	12,5	11,8	1,1	5,9	31,3	7,3
mar.	109,7	5,7	8,3	1,6	2,8	26,3	5,6	119,7	11,7	9,8	-0,6	5,4	32,4	6,0
apr.	110,3	5,0	7,1	1,1	2,6	25,1	4,9	119,9	9,4	6,7	-2,5	4,4	30,4	3,7
mag.	110,2	4,0	5,8	0,9	1,6	22,0	3,9	120,0	8,3	5,2	-3,5	3,4	28,6	2,2

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
	Esportazioni (f.o.b.)														
2009	1.279,9	27,3	41,5	175,3	174,6	50,1	78,9	34,8	152,4	284,4	69,0	28,6	92,0	54,3	29,5
2010	1.535,0	30,2	52,6	195,5	209,4	63,7	93,1	47,4	180,4	354,9	94,7	34,5	104,8	73,2	18,6
2009 4° trim.	330,0	6,7	10,8	45,0	45,4	12,9	19,8	9,3	37,9	75,0	18,9	7,3	23,0	14,4	7,4
2010 1° trim.	353,2	7,0	11,9	46,5	47,8	13,7	21,4	10,6	41,3	81,5	21,9	8,0	24,9	16,7	5,5
2° trim.	380,0	7,4	13,2	48,0	51,3	15,4	22,9	11,5	45,1	88,3	23,5	8,6	25,6	18,5	5,9
3° trim.	397,5	7,6	13,5	50,3	54,2	17,2	24,1	12,1	47,6	91,8	23,9	8,9	26,7	18,9	4,2
4° trim.	404,3	8,2	14,0	50,7	56,1	17,4	24,7	13,2	46,3	93,4	25,4	9,0	27,5	19,1	3,0
2011 1° trim.	426,6	8,0	15,0	53,2	59,2	18,6	25,8	15,4	49,8	99,0	28,8	9,3	28,0	20,2	0,5
2010 nov.	135,1	2,6	4,6	17,0	18,6	6,0	8,2	4,5	15,5	31,6	8,6	3,0	9,2	6,6	0,2
dic.	134,8	3,0	4,8	16,7	19,1	5,7	8,6	4,4	15,1	30,8	8,4	2,9	9,3	6,2	1,0
2011 gen.	140,5	2,6	4,9	17,6	19,2	6,0	8,3	4,8	16,5	32,1	9,3	3,1	9,4	6,3	1,8
feb.	142,6	2,7	4,9	17,6	19,8	6,3	8,5	5,1	16,6	33,4	9,6	3,1	9,3	7,0	0,0
mar.	143,5	2,7	5,2	18,0	20,1	6,3	9,0	5,5	16,7	33,5	9,8	3,1	9,3	6,9	-1,3
apr.	144,4	.	.	.	.	6,4	8,9	4,9	16,2	32,3	8,9	3,2	9,3	7,1	.
	percentuale delle esportazioni totali														
2010	100,0	2,0	3,4	12,7	13,6	4,1	6,1	3,1	11,7	23,1	6,2	2,2	6,8	4,8	1,2
	Importazioni (c.i.f.)														
2009	1.266,2	27,1	38,2	127,1	161,9	84,3	65,2	26,5	116,2	380,1	157,7	44,0	94,8	59,5	-25,4
2010	1.543,5	27,6	47,6	148,3	197,4	111,0	74,2	30,7	128,9	491,2	208,1	50,7	118,6	74,8	-48,5
2009 4° trim.	323,9	6,8	9,9	32,6	43,0	24,6	16,1	6,9	27,9	95,8	38,7	11,0	24,5	15,3	-11,2
2010 1° trim.	352,7	6,6	10,4	34,9	45,1	25,7	17,0	7,2	29,3	110,3	45,9	11,7	27,0	16,6	-10,3
2° trim.	385,1	6,9	11,9	36,5	48,8	28,3	19,5	7,6	31,7	124,6	53,2	12,7	29,9	18,1	-14,5
3° trim.	399,8	7,1	12,6	38,0	50,6	27,5	19,1	7,7	33,9	129,4	55,3	13,3	29,5	19,4	-10,1
4° trim.	405,9	7,1	12,8	39,0	52,9	29,4	18,5	8,2	34,0	126,9	53,6	13,1	32,3	20,8	-13,6
2011 1° trim.	435,2	7,3	13,2	41,6	55,9	34,4	19,3	9,0	35,9	135,2	54,6	13,7	35,6	21,4	-16,9
2010 nov.	137,9	2,3	4,3	13,2	17,7	9,7	6,2	2,7	11,4	42,9	17,7	4,6	11,7	6,9	-3,6
dic.	136,6	2,4	4,3	12,8	17,8	10,4	6,3	2,8	11,6	42,1	17,7	4,2	11,3	6,9	-5,4
2011 gen.	144,2	2,3	4,2	13,8	18,3	11,1	6,4	3,0	11,9	44,0	17,7	4,4	12,2	7,2	-4,2
feb.	145,3	2,5	4,4	13,9	18,6	10,4	6,4	3,0	12,0	44,9	18,1	4,5	12,3	7,0	-3,5
mar.	145,7	2,5	4,6	13,9	19,0	12,9	6,4	3,0	11,9	46,3	18,7	4,8	11,1	7,2	-9,1
apr.	147,3	.	.	.	.	12,1	6,4	3,0	11,8	46,4	18,6	4,4	10,3	7,3	.
	percentuale delle importazioni totali														
2010	100,0	1,8	3,1	9,6	12,8	7,2	4,8	2,0	8,4	31,8	13,5	3,3	7,7	4,8	-3,2
	Saldo														
2009	13,7	0,2	3,3	48,2	12,7	-34,2	13,7	8,3	36,2	-95,7	-88,7	-15,4	-2,8	-5,2	54,9
2010	-8,6	2,6	5,0	47,1	12,0	-47,3	18,9	16,7	51,5	-136,3	-113,4	-16,3	-13,8	-1,6	67,2
2009 4° trim.	6,1	-0,1	0,9	12,4	2,4	-11,7	3,7	2,4	9,9	-20,7	-19,8	-3,7	-1,5	-0,9	18,6
2010 1° trim.	0,5	0,5	1,5	11,6	2,7	-12,0	4,3	3,4	12,1	-28,8	-24,0	-3,8	-2,0	0,2	15,8
2° trim.	-5,1	0,5	1,3	11,5	2,5	-12,9	3,4	3,9	13,4	-36,3	-29,7	-4,0	-4,2	0,4	20,4
3° trim.	-2,3	0,6	0,9	12,4	3,6	-10,3	4,9	4,4	13,7	-37,6	-31,5	-4,4	-2,8	-0,5	14,4
4° trim.	-1,7	1,1	1,2	11,7	3,2	-12,0	6,2	5,0	12,3	-33,6	-28,2	-4,1	-4,8	-1,7	16,7
2011 1° trim.	-8,5	0,7	1,8	11,6	3,3	-15,8	6,5	6,4	14,0	-36,2	-25,8	-4,5	-7,6	-1,2	17,4
2010 nov.	-2,8	0,3	0,3	3,8	0,9	-3,7	2,1	1,8	4,1	-11,4	-9,0	-1,6	-2,5	-0,3	3,7
dic.	-1,8	0,6	0,5	3,9	1,3	-4,7	2,4	1,5	3,5	-11,4	-9,3	-1,3	-2,0	-0,7	6,5
2011 gen.	-3,7	0,4	0,7	3,8	1,0	-5,1	1,9	1,8	4,6	-11,9	-8,4	-1,4	-2,8	-0,9	6,0
feb.	-2,7	0,1	0,5	3,7	1,2	-4,1	2,1	2,1	4,7	-11,5	-8,5	-1,4	-3,0	0,0	3,5
mar.	-2,2	0,2	0,6	4,1	1,1	-6,7	2,6	2,5	4,7	-12,9	-8,9	-1,7	-1,8	-0,3	7,8
apr.	-2,9	.	.	.	.	-5,7	2,5	1,9	4,4	-14,0	-9,7	-1,1	-1,1	-0,2	.

