



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

01 | 2012

02 | 2012

03 | 2012

04 | 2012

05 | 2012

06 | 2012

07 | 2012

08 | 2012

09 | 2012

10 | 2012

11 | 2012

12 | 2012

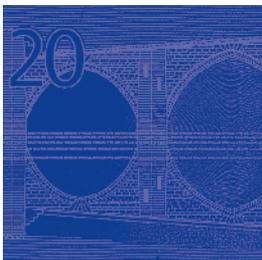
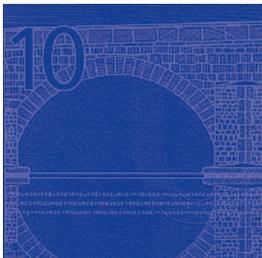
**BOLLETTINO MENSILE  
FEBBRAIO**





**BANCA CENTRALE EUROPEA**

**EUROSISTEMA**



## **BOLLETTINO MENSILE FEBBRAIO 2012**

Nel 2012 tutte  
le pubblicazioni della BCE  
saranno caratterizzate  
da un motivo tratto  
dalla banconota  
da 50 euro

© Banca centrale europea, 2012

**Indirizzo**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main  
Germany

**Recapito postale**

Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt am Main  
Germany

**Telefono**

+49 69 1344 0

**Sito internet**

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

**Fax**

+49 69 1344 6000

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

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

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

*Le statistiche contenute  
in questo numero sono aggiornate  
all'8 febbraio 2012.*

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

*Stampato nel mese di febbraio 2012  
presso la Divisione Editoria e 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

### Riquadri:

- 1 Risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il quarto trimestre del 2011 **20**
- 2 Applicazione dei nuovi requisiti per le garanzie e la riserva obbligatoria **31**
- 3 Gli squilibri all'interno dell'area dell'euro nella prospettiva dei conti settoriali **41**
- 4 I conti integrati dell'area dell'euro per il terzo trimestre del 2011 **47**
- 5 Effetti base e impatto sull'inflazione armonizzata nel 2012 **53**
- 6 Aumenti dei prezzi medi dall'introduzione del contante in euro **57**
- 7 Risultati della *Survey of Professional Forecasters* della BCE per il primo trimestre del 2012 **63**

### ARTICOLI

La crescita della moneta e del credito dopo le crisi economiche e finanziarie: una prospettiva storica internazionale **75**

L'indebitamento delle imprese nell'area dell'euro **95**

I flussi finanziari transfrontalieri dell'area dell'euro **113**

## 5 STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO

### ALLEGATI

- 9 Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema **I**
- 15 Pubblicazioni prodotte dalla Banca centrale europea **V**
- 53 Glossario **VII**

SI

I

V

VII

## 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
HWWI	Istituto per l'economia internazionale di Amburgo
IAPC	Indice armonizzato dei prezzi al consumo
IFM	Istituzioni finanziarie monetarie
ILO	Organizzazione internazionale del lavoro
IME	Istituto monetario europeo
IPC	Indice dei prezzi al consumo
IPP	Indice dei prezzi alla produzione
MBP5	Manuale del FMI sulla bilancia dei pagamenti (5ª edizione)
NACE	classificazione statistica delle attività economiche nell'Unione europea
OCSE	Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico
PIL	Prodotto interno lordo
SEBC	Sistema europeo di banche centrali
SEC 95	Sistema europeo dei conti nazionali 1995
SITC rev. 4	Standard International Trade Classification (4ª revisione)
TCE	Tasso di cambio effettivo
UE	Unione europea
UEM	Unione economica e monetaria

**Secondo la consuetudine dell'Unione, i paesi UE sono elencati in questo Bollettino utilizzando l'ordine alfabetico dei nomi dei paesi nelle rispettive lingue nazionali.**



## EDITORIALE

Nella riunione del 9 febbraio, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE. Le informazioni che si sono rese disponibili dalla metà di gennaio avvalorano sostanzialmente la sua precedente valutazione. L'inflazione continuerà probabilmente a superare il 2 per cento per diversi mesi, prima di scendere al di sotto di tale valore. Gli indicatori disponibili basati sulle indagini congiunturali confermano alcuni timidi segnali di stabilizzazione dell'attività su un livello modesto intorno al volgere dell'anno, ma le prospettive economiche restano soggette a incertezza elevata e rischi al ribasso. Il ritmo dell'espansione monetaria di fondo rimane contenuto. In prospettiva è indispensabile che la politica monetaria preservi la stabilità dei prezzi per l'intera area dell'euro. Ciò assicura il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione 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. L'ancoraggio di tali aspettative costituisce un presupposto affinché la politica monetaria contribuisca alla crescita economica e alla creazione di posti di lavoro nell'area dell'euro. È necessaria un'analisi molto accurata di tutti i nuovi dati e di tutti gli andamenti nel prossimo futuro.

Attraverso le misure non convenzionali di politica monetaria, il Consiglio direttivo continuerà a sostenere il funzionamento del settore finanziario nell'area dell'euro e quindi il credito all'economia reale. Dopo la prima operazione di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza a tre anni, condotta nel dicembre 2011, il Consiglio direttivo ha approvato criteri di idoneità e misure di controllo del rischio specifici nazionali ai fini dell'ammissione temporanea, in vari paesi, di crediti aggiuntivi come garanzia nelle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema; ciò dovrebbe determinare un incremento delle garanzie disponibili<sup>1)</sup>. All'inizio del periodo di mantenimento in corso, il 18 gennaio 2012, è stato ridotto il coefficiente di riserva, liberando in tal modo garanzie aggiuntive. Come dichiarato in precedenti occasioni, tutte le misure non convenzionali sono di natura temporanea.

Per quanto riguarda l'analisi economica, è probabile che nel quarto trimestre del 2011 la crescita del PIL in termini reali sia stata molto debole. In base ai dati delle indagini congiunturali per gli ultimi due mesi, vi sono timidi segnali di stabilizzazione dell'attività su un livello modesto. In prospettiva, il Consiglio direttivo si attende che l'area dell'euro registri una ripresa economica molto graduale nel corso del 2012. I tassi di interesse a breve termine molto contenuti e tutte le misure adottate per promuovere il buon funzionamento del settore finanziario dell'area dell'euro sono di sostegno all'economia dell'area. Inoltre, le tensioni presenti nei mercati finanziari si sono attenuate in risposta alle misure di politica monetaria del Consiglio direttivo, ma anche ai progressi compiuti verso il rafforzamento del quadro di *governance* dell'area dell'euro e all'intensificazione del risanamento dei conti in diversi paesi dell'area. Tuttavia la moderata espansione della domanda a livello mondiale, le perduranti tensioni nei mercati del debito sovrano dell'area dell'euro e il loro impatto sulle condizioni di credito, nonché il processo di risanamento dei bilanci nei settori finanziario e non finanziario continuano a frenare la dinamica di fondo della crescita nell'area.

Tale prospettiva è soggetta a rischi al ribasso. Questi sono connessi, in particolare, alle tensioni nei mercati del debito dell'area dell'euro e alla loro potenziale propagazione all'economia reale dell'area; inoltre riguardano eventuali andamenti sfavorevoli dell'economia mondiale, rincari delle materie prime superiori alle ipotesi, spinte protezionistiche e una possibile correzione disordinata degli squilibri internazionali.

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in gennaio l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si sarebbe collocata al 2,7 per cento nell'area dell'euro, senza variazioni rispetto a dicembre. Per il 2011 il tasso medio di inflazione, principalmente sospinto dai rincari dell'energia e

1) Per maggiori informazioni cfr. il comunicato stampa del 9 febbraio 2012 *Il Consiglio direttivo della BCE approva criteri di idoneità per i crediti aggiuntivi*.

delle altre materie prime, risulta pari al 2,7 per cento. In prospettiva è probabile che l'inflazione continui a superare il 2 per cento per diversi mesi, prima di scendere al di sotto di tale valore. Questa evoluzione rispecchia l'aspettativa che, a fronte di una debole crescita sia nell'area dell'euro sia su scala mondiale, restino limitate le pressioni di fondo sui prezzi nell'area.

I rischi per le prospettive di medio periodo circa l'evoluzione dei prezzi permangono sostanzialmente equilibrati. Quelli verso l'alto riguardano incrementi superiori alle ipotesi delle imposte indirette e dei prezzi amministrati, nonché rincari delle materie prime. I principali rischi al ribasso sono invece connessi all'impatto di una crescita più debole delle attese nell'area dell'euro e a livello mondiale.

L'analisi monetaria indica che il ritmo dell'espansione monetaria di fondo rimane contenuto. In dicembre il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è diminuito all'1,6 per cento, dopo il 2,0 di novembre, per effetto dell'ulteriore indebolimento della dinamica della moneta sul finire dell'anno.

In dicembre anche i tassi di incremento sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie, corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni, hanno continuato a ridursi, collocandosi rispettivamente all'1,2 e all'1,9 per cento. Il volume dei prestiti delle IFM a entrambi i settori ha registrato in dicembre una diminuzione, particolarmente pronunciata per il comparto delle società non finanziarie. Vi sono inoltre indicazioni di un ulteriore inasprimento delle condizioni per la concessione del credito da parte delle banche, con effetti sull'offerta di prestiti in diversi paesi dell'area dell'euro alla fine del 2011. Non è al momento possibile trarre conclusioni definitive sulla base di tali andamenti, soprattutto perché non si è ancora completamente espletato l'impatto della prima ORLT a tre anni sul finanziamento bancario e la più recente indagine sul credito bancario potrebbe non darne pieno conto. Inoltre devono ancora essere attuate altre misure di politica monetaria non convenzionali annunciate in dicembre. Di conseguenza sarà indispensabile

esaminare con attenzione i futuri andamenti del credito.

La solidità dei bilanci bancari sarà un fattore chiave per agevolare un'adeguata offerta di credito all'economia nel corso del tempo. È essenziale che i piani di ricapitalizzazione delle banche siano attuati senza produrre andamenti sfavorevoli per il finanziamento dell'attività economica nell'area dell'euro.

In sintesi, l'analisi economica indica che le pressioni di fondo sui prezzi dovrebbero restare limitate e che i rischi per le prospettive di medio periodo circa l'andamento dei prezzi sono sostanzialmente equilibrati. La verifica incrociata con i segnali dell'analisi monetaria conferma questo quadro.

Una combinazione di riforme strutturali e disciplina di bilancio è essenziale per promuovere la fiducia e instaurare un contesto favorevole alla crescita sostenibile. Per quanto concerne le politiche di bilancio, i governi di tutti i paesi dell'area dell'euro devono continuare ad adoperarsi al massimo per assicurare la sostenibilità dei conti pubblici. È fondamentale che tutti i paesi aderiscano agli obiettivi di bilancio annunciati per il 2012. Ciò dovrebbe contribuire ad ancorare le aspettative su politiche di bilancio sane e a rafforzare la fiducia. A livello dell'UE nonché negli ordinamenti giuridici di diversi Stati membri è in atto un rafforzamento delle regole che disciplinano la formulazione e l'attuazione delle politiche nazionali di bilancio. Questi sono passi importanti nella giusta direzione. Per quanto riguarda le riforme strutturali, queste sono fondamentali per potenziare la capacità di aggiustamento e la competitività dei paesi dell'area dell'euro, rafforzando quindi le prospettive di crescita e la creazione di posti di lavoro. In particolare occorre realizzare riforme ambiziose e di ampia portata a favore della concorrenza nei mercati dei beni e soprattutto dei servizi; al tempo stesso dovrebbero essere ridotte le rigidità nel mercato del lavoro e dovrebbe essere accresciuta la flessibilità salariale.

Questo numero del Bollettino contiene tre articoli. Il primo analizza il profilo della crescita

media della moneta e del credito in concomitanza con crisi economiche e finanziarie del passato. Il secondo descrive l'evoluzione dell'indice di indebitamento delle società non finanziarie

nell'area dell'euro. Il terzo, infine, prende in esame il ruolo dell'area dell'euro nel contesto della finanza internazionale prima e dopo la crisi finanziaria mondiale.



## ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

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

*Gli indicatori delle ultime indagini congiunturali suggeriscono che continuano a emergere timidi segnali di stabilizzazione dell'attività economica mondiale. L'inflazione resta contenuta nelle economie avanzate e ha continuato a mostrare un calo modesto in quelle emergenti, dove tuttavia permangono pressioni al rialzo.*

## I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

L'economia mondiale ha perso slancio nella seconda metà del 2011, anche se continuano a emergere timidi segnali di stabilizzazione. Il necessario processo di aggiustamento dei bilanci attualmente in corso e le debolezze nel mercato del lavoro e in quello immobiliare in alcune delle principali economie avanzate continuano tuttavia a gravare sulle prospettive di crescita. I paesi emergenti registrano un'espansione ancora solida, seppur in via di moderazione per effetto di un indebolimento della domanda sia estera sia interna.