Fonte: Eurostat.



TASSI DI CAMBIO

8.1 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

	TCE-20						TCE-40	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM reale	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2008	110,4	109,9	107,6	105,2	115,3	104,5	117,9	107,1
2009	111,7	110,6	104,9	106,3	120,7	106,3	120,6	108,0
2010	104,6	103,0	98,8	98,6	109,3	98,5	112,3	99,3
2010 2° trim.	103,1	101,8	97,4	97,4	108,3	97,3	110,4	97,9
3° trim.	102,3	100,8	96,9	96,7	106,6	95,8	109,8	97,2
4° trim.	104,4	102,4	98,7	98,0	109,1	98,2	112,1	98,7
2011 1° trim.	103,7	101,5	97,8	97,1	108,4	96,5	111,6	97,9
2° trim.	106,4	104,1	99,5	-	-	-	114,5	100,4
2010 giu.	100,6	99,4	95,2	-	-	-	107,7	95,6
lug.	102,5	101,0	97,0	-	-	-	109,9	97,5
ago.	102,1	100,6	96,6	-	-	-	109,5	97,0
set.	102,5	100,8	97,2	-	-	-	110,0	97,2
ott.	106,0	104,1	100,4	-	-	-	113,8	100,3
nov.	104,7	102,7	98,9	-	-	-	112,5	99,0
dic.	102,6	100,5	96,7	-	-	-	110,1	96,8
2011 gen.	102,4	100,3	96,7	-	-	-	110,1	96,7
feb.	103,4	101,1	97,6	-	-	-	111,4	97,6
mar.	105,2	103,0	99,0	-	-	-	113,2	99,4
apr.	107,0	104,9	100,5	-	-	-	115,0	101,0
mag.	106,0	103,7	99,2	-	-	-	114,1	100,0
giu.	106,1	103,8	98,9	-	-	-	114,4	100,1
variazione percentuale sul mese precedente								
2011 giu.	0,1	0,1	-0,2	-	-	-	0,2	0,1
variazione percentuale sull'anno precedente								
2011 giu.	5,5	4,5	3,9	-	-	-	6,2	4,7

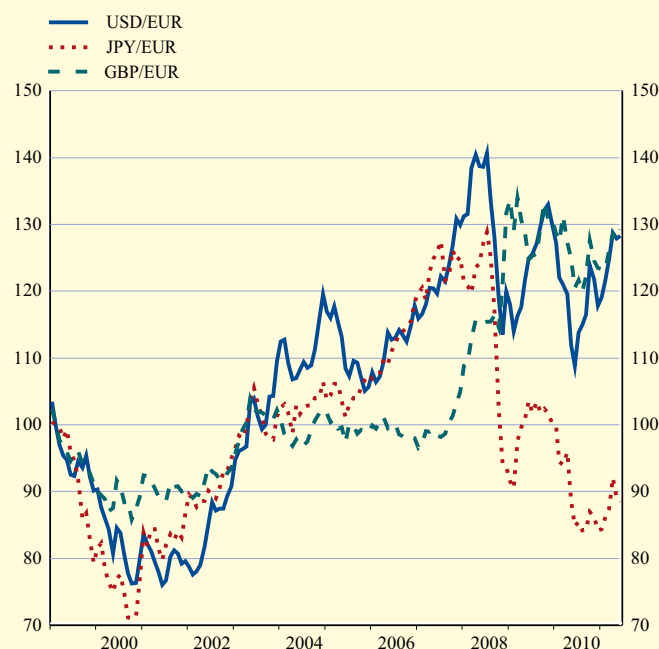
F39 Tassi di cambio effettivi

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)



F40 Tassi di cambio bilaterali

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)



Fonte: BCE.

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

8.2 Tassi di cambio bilaterali

(medie nel periodo indicato; unità di valuta nazionale per euro)

	Lev bulgaro	Corona cecca	Corona danese	Lat lettone	Litas lituano	Fiorino ungherese	Zloty polacco	Nuovo leu romeno	Corona svedese	Sterlina britannica	Kuna croata	Nuova lira turca
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2008	1,9558	24,946	7,4560	0,7027	3,4528	251,51	3,5121	3,6826	9,6152	0,79628	7,2239	1,9064
2009	1,9558	26,435	7,4462	0,7057	3,4528	280,33	4,3276	4,2399	10,6191	0,89094	7,3400	2,1631
2010	1,9558	25,284	7,4473	0,7087	3,4528	275,48	3,9947	4,2122	9,5373	0,85784	7,2891	1,9965
2010 4° trim.	1,9558	24,789	7,4547	0,7095	3,4528	275,77	3,9666	4,2888	9,2139	0,85944	7,3683	1,9897
2011 1° trim.	1,9558	24,375	7,4550	0,7049	3,4528	272,43	3,9460	4,2212	8,8642	0,85386	7,4018	2,1591
2° trim.	1,9558	24,324	7,4573	0,7092	3,4528	266,42	3,9596	4,1378	9,0153	0,88274	7,3932	2,2579
2010 dic.	1,9558	25,174	7,4528	0,7096	3,4528	277,62	3,9962	4,2929	9,0559	0,84813	7,3913	2,0159
2011 gen.	1,9558	24,449	7,4518	0,7034	3,4528	275,33	3,8896	4,2624	8,9122	0,84712	7,4008	2,0919
feb.	1,9558	24,277	7,4555	0,7037	3,4528	271,15	3,9264	4,2457	8,7882	0,84635	7,4149	2,1702
mar.	1,9558	24,393	7,4574	0,7072	3,4528	270,89	4,0145	4,1621	8,8864	0,86653	7,3915	2,2108
apr.	1,9558	24,301	7,4574	0,7092	3,4528	265,29	3,9694	4,1004	8,9702	0,88291	7,3639	2,1975
mag.	1,9558	24,381	7,4566	0,7093	3,4528	266,96	3,9404	4,1142	8,9571	0,87788	7,4052	2,2603
giu.	1,9558	24,286	7,4579	0,7091	3,4528	266,87	3,9702	4,1937	9,1125	0,88745	7,4065	2,3077
	variazione percentuale sul mese precedente											
2011 giu.	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	1,9	1,7	1,1	0,0	2,1
	variazione percentuale sull'anno precedente											
2011 giu.	0,0	-5,8	0,2	0,1	0,0	-5,2	-3,3	-1,2	-4,8	7,2	2,5	19,7
	Dollaro australiano	Real brasiliano	Dollaro canadese	Yuan renminbi cinese	Dollaro di Hong Kong	Corona islandese ¹⁾	Rupia indiana ²⁾	Rupia indonesiana	Shekel israeliano	Yen giapponese	Ringgit malese	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
2008	1,7416	2,6737	1,5594	10,2236	11,4541	143,83	63,6143	14,165,16	5,2561	152,45	4,8893	
2009	1,7727	2,7674	1,5850	9,5277	10,8114	-	67,3611	14,443,74	5,4668	130,34	4,9079	
2010	1,4423	2,3314	1,3651	8,9712	10,2994	-	60,5878	12,041,70	4,9457	116,24	4,2668	
2010 4° trim.	1,3747	2,3037	1,3757	9,0405	10,5441	-	60,9153	12,178,16	4,9154	112,10	4,2304	
2011 1° trim.	1,3614	2,2799	1,3484	9,0028	10,6535	-	61,9255	12,171,85	4,9247	112,57	4,1668	
2° trim.	1,3550	2,2960	1,3932	9,3509	11,1932	-	64,3809	12,364,41	4,9490	117,41	4,3451	
2010 dic.	1,3304	2,2387	1,3327	8,7873	10,2776	-	59,6472	11,925,21	4,7618	110,11	4,1313	
2011 gen.	1,3417	2,2371	1,3277	8,8154	10,3945	-	60,7161	12,077,47	4,7909	110,38	4,0895	
feb.	1,3543	2,2765	1,3484	8,9842	10,6312	-	62,0142	12,165,92	4,9939	112,77	4,1541	
mar.	1,3854	2,3220	1,3672	9,1902	10,9093	-	62,9526	12,263,18	4,9867	114,40	4,2483	
apr.	1,3662	2,2889	1,3834	9,4274	11,2269	-	64,1128	12,493,48	4,9573	120,42	4,3502	
mag.	1,3437	2,3131	1,3885	9,3198	11,1551	-	64,4735	12,290,33	4,9740	116,47	4,3272	
giu.	1,3567	2,2850	1,4063	9,3161	11,2021	-	64,5200	12,327,02	4,9169	115,75	4,3585	
	variazione percentuale sul mese precedente											
2011 giu.	1,0	-1,2	1,3	0,0	0,4	-	0,1	0,3	-1,1	-0,6	0,7	
	variazione percentuale sull'anno precedente											
2011 giu.	-5,2	3,6	11,0	11,9	17,8	-	13,5	10,4	4,5	4,3	9,4	
	Peso messicano	Dollaro neozelandese	Corona norvegese	Peso filippino	Rublo russo	Dollaro di Singapore	Rand sudafricano	Won sudcoreano	Franco svizzero	Baht tailandese	Dollaro statunitense	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	
2008	16,2911	2,0770	8,2237	65,172	36,4207	2,0762	12,0590	1,606,09	1,5874	48,475	1,4708	
2009	18,7989	2,2121	8,7278	66,338	44,1376	2,0241	11,6737	1,772,90	1,5100	47,804	1,3948	
2010	16,7373	1,8377	8,0043	59,739	40,2629	1,8055	9,6984	1,531,82	1,3803	42,014	1,3257	
2010 4° trim.	16,8206	1,7915	8,0499	59,240	41,7192	1,7693	9,3785	1,538,70	1,3225	40,728	1,3583	
2011 1° trim.	16,5007	1,8107	7,8236	59,876	39,9976	1,7467	9,5875	1,530,79	1,2871	41,771	1,3680	
2° trim.	16,8752	1,7992	7,8259	62,256	40,2750	1,7842	9,7852	1,559,23	1,2514	43,592	1,4391	
2010 dic.	16,3797	1,7587	7,9020	58,050	40,7385	1,7262	9,0143	1,513,74	1,2811	39,805	1,3220	
2011 gen.	16,1926	1,7435	7,8199	59,089	40,2557	1,7193	9,2652	1,495,50	1,2779	40,827	1,3360	
feb.	16,4727	1,7925	7,8206	59,558	39,9469	1,7421	9,8126	1,524,99	1,2974	41,918	1,3649	
mar.	16,8063	1,8877	7,8295	60,870	39,8061	1,7757	9,6862	1,568,05	1,2867	42,506	1,3999	
apr.	16,9211	1,8331	7,8065	62,361	40,5363	1,8024	9,7200	1,567,52	1,2977	43,434	1,4442	
mag.	16,7177	1,8024	7,8384	61,953	40,0573	1,7763	9,8461	1,555,99	1,2537	43,398	1,4349	
giu.	16,9931	1,7666	7,8302	62,468	40,2670	1,7763	9,7807	1,555,32	1,2092	43,923	1,4388	
	variazione percentuale sul mese precedente											
2011 giu.	1,6	-2,0	-0,1	0,8	0,5	0,0	-0,7	0,0	-3,6	1,2	0,3	
	variazione percentuale sull'anno precedente											
2011 giu.	9,4	0,0	-1,0	10,4	5,5	4,0	4,7	4,9	-12,2	10,8	17,9	

Fonte: BCE.

1) Il tasso di cambio più recente relativo alla corona islandese si riferisce al 3 dicembre 2008.

2) 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	Lettonia	Lituania	Ungheria	Polonia	Romania	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
IACP										
2009	2,5	0,6	1,1	3,3	4,2	4,0	4,0	5,6	1,9	2,2
2010	3,0	1,2	2,2	-1,2	1,2	4,7	2,7	6,1	1,9	3,3
2010 4° trim.	4,0	2,0	2,5	1,7	2,9	4,3	2,7	7,8	1,8	3,4
2011 1° trim.	4,5	1,9	2,6	3,8	3,2	4,3	3,6	7,5	1,3	4,1
2011 mar.	4,6	1,9	2,5	4,1	3,7	4,6	4,0	8,0	1,4	4,0
apr.	3,3	1,6	2,8	4,3	4,4	4,4	4,1	8,4	1,8	4,5
mag.	3,4	2,0	3,1	4,8	5,0	3,9	4,3	8,5	1,7	4,5
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL										
2008	1,7	-2,7	3,2	-4,2	-3,3	-3,7	-3,7	-5,7	2,2	-5,0
2009	-4,7	-5,9	-2,7	-9,7	-9,5	-4,5	-7,3	-8,5	-0,7	-11,4
2010	-3,2	-4,7	-2,7	-7,7	-7,1	-4,2	-7,9	-6,4	0,0	-10,4
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL										
2008	13,7	30,0	34,5	19,7	15,6	72,3	47,1	13,4	38,8	54,4
2009	14,6	35,3	41,8	36,7	29,5	78,4	50,9	23,6	42,8	69,6
2010	16,2	38,5	43,6	44,7	38,2	80,2	55,0	30,8	39,8	80,0
Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno; media nel periodo										
2010 dic.	5,74	3,59	2,65	8,99	5,15	7,38	5,82	7,04	2,86	3,03
2011 gen.	5,76	3,89	3,01	7,55	5,15	7,92	5,98	7,09	3,21	3,34
feb.	5,56	3,98	3,05	5,38	5,15	7,70	6,26	6,66	3,28	3,82
mar.	5,48	4,05	3,23	6,17	5,15	7,39	6,26	7,03	3,41	4,00
apr.	5,38	4,05	3,29	6,49	5,15	7,29	6,27	7,31	3,35	3,78
mag.	5,33	4,05	3,42	6,47	5,12	7,05	6,14	7,30	3,30	3,78
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno; media nel periodo										
2010 dic.	3,93	1,22	1,21	0,83	1,56	6,17	3,92	6,00	1,86	0,75
2011 gen.	3,91	1,20	1,22	0,85	1,36	6,13	4,01	5,03	2,02	0,77
feb.	3,88	1,21	1,24	0,89	1,40	6,93	4,11	5,49	2,20	0,80
mar.	3,90	1,21	1,31	0,85	1,40	6,64	4,18	5,85	2,38	0,81
apr.	3,79	1,21	1,41	0,79	1,52	6,08	4,27	5,47	2,41	0,82
mag.	3,77	1,22	1,46	0,78	1,65	6,88	4,40	5,26	2,46	0,82
PIL a prezzi costanti										
2009	-5,5	-4,1	-5,2	-18,0	-14,7	-6,7	1,6	-7,1	-5,3	-4,9
2010	0,2	2,3	1,7	-0,3	1,3	1,2	3,8	-1,3	5,7	1,4
2010 3° trim.	0,0	2,6	3,3	2,6	1,6	2,3	4,6	-2,2	6,6	2,5
4° trim.	3,8	2,7	2,6	3,5	4,6	2,6	3,9	-0,6	7,6	1,5
2011 1° trim.	3,4	2,8	1,9	3,2	6,8	2,2	4,3	1,7	6,5	1,6
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL										
2009	-7,6	-2,0	3,5	11,0	7,7	1,5	-0,5	-3,6	6,9	-1,5
2010	-0,2	-2,9	5,2	5,5	4,5	3,8	-1,7	-3,9	6,2	-3,0
2010 3° trim.	15,4	-8,2	6,8	3,2	0,0	3,6	-2,8	-1,3	5,9	-3,4
4° trim.	-6,8	-1,4	6,1	0,8	7,1	3,0	-2,8	-2,1	5,6	-2,8
2011 1° trim.	2,7	2,3	5,0	1,9	2,1	5,5	-2,0	-2,5	8,5	-2,9
Debito estero lordo in percentuale del PIL										
2008	104,9	.	177,7	129,2	71,3	122,3	57,0	56,0	205,7	441,4
2009	107,9	53,2	189,8	156,3	87,2	141,5	59,6	69,0	211,0	416,6
2010 3° trim.	103,6	55,7	201,3	162,5	89,4	143,3	66,2	74,8	198,5	431,1
4° trim.	101,8	57,4	192,0	165,2	86,0	141,1	65,9	75,9	191,7	419,4
2011 1° trim.	98,5	56,4	187,1	158,7	84,7	134,7	67,8	73,5	187,0	417,5
Costo del lavoro per unità di prodotto										
2009	12,7	3,5	4,7	-7,0	-2,8	1,9	2,2	-1,3	4,8	6,1
2010	0,8	0,6	-1,1	-10,6	-7,6	-1,1	4,8	0,8	-1,7	2,2
2010 3° trim.	-2,0	2,5	-2,3	-7,1	-5,6	-0,8	3,7	-2,7	-2,3	1,3
4° trim.	-1,9	1,3	-0,9	1,6	-3,1	-2,2	5,7	-3,9	-2,1	1,1
2011 1° trim.	1,7	0,4	-0,3	3,2	-1,3	0,3	2,7	-1,3	-3,2	0,0
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)										
2009	6,8	6,7	6,0	17,2	13,7	10,0	8,2	6,9	8,3	7,6
2010	10,2	7,3	7,4	18,7	17,8	11,1	9,6	7,4	8,4	7,8
2010 4° trim.	11,2	7,0	7,7	17,0	17,3	11,0	9,6	7,4	7,9	7,8
2011 1° trim.	11,1	6,9	7,6	16,2	16,3	11,0	9,3	7,0	7,7	7,7
2011 mar.	11,1	6,7	7,6	16,2	16,3	10,6	9,2	7,0	7,7	7,6
apr.	11,1	6,6	7,3	.	.	10,3	9,2	.	7,5	.
mag.	11,2	6,5	7,4	.	.	10,0	9,2	.	7,7	.