A gennaio 2012 l'indice mondiale complessivo dei responsabili degli acquisti (PMI) è salito a 54,6, da 52,7 di dicembre, il suo massimo da febbraio 2011. L'indice relativo ai servizi ha raggiunto il livello più elevato degli ultimi undici mesi mentre quello riferito al settore manifatturiero si è mantenuto al di sopra del valore soglia tra espansione e contrazione fissato a 50, ma ancora al di sotto della sua media di lungo periodo (cfr. figura 1). Anche la componente del PMI relativa ai nuovi ordinativi è cresciuta in gennaio, sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi.

La dinamica inflazionistica resta relativamente contenuta nelle economie avanzate. Nell'area dell'OCSE l'inflazione generale al consumo sui dodici mesi è scesa al 2,9 per cento in dicembre, dal 3,1 di novembre, mentre il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è rimasto invariato al 2,0 per cento (cfr. figura 2). Nei paesi emergenti l'inflazione ha recentemente subito un lieve calo, ma partendo da livelli elevati.

Figura 1 PMI manifatturiero mondiale

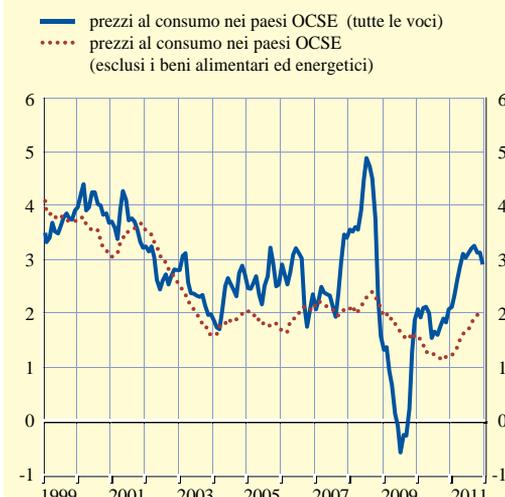
(indice di diffusione; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Markit.

Figura 2 Andamenti dei prezzi internazionali

(dati mensili; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: OCSE.

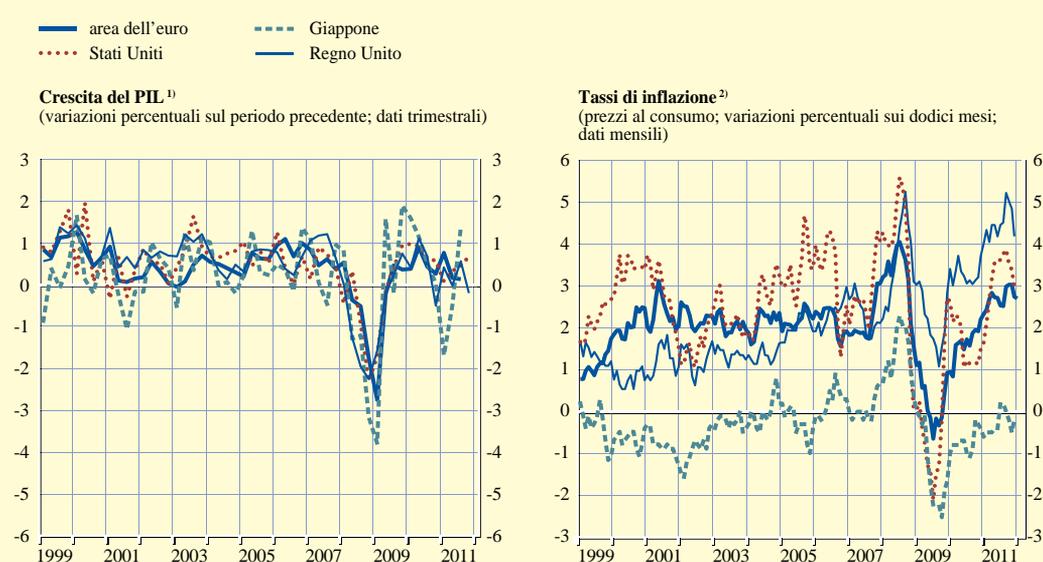
## STATI UNITI

Negli Stati Uniti l'economia ha gradualmente continuato ad acquisire slancio nel quarto trimestre del 2011, dopo la lenta dinamica della prima metà dell'anno (cfr. Figura 3). La stima preliminare del Bureau of Economic Analysis segnala che nel quarto trimestre del 2011 la crescita annualizzata del PIL in termini reali è salita del 2,8 per cento dall'1,8 del trimestre precedente. L'hanno sorretta principalmente la spesa per consumi e la variazione delle scorte nel settore privato. Gli investimenti in edilizia residenziale hanno messo a segno una ripresa robusta, mentre le esportazioni nette hanno fornito un contributo negativo alla crescita. La crescita del reddito personale disponibile in termini reali ha recuperato, ma è rimasta inferiore a quella dei consumi reali. Le statistiche mensili disponibili segnalano una perdurante espansione economica nel primo trimestre del 2012, seppure a ritmi meno sostenuti che nell'ultimo trimestre del 2011.

Per quanto concerne i prezzi, l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è scesa al 3,0 per cento a dicembre 2011, dal 3,4 del mese precedente. Questo terzo calo consecutivo rispetto al massimo del 3,9 di settembre è in larga misura riconducibile alla flessione dei prezzi della componente energetica. Il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è stato pari al 2,2 per cento, invariato rispetto al mese precedente. Gli andamenti recenti dell'inflazione di fondo rispecchiano in parte una lieve stabilizzazione della crescita dei costi delle abitazioni e dei trasporti.

Il 25 gennaio 2012 il Federal Open Market Committee (FOMC) ha dichiarato che, nonostante il lieve indebolimento evidenziato dalla crescita mondiale, gli indicatori recenti segnalano un'espansione moderata dell'economia statunitense e un leggero ulteriore miglioramento delle condizioni complessive nel mercato del lavoro. Il 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 e ha previsto

Figura 3 I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



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

1) Per l'area dell'euro e il Regno Unito sono stati utilizzati dati di fonte Eurostat; per gli Stati Uniti e il Giappone, dati di fonti nazionali. I dati relativi al PIL sono destagionalizzati.

2) Misurata sullo IAPC per l'area dell'euro e il Regno Unito, sull'indice dei prezzi al consumo per gli Stati Uniti e il Giappone.

che le condizioni economiche dovrebbero verosimilmente giustificare valori eccezionalmente bassi del tasso almeno fino alla fine del 2014.

## GIAPPONE

In Giappone l'attività economica si è lievemente indebolita nel quarto trimestre del 2011, dopo la ripresa osservata nel trimestre precedente. Tale andamento è in larga parte riconducibile alla decelerazione della domanda mondiale, all'apprezzamento dello yen e alle turbative dal lato dell'offerta provocate dalle alluvioni in Thailandia. Nell'ultimo trimestre dello scorso anno la produzione industriale è scesa dello 0,4 per cento sul trimestre precedente, nonostante un incremento superiore alle attese in dicembre (4 per cento su base mensile), e le esportazioni di beni in termini reali si sono ridotte di quasi il 4 per cento in quanto l'aumento che anch'esse hanno evidenziato in dicembre (dell'1,1 per cento su base mensile) non ha compensato la caduta dei mesi precedenti. In termini nominali la bilancia commerciale ha tuttavia registrato un ulteriore ampliamento del disavanzo mensile in dicembre (su base destagionalizzata), che ha determinato un disavanzo annuo (pari a 2.500 miliardi di yen calcolato in base al commercio doganale) per la prima volta dal 1980. Gli ultimi dati pubblicati segnalano in larga parte un irrobustimento dell'attività agli inizi del 2012. L'indice PMI relativo alla produzione manifatturiera, che in gennaio suggeriva un ritorno alla crescita nel settore – seppur a ritmi modesti – per la prima volta in tre mesi.

Con riferimento ai prezzi, in dicembre l'inflazione generale sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita a -0,2 per cento (da -0,5 in novembre). Il tasso calcolato al netto degli alimentari freschi si è portato a -0,1 per cento, da -0,2 del mese precedente, e quello ottenuto escludendo gli alimentari freschi e i beni energetici è rimasto invariato a -1,1 per cento. Nella riunione di politica monetaria più recente, tenutasi il 24 gennaio, la Banca del Giappone ha deciso di mantenere l'obiettivo per il tasso sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale invariato entro un intervallo compreso fra lo 0,0 e lo 0,1 per cento.

## REGNO UNITO

Nel Regno Unito l'attività economica si è mantenuta modesta. Nel quarto trimestre del 2011 il PIL in termini reali è diminuito dello 0,2 per cento sul periodo precedente, principalmente a causa della debolezza della produzione industriale e delle costruzioni. Gli indicatori disponibili delle indagini presso le imprese e le famiglie sono migliorati lievemente agli inizi del 2012. Restano tuttavia coerenti con una ripresa economica molto lenta nel breve periodo, anche se le azioni di stimolo monetario dovrebbero in prospettiva fornire un sostegno. Non sono emersi segnali di miglioramento della situazione nel mercato del lavoro e gli indicatori della crescita della moneta e del credito sono rimasti deboli. Si prevede che le condizioni di credito restrittive, il processo di aggiustamento dei bilanci delle famiglie e il sostanziale inasprimento fiscale continuo ad agire da freno sulla crescita della domanda interna. È altresì probabile che le deboli prospettive per la domanda estera pesino sulla dinamica delle esportazioni.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC ha continuato a ridursi, ma resta elevata. In dicembre il tasso complessivo è sceso al 4,2 per cento (dal 4,8 di novembre) e quello calcolato al netto dei beni energetici e dei prodotti alimentari non trasformati si è ridotto di 0,2 punti percentuali, al 3,4 per cento. Il graduale venir meno di determinati fattori temporanei (i precedenti rincari delle materie prime, il forte aumento dei prezzi dell'elettricità nell'autunno del 2011 e l'incremento dell'aliquota IVA da gennaio 2011) e l'esistenza di un margine di capacità produttiva inutilizzata dovrebbero contribuire ad attenuare le spinte inflazionistiche. 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 ma ha deciso di aumentare lo stock previsto dal programma di acquisto di titoli finanziato



con l'emissione di riserve della banca centrale di 50 miliardi di sterline per raggiungere in febbraio un totale di 325 miliardi di sterline.

## CINA

In Cina, la crescita del PIL in termini reali è scesa all'8,9 per cento sul periodo corrispondente nel quarto trimestre del 2011, dal 9,1 del terzo. L'indebolimento va ricondotto in larga parte alla più debole domanda estera e alle politiche interne restrittive intese a frenare gli investimenti nel settore immobiliare. Gli squilibri esterni si sono ulteriormente ridotti alla fine del 2011, per il calo dell'avanzo commerciale e i deflussi netti di capitali, un andamento che si è intensificato in presenza di minori aspettative di apprezzamento del renminbi e di qualche preoccupazione per le prospettive di crescita e stabilità finanziaria. Di conseguenza, nel quarto trimestre le riserve ufficiali sono diminuite per la prima volta dal 1998. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa al 4,1 per cento in dicembre, un livello prossimo all'obiettivo del 4,0 per cento fissato dalle autorità per il 2011. Il calo del tasso misurato sull'IPC nel quarto trimestre va ricondotto in larga misura ai prezzi dei beni alimentari, oltre che - nel periodo più recente - a quelli degli altri prodotti. Anche l'inflazione dei prezzi alla produzione ha subito un forte ridimensionamento sui dodici mesi, portandosi all'1,7 per cento in dicembre. L'orientamento della politica monetaria ha iniziato a essere meno restrittivo. I nuovi prestiti interni e l'aggregato M2 hanno accelerato lievemente in dicembre, dopo la riduzione di 50 punti base dell'aliquota di riserva decisa dalla banca centrale della Repubblica popolare cinese a fine novembre.

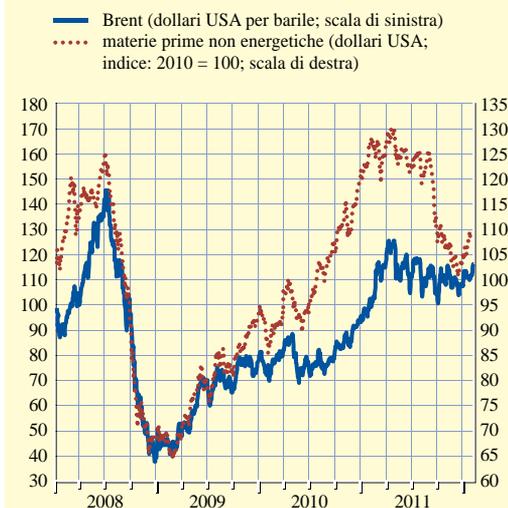
## 1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

In gennaio e agli inizi di febbraio i prezzi del petrolio sono aumentati. L'8 febbraio il greggio di qualità Brent veniva quotato a 116,3 dollari per barile, un livello superiore dell'8,1 per cento rispetto ai primi di gennaio 2012 e del 24,8 nel confronto con gli inizi del 2011 (cfr. figura 4). In prospettiva, tuttavia, gli operatori si attendono prezzi inferiori nel medio periodo, viste le quotazioni dei contratti *future* con scadenza a dicembre 2013 che si collocano a 107,7 dollari per barile.