Fonti: BCE, Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali, Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

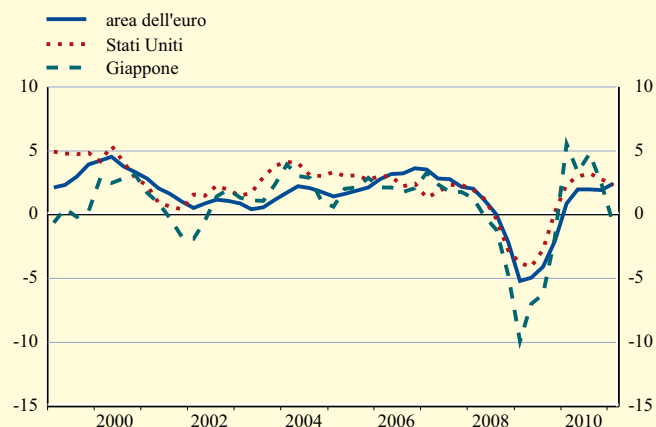
9.2 Indicatori economici e finanziari negli Stati Uniti e in Giappone

(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 (dest.)	Aggregato monetario ampio ²⁾	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi ³⁾	Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero; ³⁾ dati di fine periodo	Tasso di cambio ⁴⁾ (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo ⁵⁾ in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
2007	2,9	2,4	1,9	3,1	4,6	6,3	5,30	4,81	1,3705	-2,9	48,4
2008	3,8	2,2	0,0	-4,7	5,8	7,1	2,93	2,70	1,4708	-6,3	56,7
2009	-0,4	-1,6	-2,6	-13,5	9,3	7,9	0,69	4,17	1,3948	-11,3	68,6
2010	1,6	-1,6	2,9	5,9	9,6	2,3	0,34	3,57	1,3257	-10,6	77,4
2010 2° trim.	1,8	-1,9	3,0	7,5	9,6	1,7	0,44	3,13	1,2708	-11,1	73,3
3° trim.	1,2	-1,0	3,2	7,2	9,6	2,6	0,39	2,69	1,2910	-10,4	75,3
4° trim.	1,3	-0,7	2,8	6,6	9,6	3,2	0,29	3,57	1,3583	-10,3	77,4
2011 1° trim.	2,1	0,7	2,3	6,4	8,9	4,4	0,31	3,76	1,3680	.	.
2° trim.	.	.	.	.	.	.	0,26	3,46	1,4391	.	.
2011 feb.	2,1	-	-	6,6	8,9	4,1	0,31	3,73	1,3649	-	-
mar.	2,7	-	-	6,2	8,8	4,6	0,31	3,76	1,3999	-	-
apr.	3,2	-	-	4,8	9,0	4,9	0,28	3,55	1,4442	-	-
mag.	3,6	-	-	4,0	9,1	5,0	0,26	3,33	1,4349	-	-
giu.	.	-	-	.	.	.	0,25	3,46	1,4388	-	-
Giappone											
2007	0,1	-2,3	2,3	2,8	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	-2,4	156,2
2008	1,4	1,7	-1,2	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-2,2	162,0
2009	-1,4	1,3	-6,3	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	-8,7	180,4
2010	-0,7	-2,6	4,0	16,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	.	.
2010 2° trim.	-0,9	-1,8	3,3	21,2	5,1	2,9	0,24	1,18	117,15	.	.
3° trim.	-0,8	-3,0	4,8	14,0	5,0	2,8	0,24	1,03	110,68	.	.
4° trim.	0,1	-1,2	2,4	6,0	5,0	2,6	0,19	1,18	112,10	.	.
2011 1° trim.	0,0	.	-0,7	-2,6	4,7	2,5	0,19	1,33	112,57	.	.
2° trim.	.	.	.	.	.	.	0,20	1,18	117,41	.	.
2011 feb.	0,0	-	-	2,9	4,6	2,4	0,19	1,35	112,77	-	-
mar.	0,0	-	-	-13,1	4,6	2,6	0,20	1,33	114,40	-	-
apr.	0,3	-	-	-13,6	4,7	2,8	0,20	1,26	120,42	-	-
mag.	0,3	-	-	-5,9	.	2,7	0,20	1,22	116,47	-	-
giu.	.	-	-	.	.	.	0,20	1,18	115,75	-	-

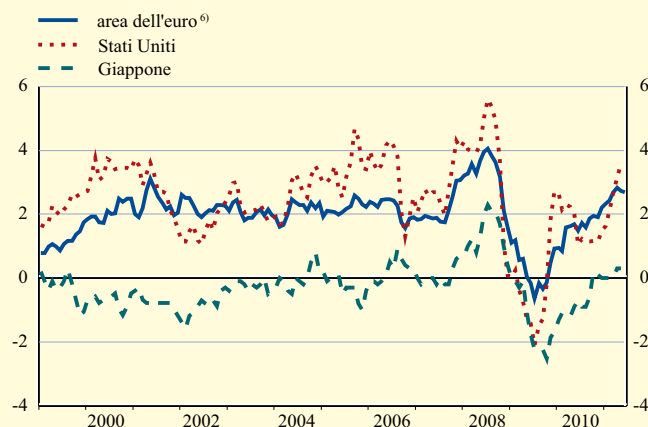
F41 PIL a prezzi costanti

(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) Medie di periodo; M2 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.
- 3) Percentuali in ragione d'anno. Per ulteriori informazioni sul tasso sui depositi interbancari a 3 mesi, cfr. la sezione 4.6.

- 4) Per ulteriori informazioni, cfr. la sezione 8.2.
- 5) Debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).
- 6) 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 destagionalizzati e non destagionalizzati	S37
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S38
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S39
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S41
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	S43
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S43
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S44
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S44
F25	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	S45
F26	<i>Spread</i> e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro	S45
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S46
F28	Occupazione: occupati e ore lavorate	S55
F29	Tasso di disoccupazione e tasso di posti vacanti	S55
F30	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	S60
F31	Debito (definizione di Maastricht)	S60
F32	B.d.p. dell'area dell'euro: conto corrente	S61
F33	B.d.p. dell'area dell'euro: investimenti diretti e di portafoglio	S61
F34	B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei beni	S62
F35	B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei servizi	S62
F36	Posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro	S65
F37	Posizione patrimoniale dell'area dell'euro per investimenti diretti e di portafoglio	S65
F38	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM	S70
F39	Tassi di cambio effettivi	S73
F40	Tassi di cambio bilaterali	S73
F41	PIL a prezzi costanti	S76
F42	Indici dei prezzi al consumo	S76



NOTE TECNICHE

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

$$(a) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

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 2008 = 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'EURO ¹⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando

X-12-ARIMA ²⁾. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette ³⁾. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

SEZIONI DA 3.1 A 3.5

UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella sezione 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per le transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle

- 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 2008) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

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).

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:

$$(l) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(m) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

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.

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

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”.

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 temporali più dettagliate e più lunghe, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu). È possibile consultare i dati nello *Statistical Data Warehouse* della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), predisposto con strumenti di ricerca e di *download*. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di *file* compressi in formato *Comma Separated Value* (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica statistics@ecb.europa.eu.

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 6 luglio 2011.

Tutte le serie che contengono osservazioni relative al 2011 si riferiscono agli Euro 17 (ovvero all'area dell'euro, inclusa l'Estonia) 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. Infine, con l'adesione dell'Estonia nel 2011, il numero dei paesi dell'area dell'euro è salito a 17.

SERIE STATISTICHE CON COMPOSIZIONE FISSA

Serie statistiche aggregate relative a composizioni fisse dell'area dell'euro si riferiscono ad una determinata composizione, invariata per l'intera serie storica, indipendentemente dall'effettiva composizione prevalente nel periodo di riferimento delle statistiche. Ad esempio, serie aggregate sono calcolate per gli Euro 17 (aggregando i dati di tutti gli attuali 17 paesi partecipanti all'area dell'euro) per tutti gli anni, indipendentemente dal fatto che l'area dell'euro abbia questa composizione solo da gennaio 2011. Salvo diversa indicazione, il Bollettino mensile della BCE contiene serie statistiche relative all'attuale composizione dell'area.

SERIE STATISTICHE CON COMPOSIZIONE EVOLUTIVA

Serie statistiche aggregate con composizione evolutiva dell'area dell'euro tengono conto della composizione dell'area dell'euro prevalente al periodo di riferimento delle statistiche. Ad esempio, serie statistiche dell'area dell'euro con composizione evolutiva aggregano i dati degli Euro 11 per il periodo fino alla fine del 2000, degli Euro 12 per il periodo dal 2001 alla fine del 2006, e così via. Seguendo questa impostazione, ciascuna serie statistica copre tutte le diverse composizioni dell'area dell'euro.

Per lo IAPC, così come per gli aggregati monetari e le loro controparti, i tassi di variazione sui dodici mesi sono compilati sulla base di indici concatenati, che collegano le serie dei paesi in ingresso nell'area con le statistiche dell'area dell'euro mediante l'indice di dicembre. Pertanto, se un paese entra nell'area dell'euro a gennaio di un certo anno, i tassi di variazione sui dodici mesi si riferiscono alla precedente composizione dell'area dell'euro, fino a dicembre dell'anno precedente incluso, e per i mesi

- 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>).

successivi alla composizione più ampia. Le variazioni percentuali sono calcolate sulla base di indici concatenati, tenendo conto della composizione evolutiva dell'area. Le variazioni assolute relative agli aggregati monetari e alle contropartite (transazioni) si riferiscono alla composizione dell'area dell'euro esistente al periodo di riferimento delle statistiche.

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, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, Svezia e Regno Unito.

Nella maggioranza dei casi, la terminologia impiegata nelle tavole è coerente con gli standard definiti a livello internazionale, come quelli del Sistema europeo dei conti (SEC 95) e il Manuale di bilancia dei pagamenti dell'FMI. Le transazioni fanno riferimento a scambi volontari (misurati direttamente o derivati), mentre i flussi includono anche variazioni delle consistenze dovuti a cambiamenti di prezzo o tasso di cambio, cancellazioni e altre variazioni.

Nelle tavole, la locuzione "fino a n anni" equivale a "non superiore a n anni".

PRINCIPALI INDICATORI

L'andamento dei principali indicatori economici per l'area dell'euro è sintetizzato in una tavola riassuntiva.

STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

La sezione 1.4 riporta le statistiche riguardanti riserva obbligatoria e fattori di liquidità. I periodi di mantenimento della riserva iniziano il giorno di regolamento della prima operazione di rifinanziamento principale (ORP) successiva alla riunione mensile in cui il Consiglio valuta la politica monetaria, per concludersi il giorno precedente la corrispondente data di regolamento del mese successivo. Le osservazioni a cadenza annuale e trimestrale si riferiscono ai valori medi dell'ultimo periodo di mantenimento delle riserve dell'anno/trimestre.

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'ul-

tima 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 conces-

si 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 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

2) G.U. L. 15 del 20.1.2009, pag. 14.

3) G.U. L. 211 dell'11.8.2007, p.8.

4) G.U. L. 15 del 20.1.2009, p.1.

assicurazione includono sia il settore assicurativo sia quello riassicurativo, mentre tra i fondi pensione rientrano solo i fondi che hanno autonomia decisionale e sono tenuti a mantenere una contabilità completa (fondi pensione autonomi). Questa sezione presenta una suddivisione geografica e settoriale delle controparti emittenti titoli non azionari, detenuti dalle società di assicurazione e dai fondi pensione.

CONTI DELL'AREA DELL'EURO

Nella Sezione 3.1 vengono riportati i conti trimestrali aggregati per l'area dell'euro. Questi forniscono informazioni esaustive sull'attività economica di famiglie (incluse le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie), società non finanziarie e pubbliche amministrazioni nonché sulle interazioni fra tali settori, l'area dell'euro e il resto del mondo. I dati riportati, non destagionalizzati e a prezzi correnti, si riferiscono all'ultimo trimestre disponibile e vengono presentati in base ad una sequenza semplificata di conti conforme al quadro di riferimento metodologico del Sistema europeo dei conti 1995.

In breve, la sequenza di conti (transazioni) include: 1) la formazione del conto dei redditi che mostra come l'attività produttiva si traduca in varie categorie di reddito; 2) l'allocatione del conto dei redditi primari, che registra entrate e spese relative a varie forme di reddito da capitale (per l'economia nel suo insieme, il saldo del conto dei redditi primari e il reddito nazionale); 3) la distribuzione secondaria del conto dei redditi, che illustra come il reddito nazionale di un settore istituzionale subisca variazioni a causa dei trasferimenti correnti; 4) l'utilizzo del conto dei redditi, che dà conto di come il reddito disponibile viene speso per consumi o risparmiato; 5) il conto capitale, che presenta come i risparmi e i trasferimenti netti di capitale vengano spesi nell'acquisizione di attività non finanziarie (il saldo del conto capitale è l'accreditamento netto/indebitamento netto); 6) il conto finanziario che registra le acquisizioni nette di attività finanziarie e la variazione netta delle passività. Dal mo-

mento che ciascuna transazione non finanziaria si riflette in una transazione finanziaria, il saldo del conto finanziario concettualmente è anch'esso pari all'accreditamento netto/indebitamento netto che risulta dal conto capitale.