Sono stati registrati alcuni segnali di debolezza dal lato della domanda, associati ai timori per il contesto macroeconomico mondiale. Ciò vale in particolare per le economie sviluppate, mentre in quelle emergenti la domanda ha evidenziato una maggiore tenuta. In questo scenario, l'Agenzia internazionale per l'energia ha ripetutamente rivisto al ribasso le sue proiezioni per la domanda nel 2012. Al tempo stesso le preoccupazioni legate all'offerta hanno mantenuto i prezzi su livelli elevati. Sono da attendersi tensioni sul mercato per effetto dell'entrata in vigore dell'embargo imposto dall'Unione europea, a partire dal primo luglio 2012, sulle esportazioni di petrolio dall'Iran.

I corsi delle materie prime non energetiche hanno nell'insieme registrato un lieve aumento in gennaio. Più in particolare, i prezzi delle derrate alimentari sono rimasti sostanzialmente stabili e quelli dei metalli hanno beneficiato delle vigo-

Figura 4 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWI.

rose importazioni dalle economie emergenti. Verso la fine di gennaio l'indice aggregato dei prezzi denominati in dollari delle materie prime non energetiche era inferiore di circa il 14 per cento rispetto agli inizi del 2011.

### 1.3 TASSI DI CAMBIO

Tra la fine di ottobre 2011 e gli inizi di febbraio 2012 il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise dei 20 più importanti partner commerciali dell'area – si è complessivamente deprezzato in presenza di una diminuzione significativa della volatilità. Il tasso ha continuato a calare fino alla metà di gennaio del 2012, per poi registrare un'inversione di tendenza, e l'8 febbraio risultava inferiore del 4,2 per cento al livello di fine ottobre e del tre per cento alla media del 2011 (cfr. figura 5).

In termini bilaterali, negli ultimi tre mesi l'euro si è deprezzato rispetto a gran parte delle divise principali. Fra il 31 ottobre 2011 e l'8 febbraio 2012 si è indebolito nei confronti del dollaro statunitense, della sterlina britannica, dello yen giapponese e del renminbi cinese (rispettivamente del 5,2, 4,4, 6,5 e 6,1 per cento). Ha inoltre perso terreno su altre valute asiatiche e in particolare sul won coreano, il dollaro di Hong Kong e il dollaro di Singapore (rispettivamente del 4,6, 5,3 e 5,6 per cento), oltre che sulle monete di alcuni paesi esportatori di materie prime. La moneta unica si è altresì deprezzata nei confronti di alcune altre divise europee e in particolar modo il fiorino ungherese e lo zloty polacco (rispettivamente del 4,6 e 3,9 per cento), oltre a perdere lo 0,6 per cento sul franco svizzero (cfr. tavola 1). Nel periodo in esame la volatilità misurata in base ai prezzi delle

**Figura 5 Tasso di cambio effettivo dell'euro (TCE-20) e sue componenti <sup>1)</sup>**

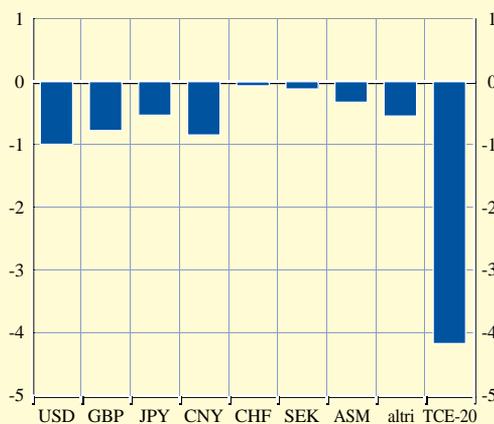
(dati giornalieri)

Indice: 1° trim. 1999=100



Contributi alle variazioni del TCE-20 <sup>2)</sup>

Dal 31 ottobre 2011 all'8 febbraio 2012  
(in punti percentuali)



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.

**Tavola I Andamenti dei tassi di cambio dell'euro<sup>1)</sup>**

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

	peso nel TCE-20	tasso di cambio all'8 febbraio 2012	apprezzamento (+)/deprezzamento (-) dell'euro all'8 febbraio 2012		
			da:		rispetto a: media del 2011
			31 ottobre 2011	3 gennaio 2011	
Dollaro statunitense	19,4	1,327	-5,2	-0,6	-0,4
Sterlina britannica	17,8	0,835	-4,4	-3,1	-2,5
Renminbi cinese	13,6	8,361	-6,1	-4,9	-5,0
Yen giapponese	8,3	102,1	-6,5	-6,1	-6,5
Franco svizzero	6,4	1,211	-0,6	-2,8	-3,7
Zloty polacco	4,9	4,177	-3,9	5,5	6,2
Corona svedese	4,9	8,829	-2,0	-1,2	-1,3
Corona ceca	4,1	24,81	0,0	-1,1	-0,6
Won sudcoreano	3,9	1,481	-4,6	-1,3	-1,1
Fiorino ungherese	3,1	289,7	-4,6	4,0	4,5
TCEN <sup>2)</sup>		99,6	-4,2	-2,0	-3,0

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).

opzioni su valute è significativamente diminuita per gran parte dei cambi bilaterali e si colloca attualmente in prossimità dei livelli medi di lungo periodo.

Fra il 31 ottobre 2011 e l'8 febbraio 2012 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 per lo più mantenuto nell'area di apprezzamento del corridoio di oscillazione del  $\pm 1$  per cento fissato unilateralmente.

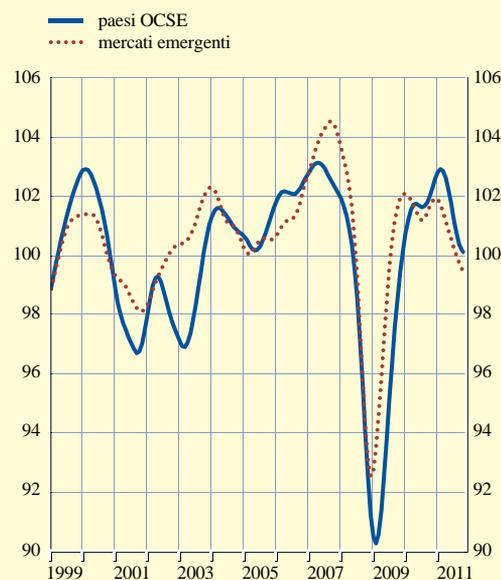
#### I.4 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

In prospettiva, la crescita mondiale dovrebbe rimanere modesta a causa delle accresciute incertezze, delle tensioni nei mercati finanziari internazionali e del processo di correzione economica in atto nelle principali economie avanzate. A novembre 2011 l'indicatore anticipatore composito dell'OCSE ha continuato a segnalare un rallentamento negli Stati membri dell'organizzazione e in altre economie principali, seppure di intensità lievemente diversa a livello dei singoli paesi: le ultime rilevazioni mostrano infatti una variazione positiva del ritmo di crescita negli Stati Uniti e in Giappone.

In un contesto di incertezza elevata, i rischi per l'attività economica restano orientati verso il basso. Essi sono principalmente connessi ai rincari delle materie prime superiori alle attese, alle pressioni protezionistiche e alla possibilità 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 sui dodici mesi di M3 è calato ulteriormente in dicembre. Il rallentamento ha interessato tutte le principali componenti dell'aggregato ampio e tutti i settori. Ai deboli andamenti monetari di dicembre si è associata un'ulteriore moderazione dell'espansione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato, in particolare di quelli alle società non finanziarie e ad altri intermediari finanziari (AIF). Diversi fattori straordinari hanno inciso sui dati monetari di dicembre, fra cui le operazioni di fine anno delle banche e il protrarsi di un elevato livello di incertezza nell'attività economica e nei mercati finanziari, i cui effetti dovrebbero essere temporanei ma restano difficili da valutare. I dati più recenti vanno pertanto interpretati con particolare cautela. Nel complesso tuttavia essi indicano dinamiche moderate della moneta e del credito nell'area dell'euro nell'ultimo trimestre del 2011.

#### AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

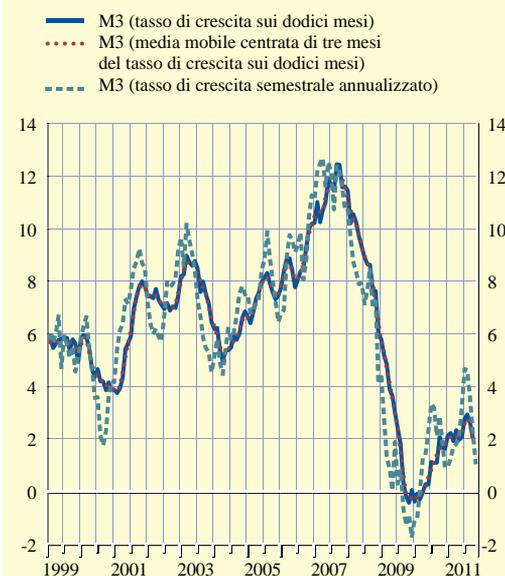
Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è ulteriormente calato a dicembre, all'1,6 per cento dal 2,0 di novembre (cfr. figura 7). Il calo è riconducibile a un ulteriore sensibile aumento dei deflussi mensili, con un tasso di variazione sul mese precedente di M3 pari al -0,5 per cento in dicembre. Il dato di dicembre va nuovamente ascritto in gran parte alla contrazione delle operazioni pronti contro termine, che a sua volta ha rispecchiato un'ulteriore marcata flessione delle operazioni di prestito interbancarie garantite condotte mediante controparti centrali situate nell'area dell'euro. Corrette per l'impatto dei contratti pronti contro termine eseguiti tramite controparti centrali, le consistenze di M3 hanno segnato solo una lieve diminuzione rispetto al mese precedente e il tasso di variazione sui dodici mesi della serie corretta di M3 è rimasto invariato all'1,6 per cento in dicembre.

Dal lato delle componenti, in dicembre tutte le componenti dell'aggregato monetario ampio hanno registrato consistenti deflussi mensili. Tali deflussi sono stati particolarmente ampi nel caso delle operazioni pronti contro termine, condotte per la maggior parte tramite controparti centrali. Una riduzione dei depositi di M3 è stata registrata da tutti i settori. Come nei mesi precedenti, la riduzione è stata particolarmente marcata per gli AIF ma, diversamente dagli altri mesi, un forte calo ha interessato anche il settore delle famiglie, specie con riferimento ai depositi *overnight*. Quest'ultimo andamento si è ampiamente concentrato in alcuni dei paesi più fortemente colpiti dalla crisi del debito sovrano.

Dal lato delle contropartite, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è sceso ulteriormente in dicembre, all'1,2 per cento dall'1,9 di novembre, dopo essersi collocato intorno al 3 per cento tra gennaio e ottobre del 2011. Al calo di dicembre hanno contribuito marcati deflussi mensili in tutti i settori, in par-

Figura 7 Crescita di M3

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



Fonte: BCE.

ticolare per i prestiti alle società non finanziarie e agli AIF (in parte di riflesso alla diminuzione delle transazioni tramite controparti centrali). Tali andamenti sono ampiamente riconducibili ai contributi negativi forniti da una serie di paesi, in particolare quelli in cui il sistema bancario era sotto pressione. A riguardo, diversi fattori specifici potrebbero aver influito sui dati dell'attività creditizia in dicembre, fra cui le operazioni di correzione dei bilanci effettuate dalle banche a fine anno.

Le principali attività detenute dalle IFM dell'area dell'euro (escluso l'Eurosistema) hanno segnato un modesto aumento in dicembre, dopo aver registrato un calo nei due mesi precedenti. Quest'ultimo aumento è stato particolarmente evidente dai consistenti acquisti di titoli di debito emessi dalle IFM e dalle amministrazioni pubbliche, i quali hanno compensato la significativa diminuzione dei prestiti al settore privato e ad altre IFM. L'inversione di tendenza rispetto ai mesi precedenti dei titoli emessi dalle IFM e dalle amministrazioni pubbliche potrebbe essere in parte una conseguenza della liquidità fornita dall'operazione di rifinanziamento a tre anni (ORLT). Al tempo stesso, l'intervallo fra l'aggiudicazione della ORLT a tre anni e la segnalazione dei dati monetari è stato troppo breve per determinare effetti significativi sui flussi creditizi.

### PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Il calo del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 in dicembre ha rispecchiato principalmente un ulteriore significativo rallentamento del tasso di crescita degli strumenti negoziabili. Anche il tasso di variazione sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto M1 si è notevolmente ridotto rispetto a novembre, mentre quello degli altri depositi a breve termine è rimasto invariato.