Inoltre, vengono presentati i bilanci di apertura e di chiusura che forniscono una istantanea della ricchezza finanziaria di ogni singolo settore in un preciso momento. Infine, vengono riportate anche le altre variazioni nelle attività e passività finanziarie (ad esempio, quelle risultanti dall'effetto delle variazioni dei prezzi delle attività).

La copertura per settore del conto finanziario e del bilancio finanziario è più dettagliata per le società finanziarie, per le quali è presente una scomposizione fra IFM, altri intermediari finanziari (che include gli ausiliari finanziari) e società di assicurazione e fondi pensione.

La sezione 3.2 riporta i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i conti non finanziari dell'area dell'euro (ovvero, i conti precedentemente identificati con i numeri da 1 a 5) sempre in base alla sequenza di conti semplificata.

La sezione 3.3 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) per i redditi delle famiglie, per i conti della spesa e dell'accumulazione e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario e non finanziario, presentati in uno schema più analitico. Le transazioni specifiche del settore e i saldi sono disposti in maniera tale da fornire una visione più chiaramente interpretabile delle decisioni di finanziamento e di investimento delle famiglie, pur rispettando le identità contabili riportate nelle sezioni 3.1 e 3.2.

La sezione 3.4 riporta flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i redditi e i conti dell'accumulazione delle società non finanziarie, e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in maggiore analisi.

La sezione 3.5 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) e consistenze in essere per i bilanci finanziari di società di assicurazione e fondi pensione.

MERCATI FINANZIARI

Le serie statistiche sui mercati finanziari per l'area dell'euro coprono gli stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono (composizione evolutiva); fanno eccezione le statistiche sulle emissioni di titoli (sezioni da 4.1 a 4.4) per le quali i dati si riferiscono agli Euro 16 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 tas-

so 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

5) Svensson, L. E. (1994), *Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994*, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper n. 1051.

disponibili all'indirizzo internet <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>, dal quale è altresì possibile scaricare i dati giornalieri.

La sezione 4.8 riporta gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Giappone.

I PREZZI, LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area 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 sezione comprende anche dati relativi allo IAPC destagionalizzato e stime provvisorie dei prezzi amministrati basate sullo IAPC, entrambi compilati dalla BCE.

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

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.

dettagli sulla compilazione degli indici dei prezzi delle materie prime della BCE, cfr. il riquadro 1 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

Gli indicatori di costo del lavoro (tavola 5 della sezione 5.1) misurano le variazioni dei costi del lavoro per ora lavorata nell'industria (incluse le costruzioni) e nei servizi di mercato. La relativa metodologia è descritta nel Regolamento (CE) n. 450/2003 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 febbraio 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. tavola 3 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 (tavole 1, 2 e 3 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95.

I dati sugli ordinativi nell'industria (cfr. tavola 4 nella sezione 5.2) misurano gli ordini ricevuti durante il periodo di riferimento e coprono quei settori industriali che lavorano prevalentemente sulla base di ordinativi, in particolare: quello tessile, della produzione di pasta-carta e carta, chimico, della produzione di metalli, dei beni d'investimento e dei beni durevoli di consumo. I dati sono calcolati sulla base dei prezzi correnti.

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), ad esclusione del carburante per autotrazione. Le immatricolazioni di nuove autovetture si riferiscono alle immatricolazioni di autovetture sia private che commerciali.

I dati relativi alle inchieste congiunturali su consumatori e imprese (cfr. tavola 5 nella sezione 5.2) derivano da indagini svolte dalla Commissione europea.

I tassi di disoccupazione (cfr. tavola 4 nella sezione 5.3) sono rilevati in modo conforme alle raccomandazioni dell'Organizzazione internazionale del lavoro. Essi fanno riferimento alle persone in cerca di lavoro in rapporto alla forza lavoro, sulla base di criteri e definizioni armonizzate. Le stime della forza lavoro sottostanti il tasso di disoccupazione non sono uguali alla somma dei livelli di occupazione e disoccupazione riportati nella sezione 5.3.

FINANZA PUBBLICA

Le sezioni da 6.1 a 6.5 riportano le posizioni di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro. I dati, in genere consolidati, si basano sulla metodologia SEC 95. Gli aggregati annuali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni da 6.1 a 6.3, sono compilati dalla BCE sulla base di dati armonizzati forniti dalle banche centrali nazionali e aggiornati regolarmente. I dati sui disavanzi e sul debito per i paesi dell'area dell'euro possono pertanto differire da quelli utilizzati dalla Commissione europea nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi. Gli aggregati trimestrali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni 6.4 e 6.5, sono compilati dalla BCE sulla base di dati forniti dall'Eurostat e di dati nazionali.

Nella sezione 6.1 vengono presentati i dati annuali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, in base alle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000¹¹⁾, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo

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. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

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 anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. I disavanzi/avanzi riportati per i singoli paesi dell'area dell'euro corrispondono alla voce B.9 della procedura per i disavanzi eccessivi così come definita nel Regolamento (CE) n. 479/2009 del Consiglio per quanto riguarda i riferimenti al SEC 95. La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-debito – è da attribuire principalmente alle transazioni delle amministrazioni pubbliche in attività finanziarie e a effetti di valutazione dovuti al cambio. Nella sezione 6.4 vengono presentati i dati trimestrali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno 2002 sui conti trimestrali non finanziari delle amministrazioni pubbliche ¹²⁾. 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) ¹³⁾, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3) ¹⁴⁾. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p. e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione del-

la 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.

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

12) G.U. L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.

13) G.U. L. 354 del 30.11.2004, pag. 34.

14) G.U. L. 159 del 20.6.2007, pag. 48.

b.d.p. I dati precedenti vengono rivisti periodicamente o in conseguenza di cambiamenti nella metodologia di compilazione del dato alla fonte.

Nella sezione 7.2, la tavola 1 riporta anche dati di conto corrente corretti per la stagionalità. Laddove necessario, i dati sono corretti per tenere conto anche degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni bisestili e della Pasqua. La tavola 3 della sezione 7.2 e la tavola 9 della sezione 7.3 forniscono una scomposizione della b.p.d. e della posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro nei confronti dei principali paesi partner, presi singolarmente o come gruppo, operando una distinzione tra stati membri dell'UE che non hanno adottato l'euro e aree o paesi non appartenenti all'Unione europea. La scomposizione riporta inoltre le transazioni e le posizioni nei confronti delle istituzioni dell'UE (le quali, a parte la BCE, vengono trattate statisticamente come poste al di fuori dell'area dell'euro a prescindere dalla loro collocazione fisica) e, per determinate finalità, anche nei confronti di centri *offshore* e organizzazioni internazionali. 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 evo-

lutiva 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 manifatturati con i paesi partner commerciali nei periodi 1995-1997, 1998-2000, 2001-2003 e 2004-2006 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 quattro set di pesi al termine di ciascun periodo triennale. L'indice TCE risultante ha come periodo base il primo trimestre 1999.

Il gruppo di partner commerciali del TCE-20 è composto dai 10 Stati membri non appartenenti all'area dell'euro e da Australia, Canada, Cina, Corea del Sud, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Singapore, Stati Uniti e Svizzera. Il gruppo del TCE-40 comprende quelli del TCE-20 e i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Cile, Croazia, Filippine, India, Indonesia, Islanda, Israele, Malaysia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Russia, Sud Africa, Thailandia, 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.

Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei TCE, cfr. la nota metodologica e l'Occasional Paper della BCE n. 2 (*The effective exchange rates of the euro*, Luca Buldorini, Stelios Makrydakis e Christian Thimann, febbraio 2002), 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.

EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

Le statistiche sugli altri Stati membri dell'UE (cfr. sezione 9.1) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. Pertanto i dati sul conto corrente e sul conto capitale e sul debito estero lordo includono le società veicolo (*special-purpose vehicles*). I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. sezione 9.2) sono ottenuti da fonti nazionali.