Il tasso di espansione sui dodici mesi di M1 è sceso all'1,6 per cento in dicembre, dal 2,1 del mese precedente. Ha continuato pertanto ad oscillare in una fascia relativamente ristretta (compresa fra l'1,6 e il 2,1 per cento), come ha fatto a partire da agosto del 2011. Sia i depositi *overnight* sia le banconote e monete in circolazione hanno registrato flussi mensili negativi, che hanno determinato un calo dei rispettivi tassi di variazione sui dodici mesi. Nel caso dei depositi *overnight*, i prelievi sono da imputare in particolare alle famiglie, il che indica in una certa misura il protrarsi delle riallocazioni di portafoglio da parte di questo settore a favore di altri strumenti sia compresi sia non compresi in M3. Sono invece aumentate le disponibilità di depositi *overnight* detenuti da AIF e società non finanziarie. È probabile che gli andamenti relativi agli AIF continuino a riflettere l'accumulo da parte degli investitori istituzionali, compresi i fondi di investimento, della liquidità ottenuta dalla vendita di titoli e la necessità di detenere strumenti liquidi per far fronte ai rimborsi, come altresì riflesso dai cospicui prelievi osservati prima di agosto, in particolare da parte dei fondi di investimento.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* è rimasto invariato in dicembre, al 2,1 per cento. L'andamento cela tuttavia dinamiche divergenti delle due componenti. I depositi a termine a breve scadenza (depositi con durata prestabilita fino a due anni) hanno accelerato, malgrado il ristagno del flusso mensile. Al contempo, i depositi a risparmio a breve termine (depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi) hanno rallentato, per effetto del flusso mensile complessivamente negativo risultante dai prelievi effettuati da AIF, società non finanziarie e famiglie.

Il tasso di variazione sui dodici mesi degli strumenti negoziabili si è ulteriormente ridotto in dicembre, al -0,2 per cento, registrando così un valore ben inferiore all'1,1 per cento di novembre. Il calo va interamente imputato al flusso mensile eccezionalmente negativo segnato dai contratti pronti contro termine, che ha rispecchiato principalmente una riduzione delle operazioni inter-

bancarie condotte tramite controparti centrali. Il rallentamento di M3 a dicembre è quasi interamente ascrivibile alle operazioni pronti contro termine connesse a controparti centrali. Per contro, quantità significative di quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, e in particolare di titoli di debito a breve termine delle IFM, sono state acquistate dal settore detentore di moneta. L'andamento potrebbe indicare ulteriori riallocazioni da quote e partecipazioni in fondi di investimento a quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, dato che queste transazioni non comportano commissioni.

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, si è collocato all'1,4 per cento in dicembre, con un calo significativo rispetto al 2,1 per cento del mese precedente. Come in novembre, l'andamento ha rispecchiato principalmente un nuovo sensibile deflusso mensile per il settore degli AIF. Tuttavia, diversamente dal mese precedente, in dicembre sono stati osservati flussi mensili negativi di depositi di M3 anche per tutti gli altri settori.

### PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto concerne le contropartite di M3, il tasso di incremento sui dodici mesi del credito delle IFM ai residenti dell'area dell'euro è salito all'1,0 per cento in dicembre, dallo 0,8 del mese precedente (cfr. tavola 2). Alla notevole accelerazione del credito alle amministrazioni pubbliche ha fatto riscontro un ulteriore rallentamento di quello al settore privato.

L'accelerazione del credito alle amministrazioni pubbliche è riconducibile agli acquisti di titoli di debito pubblici (compresi quelli effettuati dall'Eurosistema), in parte compensati dal rallentamento dei prestiti a questo settore.

**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 <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 4° trim.	2011 nov.	2011 dic.
<b>M1</b>	<b>49,2</b>	<b>3,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>1,6</b>
Banconote e monete in circolazione	8,7	4,9	4,2	4,5	6,2	6,5	6,1
Depositi <i>overnight</i>	40,5	2,9	1,2	0,8	1,0	1,2	0,6
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	39,0	1,3	3,4	3,4	2,3	2,1	2,1
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	18,8	-2,7	2,3	3,2	2,1	1,6	2,1
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	20,2	5,4	4,5	3,7	2,6	2,6	2,0
<b>M2</b>	<b>88,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	11,8	-1,7	-0,3	3,0	3,8	1,1	-0,2
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,6</b>
<b>Credito a residenti nell'area dell'euro</b>		<b>3,7</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	<b>1,3</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>
Credito alle amministrazioni pubbliche		10,9	6,5	5,1	1,4	0,3	3,6
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		17,7	10,7	7,0	-2,2	-5,7	-4,7
Credito al settore privato		2,1	2,3	1,7	1,3	1,0	0,4
Prestiti al settore privato		2,4	2,6	2,5	2,1	1,7	1,0
Prestiti al settore privato corretti per le cessioni e la cartolarizzazione <sup>2)</sup>		2,9	2,8	2,7	2,3	1,9	1,2
<b>Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)</b>		<b>2,8</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>1,3</b>

Fonte: BCE.

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

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

Il tasso di variazione sui dodici mesi del credito al settore privato è sceso allo 0,4 per cento in dicembre, dall'1,0 del mese precedente. L'andamento rispecchia la dismissione di azioni e titoli di debito detenuti dalle IFM, nonché una riduzione dei prestiti da queste erogati. Il flusso mensile negativo dei prestiti delle IFM al settore privato (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) non va ricondotto ad alcuna consistente attività di cessione e cartolarizzazione dei prestiti in dicembre, ma piuttosto al deflusso (non corretto) di prestiti al settore privato, risultante a sua volta da una riduzione dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie e agli AIF. L'attività di prestito effettuata mediante controparti centrali ha registrato una brusca contrazione in dicembre, per effetto della più generale riduzione della negoziazione di contratti pronti contro termine tramite controparti centrali in taluni paesi dell'area dell'euro.

In dicembre, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è sceso all'1,2 per cento, dall'1,9 del mese precedente, per effetto di un flusso mensile ampiamente negativo. Quest'ultimo ha fatto seguito a tre mesi di dinamica di indebitamento relativamente consistente da parte delle società non finanziarie tra agosto e ottobre, e in misura più modesta in novembre. Sebbene la flessione abbia interessato tutte le scadenze, gran parte del deflusso mensile è riconducibile ai prestiti a breve termine (prestiti con scadenza iniziale fino a un anno), mentre per quelli a lungo termine (prestiti con scadenza superiore a cinque anni) il deflusso è stato più moderato. Le banche hanno ulteriormente irrigidito le prassi creditizie e l'offerta di prestiti si è deteriorata in alcuni paesi dell'area dell'euro a fine 2011 (cfr. il riquadro 1). Al tempo stesso, la contrazione dei prestiti di dicembre va interpretata con cautela, poiché rispecchia le complesse operazioni di bilancio effettuate a fine anno. L'eterogeneità degli andamenti dei prestiti tra paesi è rimasta significativa, in linea con le differenze osservate all'interno dell'area dell'euro nel ritmo della ripresa economica, nel fabbisogno di finanziamento esterno dei singoli settori industriali, nelle difficoltà a reperire fondi da parte delle banche e nel livello di indebitamento delle società non finanziarie. Il riquadro 3 illustra gli squilibri all'interno dell'area dell'euro nella prospettiva dei conti settoriali, attingendo alle informazioni relative ai singoli paesi sulla base dei conti settoriali dell'area. Un'analisi settoriale del risparmio, degli investimenti e dei finanziamenti per settore è presentata nel riquadro 4 (cfr. sezione 2.6).

Il tasso di espansione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle famiglie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è diminuito ulteriormente in dicembre, all'1,9 per cento dal 2,3 di novembre, mantenendo

**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 <sup>1)</sup>	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					
		2011		2011		2011	
		1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	nov.	dic.
<b>Società non finanziarie</b>	<b>42,2</b>	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,1</b>
<i>Corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni<sup>2)</sup></i>	-	1,5	1,9	2,2	1,9	1,9	1,2
Fino a un anno	24,4	-1,2	1,6	4,1	3,9	3,9	2,5
Oltre un anno e fino a cinque anni	18,2	-2,4	-2,9	-3,6	-3,4	-3,2	-3,6
Oltre cinque anni	57,4	2,4	2,2	2,1	2,3	2,2	2,1
<b>Famiglie<sup>3)</sup></b>	<b>46,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>1,5</b>
<i>Corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni<sup>2)</sup></i>	-	3,1	3,0	2,7	2,3	2,3	1,9
Credito al consumo <sup>4)</sup>	11,7	-0,9	-1,0	-2,0	-2,0	-2,2	-2,2
Mutui per l'acquisto di abitazioni <sup>4)</sup>	72,2	4,0	4,4	4,0	3,0	3,0	2,1
Altri prestiti	16,2	2,4	2,0	2,4	1,9	1,6	1,4
<b>Società di assicurazione e fondi pensione</b>	<b>0,8</b>	<b>7,5</b>	<b>2,8</b>	<b>6,8</b>	<b>4,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>
<b>Altri intermediari finanziari non monetari</b>	<b>10,2</b>	<b>7,1</b>	<b>6,0</b>	<b>4,0</b>	<b>3,3</b>	<b>0,5</b>	<b>-2,0</b>

Fonte: BCE.

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

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

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

3) In base alla definizione SEC 95.

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

quindi l'andamento calante osservato da maggio del 2011. L'attività di prestito alle famiglie è stata dominata dai mutui per l'acquisto di abitazioni, il cui tasso di incremento è sceso dal 3,0 al 2,1 per cento. In prospettiva, l'impatto esercitato su questi prestiti dai programmi statali a sostegno dei mercati immobiliari in alcuni paesi dell'area dell'euro dovrebbe progressivamente diminuire. Al tempo stesso, nel mese in esame i tassi di variazione sui dodici mesi del credito al consumo e di altre tipologie di prestiti sono stati del -2,2 e dell'1,4 per cento, rispettivamente, poiché le famiglie hanno continuato a frenare queste forme di indebitamento.

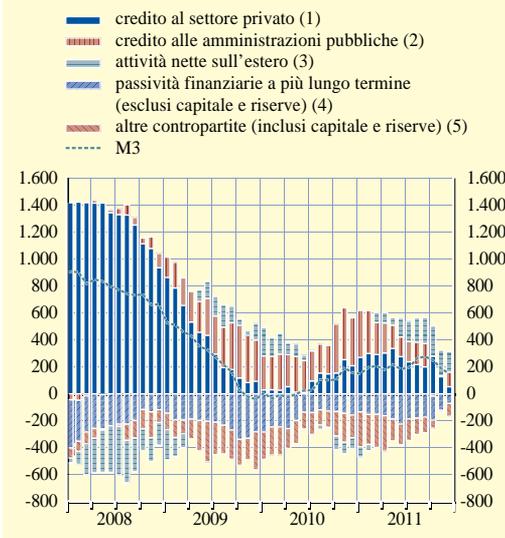
Quanto alle altre contropartite di M3, il tasso di incremento sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) è sceso all'1,3 per cento in dicembre dal 2,3 di novembre, per effetto di una minore crescita sui dodici mesi di tutte le componenti. Mentre in novembre tutte le componenti avevano registrato flussi negativi, in dicembre i titoli di debito a più lungo termine hanno segnato una significativa contrazione su base consolidata. Ciò risulta da un'attività di emissione notevolmente negativa su base non consolidata e da un aumento delle disponibilità di questi strumenti detenuti dalle IFM. Inoltre, a dicembre è stata osservata una sensibile riduzione dei depositi con durata prestabilita superiore a due anni detenuti dagli AIF, dovuta in parte al riassorbimento di un'operazione di cartolarizzazione e alla contrazione dei depositi detenuti da società di assicurazione e fondi pensione. Nel mese in esame è stato osservato un ulteriore incremento del flusso di capitale e riserve, che ha fatto salire il tasso di crescita sui dodici mesi al 6,9 per cento, dal 6,2 di novembre.

Gli afflussi annui registrati per la posizione netta sull'estero delle IFM sono diminuiti a 153 miliardi di euro in dicembre, da 190 miliardi in novembre (cfr. figura 8). Nondimeno, il modesto afflusso di dicembre, pari a 4 miliardi di euro, rappresenta un'inversione di tendenza rispetto ai più consistenti deflussi osservati fra agosto e novembre. In termini lordi, le IFM sono tornate ad accumulare attività e passività sull'estero.

Nel complesso, i dati monetari di dicembre indicano una moderata espansione della moneta e del credito nei confronti dei residenti dell'area dell'euro, riconducibile in parte a una contrazione dell'indebitamento interbancario tramite controparti centrali. Il rallentamento è attenuato dalle notevoli quantità di credito erogato dalle IFM alle amministrazioni pubbliche dell'area. L'espansione del credito al settore privato dell'area dell'euro si è ridotta a causa sia di una diminuzione delle disponibilità di titoli, sia di una moderazione dell'attività di prestito delle IFM. In dicembre questa moderazione è stata particolarmente marcata per i prestiti alle società non finanziarie e alle AIF. Le banche hanno ulteriormente irrigidito le prassi creditizie e l'offerta di prestiti si è deteriorata in alcuni paesi dell'area dell'euro a fine 2011. Tuttavia, è possibile che le complesse operazioni di bilancio effettuate a fine anno facciano sovrastimare la contrazione dei prestiti di dicembre. Nel complesso, è essenziale tenere sotto stretta osservazione gli andamenti del credito nel prossimo periodo, al fine di rilevare segni di una sua eventuale riduzione.

**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.

## RISULTATI DELL'INDAGINE SUL CREDITO BANCARIO NELL'AREA DELL'EURO PER IL QUARTO TRIMESTRE DEL 2011

Il presente riquadro riporta i principali risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il quarto trimestre del 2011, condotta dall'Eurosistema fra il 19 dicembre 2011 e il 9 gennaio 2012<sup>1)</sup>. Nel complesso, le banche dell'area hanno segnalato un deciso aumento dell'irrigidimento netto dei criteri di concessione dei prestiti rispetto al terzo trimestre. L'aumento, risultato maggiore di quello previsto dagli intervistati tre mesi prima, è stato particolarmente pronunciato per i prestiti alle società non finanziarie e per i mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, riflettendo in larga misura la percezione, da parte degli intervistati, di un aumento dei rischi per le prospettive economiche, nonché di rinnovate difficoltà nell'accesso delle banche al finanziamento e nelle loro posizioni patrimoniali. Con riferimento alla domanda di prestiti, i partecipanti all'indagine hanno segnalato un calo della domanda netta delle imprese e di quella di mutui per l'acquisto di abitazioni. Le aspettative dei partecipanti all'indagine segnalano un ulteriore peggioramento dei criteri di affidamento e della domanda netta sia per i prestiti alle imprese sia per quelli alle famiglie nel primo trimestre del 2012.

### Prestiti e linee di credito alle imprese

**Criteri per la concessione del credito.** Nel quarto trimestre del 2011, la percentuale netta di banche che ha segnalato un irrigidimento dei criteri per la concessione di prestiti e linee di credito a favore delle imprese è salita al 35 per cento, dal 16 per cento del trimestre precedente (cfr. figura A), aumentando così in misura maggiore rispetto alle aspettative formulate dai partecipanti all'indagine tre

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

(saldi percentuali)



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

- 1) Il termine ultimo per la ricezione dei dati era il 9 gennaio 2012. Una valutazione esaustiva dei risultati dell'indagine è stata pubblicata il 1° febbraio 2012 sul sito Internet della BCE.
- 2) La percentuale netta riportata fa riferimento alla differenza fra la quota di banche che segnalano un irrigidimento dei criteri di concessione del credito e quella delle banche che ne segnalano un allentamento. Un saldo positivo indica che le banche hanno mostrato una tendenza a irrigidire i criteri ("irrigidimento netto"), mentre un saldo negativo indica che le banche hanno mostrato una tendenza ad allentarli ("allentamento netto").

mesi prima (22 per cento). I criteri di affidamento sono stati inaspriti in termini netti sia per i prestiti a breve termine (24 per cento, dall'11 per cento del trimestre precedente) sia per quelli a lungo termine (42 per cento, dal 20 per cento). Inoltre, l'irrigidimento netto è stato più marcato per i prestiti alle grandi aziende (44 per cento, dal 19 per cento) che per quelli alle piccole e medie imprese (PMI; 28 per cento, dal 14 per cento).

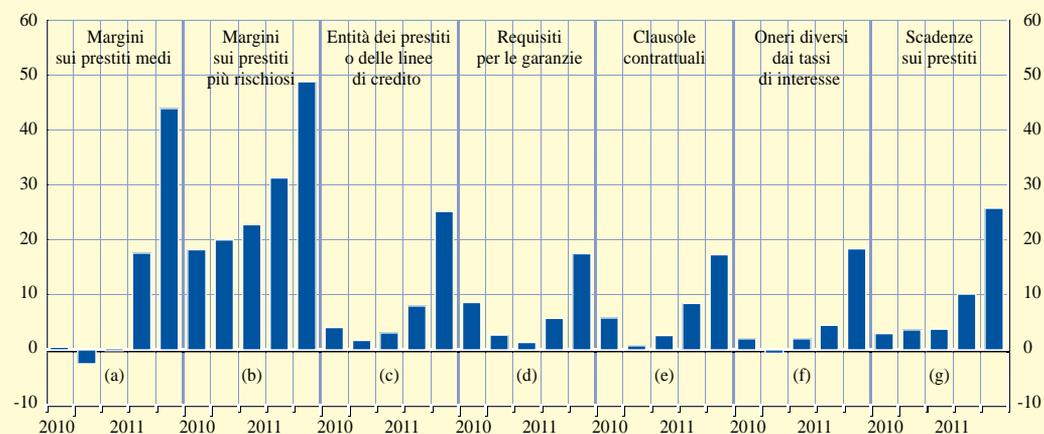
Tra i fattori alla base degli andamenti complessivi dei criteri per la concessione del credito, quelli collegati alla percezione dei rischi relativi alle aspettative sull'attività economica in generale e alle prospettive settoriali o specifiche delle singole imprese avrebbero concorso in larga misura al maggiore irrigidimento netto dei criteri (rispettivamente 40 e 30 per cento, dal 16 e 22 per cento del terzo trimestre). Inoltre, in un contesto caratterizzato da accresciute tensioni nei mercati finanziari e dalle difficoltà di finanziamento delle banche, queste hanno segnalato che i costi di provvista e i vincoli di bilancio hanno fornito un contributo maggiore all'irrigidimento netto dei criteri di fido rispetto al terzo trimestre. Ciò è valso per tutte e tre le componenti di questo fattore, ossia i costi connessi con la posizione patrimoniale delle banche (20 per cento, dal 12 per cento), la loro capacità di finanziarsi sul mercato (28 per cento, dal 20 per cento) e la posizione in termini di liquidità (27 per cento, dal 14 per cento). Per contro, altri fattori, quali le pressioni concorrenziali da parte delle altre banche e delle società non bancarie, sono rimasti sostanzialmente invariati per il secondo trimestre consecutivo.

L'irrigidimento dei termini e delle condizioni di prestito segnalato dagli intermediari dell'area ha accompagnato gli andamenti dei criteri di fido nel quarto trimestre (cfr. figura B). L'ampliamento dei margini ha interessato in maniera marcata sia i prestiti medi (44 per cento, dal 18 per cento), sia quelli più rischiosi (49 per cento, dal 31 per cento). Anche gli altri termini e condizioni (quali gli oneri diversi dai tassi di interesse, l'entità e la scadenza dei prestiti e i requisiti per le garanzie) sono stati ulteriormente inaspriti nel quarto trimestre.

In prospettiva, le banche dell'area dell'euro si attendono nell'insieme un'ulteriore, ancorché moderata, crescita dell'irrigidimento netto dei criteri di concessione del credito alle imprese (al 25

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

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



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

per cento) nel primo trimestre del 2012. Tale andamento interesserebbe soprattutto i prestiti alle grandi imprese e quelli a lungo termine.

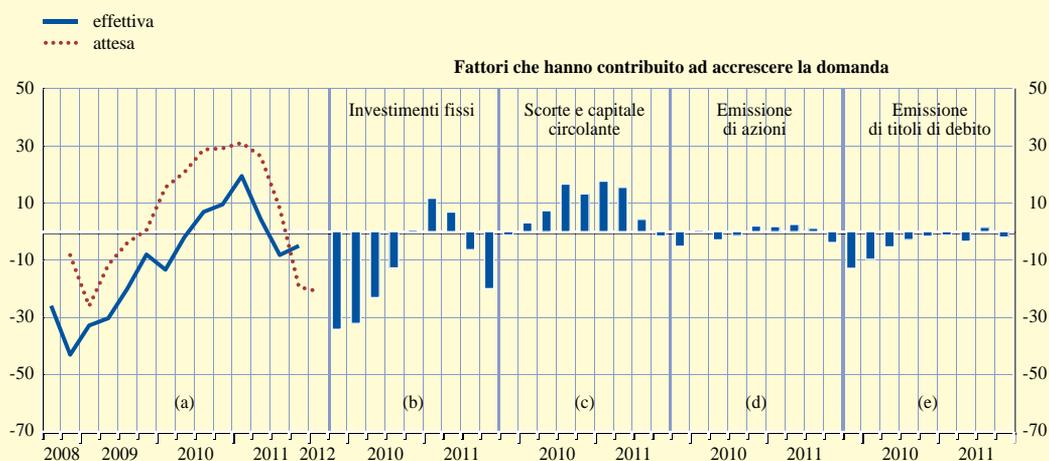
**Domanda di prestiti.** Nel quarto trimestre del 2011, la domanda netta di prestiti da parte delle imprese è rimasta negativa per il secondo trimestre consecutivo (cfr. figura C), pur contraendosi a un ritmo più moderato (-5 per cento, dal -8 per cento). Nel trimestre in esame, inoltre, la domanda netta di prestiti da parte delle PMI è stata inferiore a quella delle grandi aziende (rispettivamente -7 e -2 per cento), mentre nel terzo trimestre la flessione della domanda netta aveva interessato in misura analoga tutte le categorie dimensionali delle imprese (-3 per cento per entrambe le categorie). Mentre la domanda netta di prestiti a lungo termine si è stabilizzata intorno allo 0 per cento, quella di prestiti a breve sarebbe calata allo stesso ritmo del trimestre precedente (-4 per cento).

I partecipanti all'indagine ritengono che il calo della domanda netta sia da ricondurre principalmente al minore fabbisogno di finanziamento per investimenti fissi (-20 per cento, dal -6 per cento del trimestre precedente) e per fusioni e acquisizioni (-18 per cento, dal -4 per cento), e che sia quindi in linea con le aspettative di una crescita economica generalmente più debole. Inoltre, il fabbisogno di finanziamento per scorte e capitale circolante ha registrato valori negativi per la prima volta dalla fine del 2009 (-1 per cento, dal 4 per cento). Stando agli intervistati inoltre è possibile che le società non finanziarie abbiano in parte fatto ricorso a fonti di finanziamento alternative, quali il finanziamento interno.

In prospettiva, le banche si attendono che la domanda di prestiti alle imprese diminuisca ulteriormente nel primo trimestre del 2012 (-21 per cento su base netta). Ciò varrebbe in misura maggiore per le grandi aziende (-21 per cento) che per le PMI (-14 per cento). Con riferimento alle scadenze, il decremento riguarderebbe in misura più pronunciata i prestiti a lungo termine (-27 per cento) rispetto a quelli a breve (-10 per cento).

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

(saldi percentuali)



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

## Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

**Criteri per la concessione del credito.** Come per i prestiti alle imprese, la percentuale netta di banche segnalanti un irrigidimento dei criteri di erogazione dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è significativamente aumentata nel quarto trimestre, al 29 per cento, dal 18 per cento nel trimestre precedente (cfr. figura D); l'aumento è stato maggiore di quello previsto in quel trimestre (11 per cento). Secondo gli intervistati, ancora una volta l'aumento del grado di irrigidimento netto nel quarto trimestre va principalmente ricondotto ai costi di provvista e ai vincoli di bilancio (una percentuale netta del 30 per cento dei partecipanti all'indagine ha segnalato che questo fattore ha contribuito all'irrigidimento, contro il 17 per cento del trimestre precedente). Un contributo è inoltre pervenuto dalle percezioni delle banche riguardo ai rischi per l'attività economica in generale (16 per cento, dal 10 per cento) e per le prospettive del mercato immobiliare (15 per cento, dall'11 per cento).

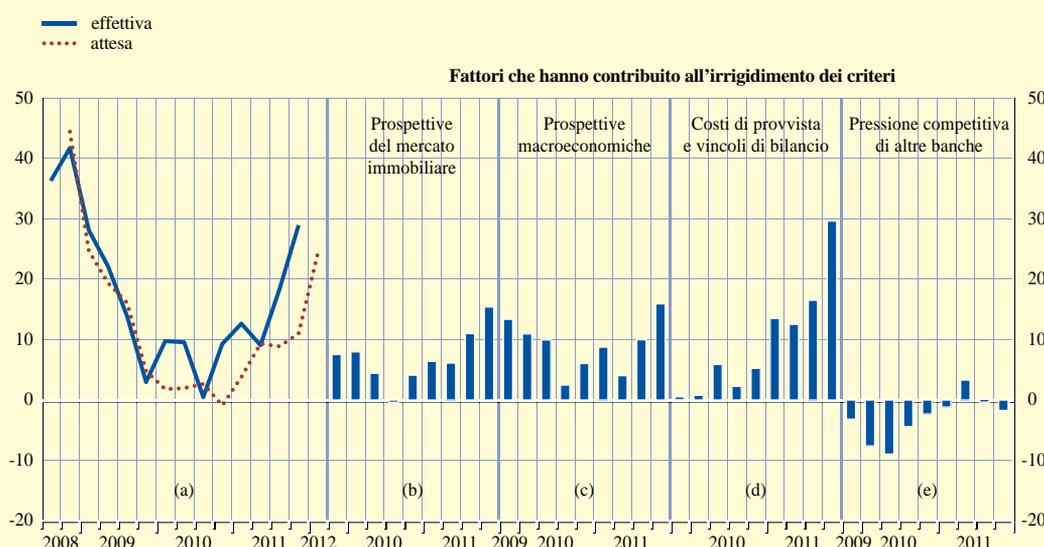
L'incremento significativo dell'irrigidimento netto dei criteri di concessione dei mutui per l'acquisto di abitazioni ha altresì determinato un marcato ampliamento dei margini bancari, sia sui prestiti medi (29 per cento, dal 10 per cento, su base netta) sia su quelli più rischiosi (33 per cento, dal 14 per cento), nonché un più deciso irrigidimento netto della maggior parte dei termini e delle condizioni diversi dal prezzo rispetto al terzo trimestre.