ALLEGATI

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'Eurosistema ¹⁾



15 GENNAIO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, al 2,00 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento il 21 gennaio 2009. Fissa inoltre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale rispettivamente al 3,00 per cento e all'1,00 per cento, con effetto dal 21 gennaio 2009, in conformità alla decisione del 18 dicembre 2008.

5 FEBBRAIO 2009

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 al 2,00, al 3,00 e all'1,00 per cento, rispettivamente.

5 MARZO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, all'1,50 per cento, con effetto dalle operazioni con regolamento 11 marzo 2009. In aggiunta, decide di fissare i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente, al 2,50 e allo 0,50 per cento, a decorrere dall'11 marzo 2009.

Inoltre, il Consiglio direttivo decide di continuare a svolgere aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo per tutte le operazioni di rifinanziamento principali, per le operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale e per le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine regolari e supplementari, finché necessario e comunque oltre la fine del 2009. In aggiunta, il Consiglio direttivo decide di confermare la frequenza e il profilo di scadenza attuali delle operazioni a più lungo termine supplementari e delle operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale finché necessario e comunque oltre la fine del 2009.

2 APRILE 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base all'1,25%, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 aprile 2009. In aggiunta, decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi presso la banca centrale rispettivamente al 2,25% e allo 0,25%, con effetto dall'8 aprile 2009.

7 MAGGIO 2009

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 il 13 maggio 2009. Inoltre decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 50 punti base, all'1,75 per cento, con effetto dal 13 maggio 2009, e di lasciare invariato allo 0,25 per cento il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale. In aggiunta, il Consiglio direttivo decide di portare avanti la propria linea di maggior sostegno al credito. In particolare, stabilisce che l'Eurosistema condurrà operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a un anno con procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo, finalizzate all'immissione di liquidità. Infine, decide in linea di principio l'acquisto da parte dell'Eurosistema di obbligazioni garantite denominate in euro emesse all'interno dell'area.

4 GIUGNO 2009

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 il Consiglio direttivo del-

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.

la BCE stabilisce le modalità tecniche relative all'acquisto di obbligazioni garantite denominate in euro emesse all'interno dell'area, deciso il 7 maggio 2009.

2 LUGLIO, 6 AGOSTO, 3 SETTEMBRE, 8 OTTOBRE E 5 NOVEMBRE 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento.

3 DICEMBRE 2009

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. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 13 aprile 2010.

14 GENNAIO E 4 FEBBRAIO 2010

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.

4 MARZO 2010

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. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 12 ottobre 2010, nonché il ritorno alla procedure d'asta a tasso variabile per le operazioni regolari di rifi-

nanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi, a partire dall'operazione da aggiudicare il 28 aprile 2010.

8 APRILE E 6 MAGGIO 2010

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.

10 MAGGIO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide di adottare diverse misure per far fronte alle gravi tensioni nei mercati finanziari. In particolare decide di condurre interventi nei mercati dei titoli di debito dei settori pubblico e privato dell'area dell'euro (Programma relativo ai mercati dei titoli) e di adottare una procedura d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo nelle operazioni regolari di rifinanziamento a più lungo termine, con scadenza a tre mesi, a maggio e giugno 2010.

10 GIUGNO 2010

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. Decide inoltre di adottare una procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo per le regolari operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi previste per il terzo trimestre del 2010.

8 LUGLIO E 5 AGOSTO 2010

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.

2 SETTEMBRE 2010

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. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino all'11 gennaio 2011, in particolare l'adozione di una procedura d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo nelle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi.

7 OTTOBRE E 4 NOVEMBRE 2010

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.

2 DICEMBRE 2010

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 aprile 2011, decidendo in particolare di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

13 GENNAIO E 3 FEBBRAIO 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento.

3 MARZO 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 12 luglio 2011, decidendo in particolare di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

7 APRILE 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, all'1,25 per cento, con effetto dall'operazione 13 aprile 2011. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 2,00 e allo 0,50 per cento, a decorrere dal 13 aprile 2011.

5 MAGGIO 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,25, al 2,00 e allo 0,50 per cento.

9 GIUGNO 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,25, al 2,00 e allo 0,50 per cento. Ha inoltre deciso, per quanto riguarda le procedure d'asta e le modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino all'11 ottobre 2011, di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

7 LUGLIO 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, all'1,50 per cento, con effetto dall'operazione

con regolamento 13 luglio 2011. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 2,25 e allo 0,75 per cento, a decorrere dal 13 luglio 2011.



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.

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).

ni 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 generalizzato e persistente, che si autoalimenta, di una ampia gamma dei prezzi, derivante da una caduta della domanda aggregata, 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 l'Eurosistema, gli enti creditizi residenti (come definiti nella legislazione comunitaria) 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. Questi ultimi sono composti principalmente da fondi comuni monetari, ossia fondi che investono in strumenti a breve termine e a basso rischio, solitamente con scadenza pari o inferiore a un anno.

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 composti 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 in attesa, le commesse in entrata, l'occupazione, i prezzi degli *input* e i prezzi applicati alla clientela. L'indice composito per l'area dell'euro viene calcolato combinando i risultati delle indagini sul settore manifatturiero e su quello dei servizi.

Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [*Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*]: indice dei prezzi al consumo calcolato dall'Eurostat e armonizzato per tutti gli Stati membri dell'UE.

Indice del costo orario del lavoro [*hourly labour cost index*]: indice dei costi del lavoro comprendente gli stipendi e i salari lordi (in denaro e in altra natura, comprese le gratifiche) e altri costi del lavoro (contributi previdenziali a carico del datore di lavoro più le imposte relative all'occupazione corrisposte dal datore, al netto dei sussidi ricevuti) per ora effettivamente lavorata (comprese le prestazioni straordinarie).

Indice delle retribuzioni contrattuali [*index of negotiated wages*]: misura dei risultati diretti della contrattazione collettiva in termini di retribuzione di base (cioè escluse le gratifiche) a livello di area dell'euro. Si riferisce alla variazione media implicita dei salari e degli stipendi mensili.

Inflazione [*inflation*]: aumento del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

Investimenti di portafoglio [*portfolio investment*]: transazioni e/o posizioni nette dei residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai non residenti ("attività") e transazioni e/o posizioni nette dei non residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai residenti ("passività"). Sono inclusi i titoli azionari e i titoli di debito (obbligazioni e *note*, e strumenti di mercato monetario). Le transazioni sono rilevate al prezzo effettivo pagato o ricevuto, al netto di commissioni e spese. Per poter essere considerata come attività di portafoglio, la quota di partecipazione in una società deve essere equivalente a meno del 10 per cento delle azioni ordinarie o del potere di voto.

Investimenti diretti [*direct investment*]: investimenti internazionali effettuati allo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione pari almeno al 10 per cento delle quote ordinarie o dei diritti di voto). Sono inclusi le azioni, gli utili reinvestiti e il debito collegato ad operazioni intersocietarie. Il conto degli investimenti diretti rileva le transazioni/posizioni nette in attività estere da parte di residenti nell'area dell'euro ("investimenti diretti all'estero") e le transazioni/posizioni nette in attività dell'area dell'euro da parte di non residenti ("investimenti diretti nell'area dell'euro").

M1: aggregato monetario ristretto che include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

M2: aggregato monetario intermedio. Comprende M1, i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita non superiore a due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza), detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali.

M3: aggregato monetario ampio che si compone di M2 più gli strumenti negoziabili, in particolare operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito con scadenza non superiore a due anni emessi dalle IFM.

Misure di maggiore sostegno al credito [*enhanced credit support*]: misure non convenzionali adottate dalla BCE/Eurosistema durante la crisi finanziaria, intese a garantire condizioni di finanziamento e flussi creditizi migliori rispetto ai risultati ottenibili con la sola riduzione dei tassi di riferimento della BCE.