In prospettiva, per il primo trimestre del 2012 le banche si attendono un grado leggermente inferiore di inasprimento netto dei criteri di concessione dei mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (24 per cento).

**Domanda di prestiti.** Parallelamente al calo della domanda netta di prestiti da parte delle imprese e di riflesso alla moderazione della crescita economica, le banche intervistate hanno segnalato un ulteriore calo, ancorché moderato, della domanda netta di mutui per l'acquisto di abitazioni

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

(saldi percentuali)



Nota: cfr. note della figura A.

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

(saldi percentuali)



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

(-27 per cento, dal -24 per cento; cfr. figura E). Tale diminuzione sembra riconducibile soprattutto al deterioramento in atto delle prospettive del mercato immobiliare (-27 per cento, dal -23 per cento) e del clima di fiducia dei consumatori (-34 per cento, dal -24 per cento).

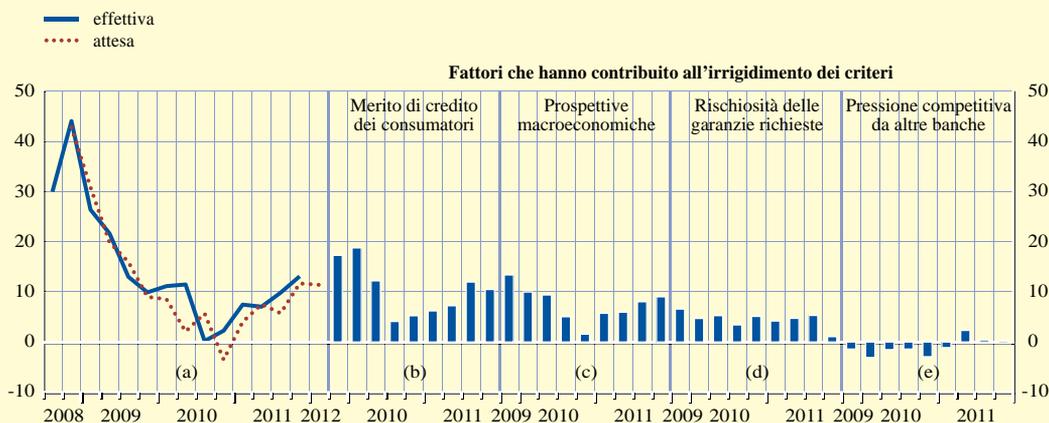
In prospettiva, le banche si attendono una netta flessione della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni (-44 per cento su base netta) nel primo trimestre del 2012.

### Credito al consumo e altre tipologie di prestiti alle famiglie

**Criteri per la concessione del credito.** Per il quarto trimestre del 2011 le banche dell'area dell'euro hanno segnalato un moderato aumento del grado di irrigidimento netto dei criteri per la concessione del credito (al 13 per cento, dal 10 per cento; cfr. figura F). L'aumento è risultato infe-

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

(saldi percentuali)



Nota: cfr. note della figura A.

riore a quello di altre categorie di prestiti. I principali fattori che hanno concorso a tale andamento sono stati i costi di provvista e i vincoli di bilancio, mentre i rischi percepiti in relazione alle prospettive economiche e al merito di credito dei consumatori sono rimasti sostanzialmente invariati. L'aumento dell'irrigidimento netto si è tradotto in un inasprimento dei termini e delle condizioni di prezzo. La percentuale netta delle banche che ha segnalato un aumento dei margini applicati è lievemente aumentata nel quarto trimestre, mentre il contributo dei termini e delle condizioni diversi dal prezzo è rimasto pressoché invariato rispetto alla precedente edizione dell'indagine.

In prospettiva, in termini netti, l'11 per cento delle banche si attende un ulteriore irrigidimento dei criteri per la concessione del credito al consumo e delle altre tipologie di prestiti alle famiglie nel primo trimestre del 2012.

**Domanda di prestiti.** Secondo le banche intervistate la domanda netta di credito al consumo avrebbe segnato un ulteriore lieve calo nel quarto trimestre del 2011 (-16 per cento in termini netti, dal -15 per cento nel trimestre precedente; cfr. figura E), e ciò principalmente a causa della minore fiducia dei consumatori e del calo della spesa per beni di consumo durevoli.

In prospettiva, le banche si aspettano che la flessione della domanda netta di credito al consumo continui nel primo trimestre del 2012 (-18 per cento in termini netti).

#### **Domande *ad hoc* sull'accesso al finanziamento**

Come nelle precedenti rilevazioni, l'indagine di gennaio contemplava anche una domanda *ad hoc* volta a valutare in che misura le tensioni nei mercati finanziari abbiano inciso sull'accesso delle banche ai mercati del finanziamento all'ingrosso nel quarto trimestre del 2011, e in che misura potrebbero ancora esercitare un impatto nel primo trimestre del 2012. Per la prima volta, la domanda era volta a valutare anche l'accesso alla raccolta al dettaglio.

Nell'insieme, le banche dell'area dell'euro hanno segnalato un lieve miglioramento del loro accesso ai mercati monetari, sia per le scadenze brevissime<sup>3)</sup> sia per quelle superiori a una settimana, nonché ai mercati primari dei titoli di debito per tutte le scadenze (cfr. figura G). Inoltre, nel quarto trimestre del 2011 sono parse considerevolmente migliorate le condizioni per l'accesso all'attività di cartolarizzazione, sia per le operazioni *pro soluto*, sia per quelle volte a trasferire i rischi fuori bilancio (cartolarizzazioni sintetiche). Per quanto concerne la raccolta al dettaglio, le banche hanno rilevato un contesto impegnativo nel quarto trimestre del 2011, ancorché mediamente meno difficile rispetto alle condizioni di accesso al finanziamento all'ingrosso.

In prospettiva, le banche dell'area dell'euro si attendono una stabilizzazione di queste ultime nel primo trimestre del 2012, mentre le cartolarizzazioni di prestiti dovrebbero restare contenute. Gli intermediari si attendono inoltre solo un lieve miglioramento delle condizioni relative alla raccolta al dettaglio.

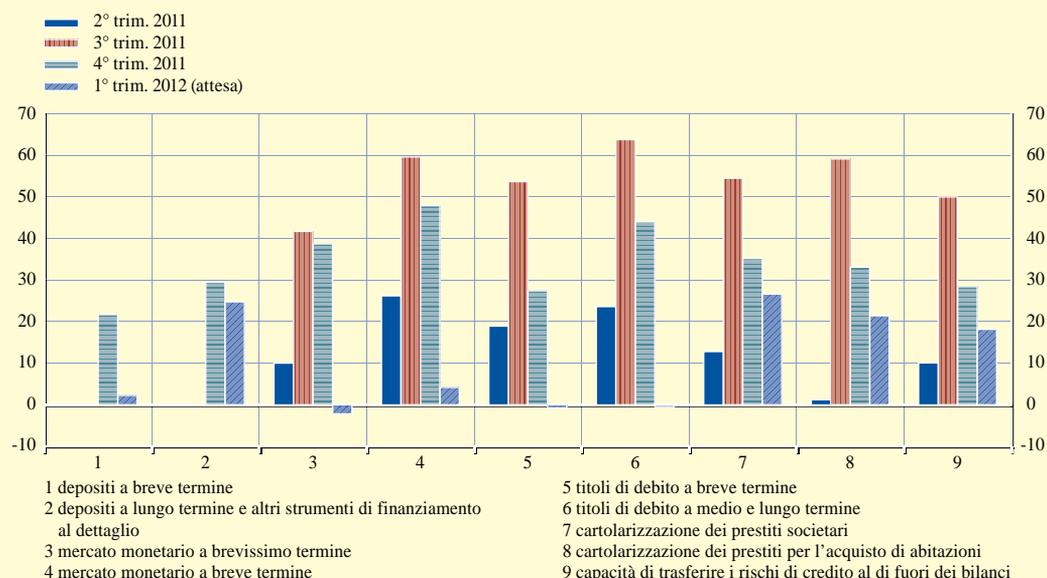
#### **Domande *ad hoc* relative agli effetti della crisi del debito sovrano sulle condizioni di finanziamento e sui criteri di concessione del credito delle banche**

Nel questionario dell'indagine di gennaio 2012 è stata inserita una nuova domanda *ad hoc* tesa a valutare l'impatto della crisi del debito sovrano sulle condizioni di finanziamento delle banche

3) Scadenze inferiori alla settimana.

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

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



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

e sui loro criteri per la concessione del credito. Le banche hanno rilevato che le tensioni nel mercato del debito sovrano hanno portato a un notevole deterioramento delle condizioni di finanziamento tramite i vincoli di bilancio e di gestione della liquidità, nonché tramite altri canali di natura meno diretta. Circa il 30 per cento degli intervistati (in termini netti) ha attribuito il deterioramento delle condizioni di finanziamento alla crisi del debito sovrano, per via dell'esposizione diretta delle banche al debito sovrano, della diminuzione del valore dei titoli di Stato come garanzia o di altri effetti.

Le banche hanno altresì indicato che alcune vulnerabilità collegate alla crisi del debito sovrano hanno concorso significativamente all'irrigidimento dei criteri per la concessione di credito, sebbene una parte del sistema bancario sia stata in grado di proteggere la propria politica di erogazione dei prestiti dall'impatto della crisi. In effetti, a riconoscere un effettivo impatto sull'irrigidimento dei criteri di fido è stato un numero ristretto di banche che, in termini netti, ha raggiunto in media il 27 per cento circa per i prestiti alle società non finanziarie e il 15 per cento circa per i prestiti alle famiglie.

#### **Domande *ad hoc* sull'impatto di Basilea 3 e delle altre modifiche al quadro regolamentare concernente le banche**

Il questionario per l'indagine di gennaio 2012 includeva anche due domande *ad hoc* intese a valutare la misura in cui i nuovi requisiti patrimoniali di vigilanza introdotti con "Basilea 3"<sup>4)</sup> o con

4) Cfr. *Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*, Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, Banca dei regolamenti internazionali, 16 dicembre 2010 (disponibile all'indirizzo: [http://www.bis.org/publ/bcbs189\\_it.pdf](http://www.bis.org/publ/bcbs189_it.pdf)).

le eventuali altre norme nazionali specifiche riguardanti i requisiti patrimoniali possano influire sulle politiche di erogazione del credito delle banche.

In termini netti <sup>5)</sup>, il 34 per cento dei partecipanti all'indagine segnala una diminuzione delle attività ponderate per il rischio negli ultimi sei mesi e il 43 per cento ne prevede un ulteriore calo nei sei mesi a venire come conseguenza del rispetto dei requisiti patrimoniali fissati in "Basilea 3" (o nelle eventuali altre norme nazionali specifiche riguardanti il capitale degli enti creditizi che sono state approvate di recente o che si prevede siano approvate nel prossimo futuro). La flessione effettiva e prevista riguarda in misura maggiore i prestiti più rischiosi, invece che quelli medi. Nell'insieme il 42 per cento degli istituti interpellati rileva un rafforzamento della propria posizione patrimoniale negli ultimi sei mesi, mentre il 34 per cento lo prevede nella prima metà del 2012. Negli ultimi sei mesi tale miglioramento è stato ottenuto in larga parte attraverso l'emissione di nuove azioni anziché tramite gli utili non distribuiti. Un confronto con i risultati dell'indagine sul credito bancario di luglio 2011 evidenzia una chiara accelerazione del processo di adeguamento ai nuovi requisiti regolamentari tramite la riduzione delle attività ponderate per il rischio nella seconda metà del 2011.

Circa un terzo delle banche partecipanti ha indicato che i criteri per la concessione di prestiti alle grandi imprese sono stati inaspriti come conseguenza delle azioni intraprese alla luce delle nuove regolamentazioni nazionali e/o dei requisiti patrimoniali introdotti da "Basilea 3". Gli effetti sui criteri per la concessione di prestiti alle PMI e l'erogazione di mutui per l'acquisto di abitazioni e di credito al consumo sono stati più modesti, ancorché più marcati di quanto previsto nell'indagine di luglio del 2011. Per la prima metà del 2012 le banche attendono un aumento dell'irrigidimento netto dei criteri per la concessione di prestiti dovuto alla pressione normativa, il quale dovrebbe colpire soprattutto le grandi aziende e i mutui per l'acquisto di abitazioni.

5) I risultati indicati sono calcolati come percentuale delle banche che non hanno risposto "non applicabile".

## 2.2 EMISSIONE DI TITOLI

*Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è sceso al 2,5 per cento in novembre. Il calo dell'attività di emissione delle amministrazioni pubbliche e delle società finanziarie diverse dalle IFM non è stato compensato dall'accelerazione delle emissioni di titoli di debito delle società non finanziarie e, in misura minore, delle IFM. Al contempo, il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni di azioni quotate è lievemente diminuito, all'1,5 per cento. Il calo è riconducibile principalmente alla più modesta attività di emissione del settore finanziario, mentre le emissioni delle società non finanziarie sono rimaste sostanzialmente invariate.*

### TITOLI DI DEBITO

In novembre il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è calato al 2,5 per cento, dal 3,4 del mese precedente (cfr. tavola 4). L'andamento complessivo è riconducibile principalmente a una maggiore contrazione sul periodo corrispondente delle emissioni di titoli di debito a breve termine, mentre l'espansione delle emissioni di titoli di debito a lungo termine a tasso fisso è rallentata rispetto al mese precedente. Per quanto concerne

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2011 nov.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente <sup>1)</sup>					
		2010 4° trim.	2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 ott.	2011 nov.
<b>Emissione di titoli di debito:</b>	<b>16.456</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>2,5</b>
IFM	5.453	-0,1	0,6	1,1	1,9	2,9	3,1
Società finanziarie non monetarie	3.283	1,5	1,9	0,8	-0,3	0,0	-1,9
Società non finanziarie	870	8,3	6,2	4,1	4,9	4,7	5,0
Amministrazioni pubbliche	6.850	7,5	7,3	6,9	6,6	5,3	3,9
di cui:							
Amministrazioni centrali	6.229	7,1	6,7	6,1	5,9	4,7	3,0
Altre amministrazioni pubbliche	621	12,4	13,0	15,8	14,6	12,8	13,6
<b>Emissione di azioni quotate:</b>	<b>3.893</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>
IFM	331	6,6	6,4	7,5	12,4	10,2	9,1
Società finanziarie non monetarie	271	4,2	3,4	4,2	5,0	5,8	4,6
Società non finanziarie	3.291	0,8	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3

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*.

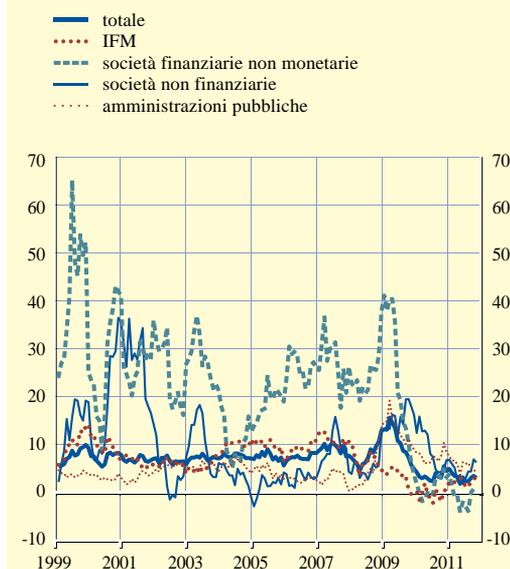
gli andamenti di breve periodo, il tasso di crescita sui sei mesi, espresso in ragione d'anno e calcolato su dati destagionalizzati, è sceso al 3,1 per cento in novembre, dal 3,5 del mese precedente (cfr. figura 9). Il calo ha interessato tutti i settori, ad eccezione delle IFM.

In novembre la contrazione sui dodici mesi delle emissioni di titoli a breve termine, in atto dagli inizi del 2010, è stata più che compensata dall'incremento delle emissioni di titoli di debito a lungo termine a tasso fisso. Allo stesso tempo, le emissioni di titoli di debito a lungo termine a tasso variabile si sono ulteriormente ridotte, confermando la tendenza iniziata a metà del 2011.

Il tasso di crescita complessivo delle emissioni di titoli di debito in novembre cela andamenti differenti fra i diversi settori. Il tasso di incremento sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie è salito al 5 per cento in novembre, dal 4,7 di ottobre. La lieve accelerazione delle emissioni del settore societario va valutata nel contesto del calo dei rendimenti, in particolare per le società con *rating* intermedio ed elevato. Per effetto delle tensioni associate alla crisi del debito sovrano, le obbligazioni di alcune società dell'area dell'euro offrivano rendimenti inferiori a quelli dei titoli

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

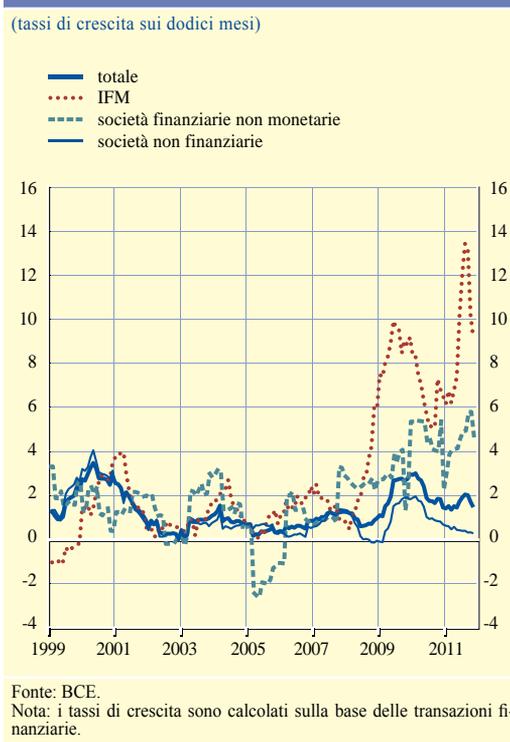
(tassi di crescita semestrali annualizzati; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

di Stato emessi dai paesi in cui queste hanno sede. Stando ai dati forniti dagli operatori di mercato, l'attività di emissione in novembre si è equamente ripartita fra i principali settori, quali l'industria automobilistica, il comparto energetico e le telecomunicazioni. Nel settore finanziario, a fronte dell'ulteriore fabbisogno in termini di capitalizzazione, e malgrado il costo nominale relativamente elevato del finanziamento tramite titoli di debito emessi sul mercato per le istituzioni finanziarie, il tasso di incremento sui dodici mesi dei titoli emessi dalle IFM ha segnato un lieve aumento, pari allo 0,2 per cento, e si è collocato al 3,1 per cento in novembre. Per contro, in novembre le emissioni delle società finanziarie diverse dalle IFM hanno segnato una diminuzione sui dodici mesi dell'1,9 per cento, dopo aver segnato un tasso di variazione pari allo 0 per cento in ottobre. Infine, nell'ambito dei rinnovati sforzi tesi a migliorare le posizioni di bilancio dei paesi, il tasso di incremento sui dodici mesi dei titoli emessi dal settore delle amministrazioni pubbliche ha continuato a diminuire, scendendo al 3,9 per cento in novembre dal 5,3 di ottobre.

**Figura 10 Scomposizione per settore delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro**



## AZIONI QUOTATE

Il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro è lievemente diminuito in novembre, all'1,5 per cento, principalmente per effetto della minore attività di collocamento del settore finanziario. Nel mese in esame, il tasso di crescita delle azioni emesse dalle IFM è sceso al 9,1 per cento, dal 10,2 di ottobre (cfr. figura 10). Il minore vigore dell'attività di emissione di azioni da parte delle IFM dell'area dell'euro riflette in parte le perduranti tensioni nei mercati finanziari. Nel contempo, il tasso di incremento sui dodici mesi delle azioni quotate emesse dalle società finanziarie diverse dalle IFM è sceso di 1,2 punti percentuali, al 4,6 per cento, mentre quello relativo alle azioni quotate emesse dalle società non finanziarie è rimasto sostanzialmente invariato allo 0,3 per cento.

## 2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

*I tassi di interesse del mercato monetario sono diminuiti tra l'inizio di gennaio e l'inizio di febbraio. Nel primo periodo di mantenimento del 2012, iniziato il 18 gennaio, l'Eonia è rimasto su livelli contenuti, riflettendo un ampio ammontare di liquidità in eccesso, in parte riconducibile alla riduzione del coefficiente di riserva entrata in vigore a partire da questo periodo.*

Tra l'inizio di gennaio e l'inizio di febbraio i tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono diminuiti. L'8 febbraio i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente allo 0,66, 1,08, 1,38 e 1,71 per cento, livelli inferiori di 22, 18, 16 e 16 punti base rispetto ai valori osservati l'11 gennaio. Inoltre, il differenziale tra l'Euribor a dodici mesi e

quello a un mese, indicatore dell'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario, è aumentato lievemente, portandosi a 105 punti base l'8 febbraio (cfr. figura 11).

L'8 febbraio il tasso *swap* sull'Eonia a tre mesi si collocava allo 0,34 per cento, in calo di 1 punto base rispetto all'11 gennaio. Nello stesso periodo, il corrispondente tasso sui depositi privi di garanzia, si è ridotto di 18 punti base, attestandosi all'1,08 per cento. Di conseguenza, il differenziale tra Euribor a tre mesi e tasso *swap* sull'Eonia a tre mesi si è ridotto di 17 punti base, portandosi a 74 punti base.

L'8 febbraio i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a marzo, giugno, settembre e dicembre 2012 si collocavano rispettivamente allo 0,89, 0,78, 0,76 e 0,78 per cento, con una flessione di 12, 13, 10 e 8 punti base rispetto ai livelli osservati l'11 gennaio.

Tra l'11 e il 17 gennaio, giorno conclusivo del dodicesimo periodo di mantenimento del 2011, l'Eonia è rimasto stabile, oscillando attorno allo 0,37 per cento in un contesto di livelli più elevati di liquidità in eccesso. A differenza dei mesi recenti, esso non ha registrato impennate nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento, quando si è collocato allo 0,39 per cento. L'Eonia è stato parimenti stabile nella parte restante di gennaio e all'inizio di febbraio, continuando a oscillare attorno allo 0,37 per cento. Nell'insieme, il differenziale negativo tra l'Eonia e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) ha rispecchiato l'ammontare complessivo della liquidità in eccesso. L'8 febbraio l'Eonia si collocava allo 0,36 per cento.

L'Eurosistema ha condotto varie operazioni di rifinanziamento tra l'11 gennaio e l'8 febbraio. Il 17 gennaio ha effettuato un'operazione di regolazione puntuale in cui sono stati assorbiti 217,0 miliardi

**Figura 11 Tassi di interesse del mercato monetario**

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

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

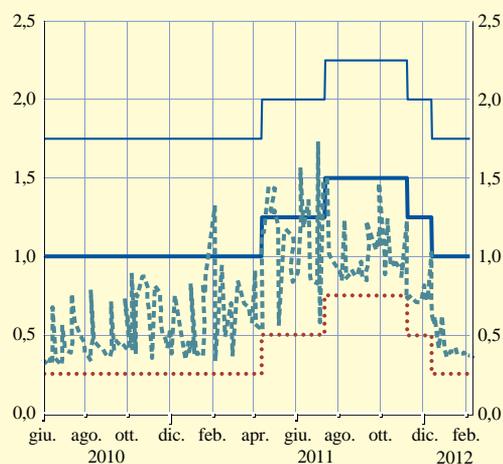


Fonti: BCE e Thomson Reuters.

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

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

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



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

di euro con l'obiettivo di contrastare l'eccedenza di liquidità emersa alla fine del dodicesimo periodo di mantenimento del 2011. In conformità alla decisione del Consiglio direttivo dell'8 dicembre, tali operazioni di regolazione puntuale sono state al momento sospese fino a nuova comunicazione. Nelle ORP del primo periodo di mantenimento del 2012, condotte in data 17, 24 e 31 gennaio e il 7 febbraio, l'Eurosistema ha allocato rispettivamente 126,9, 130,3, 115,6 e 109,5 miliardi di euro.