Nuovi accordi europei di cambio AEC II [*ERM II (exchange rate mechanism II)*]: accordi che definiscono l'assetto per la cooperazione nel settore delle politiche del cambio tra i paesi dell'area dell'euro e gli Stati membri dell'UE non partecipanti alla Terza fase dell'UEM.

Operazione di assorbimento della liquidità [*liquidity-absorbing operation*]: operazione mediante la quale l'Eurosistema assorbe liquidità per ridurre la liquidità in eccesso o creare un fabbisogno di liquidità. Tali operazioni vengono condotte mediante emissione di certificati di debito o depositi a tempo determinato.

Operazione di mercato aperto [*open market operation*]: operazione effettuata su iniziativa della banca centrale nei mercati finanziari. Può assumere la forma di operazioni temporanee, operazioni definitive, emissioni di depositi a tempo determinato, certificati di debito o operazioni di *swap* in valuta. Le operazioni di mercato aperto sono utilizzate per fornire o assorbire liquidità.

Operazione di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) [*longer-term refinancing operation (LTRO)*]: operazioni di credito con scadenza superiore alla settimana eseguite dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le regolari operazioni mensili hanno scadenza tre mesi. Nella fase di turbolenza dei mercati finanziari iniziata nell'agosto 2007 sono state condotte operazioni aggiuntive con frequenza variabile e durata compresa tra un periodo di mantenimento delle riserve e un anno.

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 (PPP)*]: tasso di conversione di una valuta in un'altra tale da rendere identico il potere d'acquisto delle due divise, eliminando le differenze

dovute al livello dei prezzi prevalente in ciascun paese. Nella sua forma più semplice, la p.p.a. rappresenta il rapporto di prezzo in valuta nazionale dello stesso bene o servizio in diversi paesi.

Passività finanziarie a lungo termine delle IFM [*MFI longer-term financial liabilities*]: depositi con durata prestabilita superiore a due anni, depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi, titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza originaria superiore a due anni nonché capitale e riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

Posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) [*international investment position (i.i.p.)*]: valore e composizione delle consistenze di attività (o passività) finanziarie nette detenute da un'economia nei confronti del resto del mondo.

Prezzi alla produzione nell'industria [*industrial producer prices*]: i prezzi di fabbrica (i costi di trasporto non sono inclusi) di tutti i prodotti venduti dall'industria, escluse le costruzioni, sul mercato interno dei paesi dell'area dell'euro, al netto delle importazioni.

Prodotto interno lordo (PIL) [*gross domestic product (GDP)*]: il valore della produzione totale di beni e servizi di un'economia al netto dei consumi intermedi, più le imposte nette sui prodotti e sulle importazioni. Il PIL può essere scomposto per componenti di prodotto, di spesa e di reddito. I principali aggregati di spesa che compongono il PIL sono i consumi finali delle famiglie, i consumi finali collettivi, gli investimenti fissi lordi, la variazione delle scorte e le importazioni ed esportazioni di beni e servizi (compreso il commercio fra i paesi dell'area dell'euro).

Produttività del lavoro [*labour productivity*]: la produzione che può essere ottenuta con un dato *input* di lavoro. Essa si può misurare in diversi modi, ma di solito la misurazione viene effettuata dividendo il PIL (in volume) a prezzi costanti o per l'occupazione totale oppure per il totale delle ore lavorate.

Produzione industriale [*industrial production*]: il valore aggiunto lordo creato dall'industria a prezzi costanti.

Raccordo disavanzo-debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit-debt adjustment (general government)*]: la differenza tra il disavanzo e la variazione del debito delle amministrazioni pubbliche.

Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt-to-GDP ratio (general government)*]: il rapporto tra il debito pubblico e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 126, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo.

Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit ratio (general government)*]: il rapporto tra il disavanzo delle amministrazioni pubbliche e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 126, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo. Viene anche definito rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

Redditi per occupato o per ora lavorata [*compensation per employee or per hour worked*]: la remunerazione totale, in denaro o in altra natura, che è pagabile dai datori di lavoro agli occupati, vale a dire i salari e gli stipendi lordi nonché le gratifiche, il pagamento degli straordinari e i contributi

previdenziali a carico dei datori di lavoro, divisa per il numero totale degli occupati o per il numero totale di ore lavorate.

Riserva obbligatoria [*reserve requirement*]: obbligo che impone agli enti creditizi di detenere un ammontare minimo a titolo di riserva presso la banca centrale in un periodo di mantenimento predefinito. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri nel periodo di mantenimento.

Riserve ufficiali [*international reserves*]: attività sull'estero con disponibilità immediata e sotto il controllo delle autorità monetarie allo scopo di finanziare e regolare direttamente squilibri nei pagamenti attraverso interventi sui mercati dei cambi. Le riserve ufficiali dell'area dell'euro comprendono i crediti verso non residenti denominati in valuta diversa dall'euro, le riserve auree nonché i diritti speciali di prelievo e le posizioni di riserva presso il Fondo monetario internazionale detenuti dall'Eurosistema.

Società di assicurazione e fondi pensione [*insurance corporations and pension funds*]: settore che secondo la definizione del SEC 95 comprende tutte 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. In alcuni casi, esse si limitano a detenere le attività cartolarizzate e provvedono a emettere i titoli per il tramite di una diversa entità, che è spesso a sua volta una SVF.

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 10 Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e 10 partner commerciali al di fuori dell'UE) e il TCE-40 (composto dal TCE-20 più altri 20 paesi). I coefficienti di ponderazione riflettono la quota di ciascun partner nel commercio di prodotti manifatturieri dell'area e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. I TCE reali si ottengono dai TCE nominali corretti per la differenza tra l'andamento di un indice ponderato di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; essi misurano pertanto la competitività di prezzo o di costo.

Tassi di interesse delle IFM [*MFI interest rates*]: i tassi di interesse praticati dagli enti creditizi residenti e da altre IFM, escluse le banche centrali e i fondi comuni monetari, sui depositi denominati in euro e sui prestiti nei confronti delle famiglie e delle società non finanziarie residenti nell'area dell'euro.

Tassi di interesse di riferimento della BCE [*key ECB interest rates*]: tassi di interesse fissati dal Consiglio direttivo, che riflettono l'orientamento di politica monetaria della BCE. Attualmente comprendono il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi presso la banca centrale.

Tasso di inflazione di pareggio [*break-even inflation rate*]: il differenziale tra il rendimento di una obbligazione nominale e quello di una obbligazione indicizzata all'inflazione, le cui scadenze siano uguali o quanto più possibile simili.

Tasso minimo di offerta [*minimum bid rate*]: limite inferiore fissato per i tassi di interesse a cui le controparti possono presentare le proprie offerte nelle aste a tasso variabile.

Titoli di stato indicizzati all'inflazione [*inflation-indexed government bonds*]: titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche; i pagamenti delle cedole e del capitale sono collegati a uno specifico indice dei prezzi al consumo.

Titolo di debito [*debt security*]: promessa da parte dell'emittente (prenditore) a effettuare uno o più pagamenti al detentore (prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Questi titoli recano solitamente uno specifico tasso di interesse (cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza. I titoli di debito con scadenza originaria superiore a un anno sono classificati come titoli a lungo termine.

Valore di riferimento per la crescita di M3 [*reference value for M3 growth*]: tasso di crescita sui dodici mesi di M3, considerato coerente con la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Volatilità [*volatility*]: grado di oscillazione di una variabile.

Volatilità implicita [*implied volatility*]: la volatilità attesa (cioè la deviazione standard) dei tassi di variazione dei prezzi di un'attività (ad es., un'azione o un'obbligazione). Può essere desunta dal prezzo dell'attività, dalla data di scadenza e dal prezzo di esercizio delle relative opzioni, nonché da un rendimento privo di rischio, utilizzando un modello per il calcolo dei prezzi delle opzioni, quale il modello Black-Scholes.