In gennaio l'Eurosistema ha anche condotto due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT), entrambe mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi: il 17 gennaio un'operazione di rifinanziamento con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento (con aggiudicazione di 38,7 miliardi di euro) e il 25 gennaio una ORLT a tre mesi (con aggiudicazione di 19,6 miliardi di euro). La diminuzione osservata negli importi aggiudicati nelle ORP e nelle ORLT ha rispecchiato il fatto che il 21 dicembre il settore bancario aveva ricevuto un ammontare di liquidità consistente sulla scadenza più lunga di tre anni, nonché l'effetto della riduzione dal 2 all'1 per cento del coefficiente di riserva, che è entrata in vigore con il primo periodo di mantenimento delle riserve del 2012. La conduzione di operazioni a tre anni e la riduzione del coefficiente di riserva sono state finalizzate al sostegno dell'offerta di credito all'economia, mettendo le banche in condizione di gestire il rischio di liquidità su orizzonti temporali più lunghi. Ciò peraltro ha determinato un effetto automatico di contrazione della domanda di liquidità delle banche sulle brevi scadenze (cfr. anche il riquadro 2).

L'Eurosistema ha inoltre condotto quattro operazioni di assorbimento della liquidità a una settimana in data 17, 24 e 31 gennaio e il 7 febbraio, mediante aste a tasso variabile con tasso massimo di offerta dell'1,00 per cento. Con queste operazioni l'Eurosistema ha assorbito interamente la liquidità immessa per mezzo degli acquisti effettuati nell'ambito del Programma per i mercati dei titoli finanziari.

Il primo periodo di mantenimento del 2012, iniziato il 18 gennaio, è stato caratterizzato da livelli elevati di liquidità in eccesso. Tra l'inizio di tale periodo e l'8 febbraio il ricorso medio giornaliero ai depositi presso la banca centrale è stato pari a 483,6 miliardi di euro.

## Riquadro 2

### APPLICAZIONE DEI NUOVI REQUISITI PER LE GARANZIE E LA RISERVA OBBLIGATORIA

Dopo la riunione dell'8 dicembre 2011<sup>1)</sup> il Consiglio direttivo ha annunciato ulteriori misure non convenzionali, nel suo perdurante impegno a sostenere il credito bancario e la liquidità nel mercato monetario dell'area dell'euro e, quindi, ad assicurare che la politica monetaria della BCE continui a essere trasmessa efficacemente all'economia reale in tutta l'area dell'euro. Oltre ad accrescere l'offerta delle operazioni di rifinanziamento, il Consiglio direttivo ha deciso, ai fini della regolare trasmissione della politica monetaria, di ampliare in via temporanea l'elenco delle garanzie stanziabili nelle operazioni dell'Eurosistema, in quanto l'accesso di alcune banche al credito potrebbe essere limitato da una carenza di garanzie idonee<sup>2)</sup>. Per ridurre il fabbisogno di liquidità del sistema bancario e sostenere l'attività nel mercato monetario dell'area dell'euro, il

1) Cfr. anche il riquadro *L'impatto della prima operazione di rifinanziamento a più lungo termine a tre anni* nel numero di gennaio 2012 di questo Bollettino e il riquadro *Ulteriori misure non convenzionali di politica monetaria decise dal Consiglio direttivo l'8 dicembre 2011* nel numero di dicembre 2011 di questo Bollettino.

2) I criteri di idoneità generali stabiliti dall'Eurosistema per i crediti, enunciati nella pubblicazione *L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro - Caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema*, restano invariati.

Consiglio direttivo ha deciso di abbassare in via provvisoria il coefficiente di riserva obbligatoria positivo dal 2 all'1 per cento.

### L'ampliamento dell'elenco delle garanzie idonee favorisce l'accesso alla provvista

L'ampliamento temporaneo dell'elenco delle garanzie idonee annunciato lo scorso 8 dicembre consiste di due elementi. Per quanto riguarda il primo, il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre la soglia di *rating* per alcune categorie di attività cartolarizzate idonee<sup>3)</sup>. Quanto al secondo, sarà accettata come garanzia nelle operazioni dell'Eurosistema una quota maggiore di prestiti non cartolarizzati (crediti). In particolare ogni BCN può autorizzarne l'uso, quale soluzione provvisoria, sulla base dei criteri di idoneità e delle corrispondenti misure di controllo dei rischi che devono essere approvati dal Consiglio direttivo. La dimensione nazionale di tale misura realizza una maggiore protezione dai rischi, grazie alla profonda conoscenza delle BCN dei mercati nazionali dei crediti. Questa misura favorirà, secondo le

attese, una trasmissione più omogenea della politica monetaria unica in tutta l'area dell'euro. La responsabilità inerente all'accettazione di tali "crediti vivi aggiuntivi" è assunta dalla BCN che ne autorizza l'uso. Il 9 febbraio il Consiglio direttivo ha approvato un primo gruppo di sette schemi per i crediti aggiuntivi presentati dalla Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland, dal Banco de España, dalla Banque de France, dalla Banca d'Italia, dalla Banca centrale di Cipro, dalla Oesterreichische Nationalbank e dal Banco de Portugal.

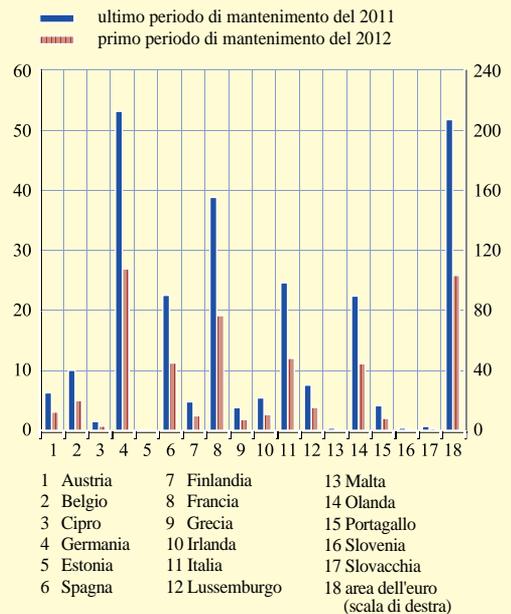
Per assicurare coerenza fra i diversi schemi e fra gli schemi e le misure di controllo dei rischi dell'Eurosistema, il Consiglio direttivo ha inoltre deliberato l'applicazione di una soglia di qualità minima a tutti gli schemi. Tuttavia, ogni BCN può fissare una soglia di qualità minima più rigorosa. In aggiunta, per i singoli crediti diversi da quelli garantiti da attività immobiliari è stato elaborato un prospetto degli scarti di garanzia minimi. Per i singoli crediti garantiti da attività immobiliari e per i *pool* di crediti è stata adottata un'impostazione equivalente al fine di calibrare gli scarti di garanzia. I prospetti degli scarti di garanzia assicurano l'equivalenza dei rischi afferenti le diverse tipologie di crediti presentati in tutte le giurisdizioni. In aggiunta, l'utilizzo e l'efficacia degli schemi saranno tenuti sotto costante osservazione dal Consiglio direttivo.

Una volta applicati i criteri di idoneità e i prospetti degli scarti di garanzia precisati nei rispettivi schemi, la Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland, il Banco de España, la Banque de France, la Banca d'Italia, la Banca centrale di Cipro, la Oesterreichische Nationalbank e il

3) Per maggiori informazioni, cfr. il comunicato stampa *ECB announces measures to support bank lending and money market activity*, BCE, 8 dicembre 2011.

### Confronto fra gli importi della riserva obbligatoria

(miliardi di euro)



Fonti: BCE.

Banco de Portugal dovrebbero poter accettare crediti aggiuntivi per un valore aggregato stimato a circa 200 miliardi di euro. Questo approccio flessibile consentirà un rapido ampliamento delle garanzie idonee, ove necessario, per far fronte al rischio di una carenza di garanzie più generalizzata derivante da protratte tensioni nei mercati finanziari. Al tempo stesso, preservare un approccio coerente al controllo dei rischi assicura il rispetto degli elevati criteri di prudenza dell'Eurosistema.

### **Un coefficiente di riserva inferiore riduce il fabbisogno di liquidità del sistema bancario**

Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di abbassare il coefficiente di riserva obbligatoria positivo dal 2 all'1 per cento dal periodo di mantenimento iniziato il 18 gennaio 2012. Tale misura implica che l'ammontare medio di liquidità che le banche devono detenere nei conti correnti durante un periodo di mantenimento per soddisfare gli obblighi di riserva è stato dimezzato, passando da circa 200 miliardi di euro, in termini aggregati, a circa 100 miliardi. La figura mostra che la riserva dovuta è diminuita in misura proporzionale nei paesi dell'area dell'euro tra l'ultimo periodo di mantenimento del 2011 e il primo del 2012. Abbassare il coefficiente di riserva ha una duplice finalità. Innanzitutto, e in particolare, riduce il fabbisogno di liquidità delle banche e quindi l'ammontare delle garanzie che queste potrebbero dover movimentare per soddisfare gli obblighi di riserva, al fine di ottenere dall'Eurosistema l'importo di rifinanziamento richiesto. Infine, tale misura è intesa anche a favorire l'attività nel mercato monetario, soprattutto perché incentiva ancor di più le banche provviste di liquidità a offrirne ad altri istituti, non potendo più depositarla nel conto di riserva remunerato interamente.

## 2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

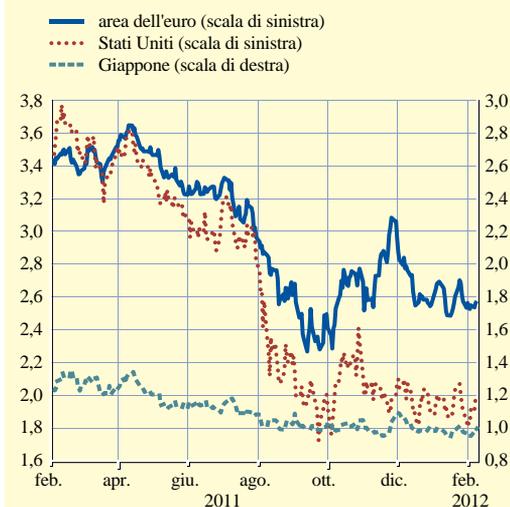
*Tra la fine dell'anno e gli inizi di febbraio i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con rating AAA sono rimasti sostanzialmente invariati, mentre quelli sui corrispondenti titoli di Stato statunitensi sono lievemente aumentati. Gli andamenti dei rendimenti dei titoli di Stato in tale periodo avrebbero rispecchiato la combinazione di più fattori. Negli Stati Uniti, il clima di fiducia positivo ha riflesso dati macroeconomici generalmente migliori delle attese. Nell'area dell'euro, notizie economiche e finanziarie contrastanti, compresi i declassamenti del merito creditizio di varie obbligazioni sovrane dell'area, non sembrano aver pesato in misura significativa sul clima di fiducia del mercato. L'incertezza sull'evoluzione futura dei mercati obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita di questi ultimi, rimane elevata in termini storici, nonostante la notevole attenuazione nel periodo in rassegna. Gli indicatori desunti dai mercati suggeriscono che le aspettative di inflazione rimangono pienamente coerenti con la stabilità dei prezzi.*

I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con rating AAA sono rimasti sostanzialmente invariati tra il 2 gennaio e l'8 febbraio, portandosi in quest'ultima data al 2,6 per cento circa. Nello stesso periodo i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine negli Stati Uniti sono aumentati di 11 punti base, portandosi al 2,0 per cento, principalmente per effetto della diffusione di dati macroeconomici migliori delle attese (cfr. figura 13). La tendenza al rialzo dei rendimenti sui titoli di Stato dovuta a fondamentali migliori delle attese potrebbe essere stata in qualche misura frenata dalla dichiarazione di fine gennaio del Federal Open Market Committee (FOMC) secondo il quale le condizioni economiche richiederanno probabilmente livelli eccezionalmente bassi dei tassi sui Federal Funds quanto meno fino a fine 2014. Il differenziale fra i tassi di interesse nominali sui titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro e degli Stati Uniti si è quindi lievemente ridotto nel periodo in esame. In Giappone, i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono rimasti sostanzialmente invariati nel periodo, collocandosi appena sotto l'1 per cento l'8 febbraio.

L'incertezza degli investitori sugli andamenti a breve termine dei mercati obbligazionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, misurata dalla volatilità implicita nel prezzo delle opzioni nelle rispettive regioni, si è moderatamente ridotta nel periodo in rassegna. Ciò vale in particolare per l'area dell'euro, dove notizie economiche e finanziarie relativamente contrastanti, compresi ulteriori declassamenti di rating sovrani, non sembrano aver significativamente intaccato la fiducia dei mercati. Al contrario, i mercati obbligazionari sembrano aver risentito maggiormente di effetti positivi nella fase precedente alla riunione dei Capi di Stato o di Governo dei paesi dell'area dell'euro tenutasi il 30 gennaio e in seguito alle decisioni assunte dai leader dell'area dell'euro sulla finalizzazione del Trattato sulla stabilità, il coordinamento e la governance nell'Unione economica e monetaria (comunemente noto come patto di bilancio o *fiscal compact*), così come in risposta alle anticipazioni sul meccanismo permanente di gestione delle crisi (il Meccanismo europeo di stabilità).

**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.

Tuttavia, nel periodo in rassegna, la volatilità implicita dei mercati obbligazionari nell'area dell'euro è rimasta elevata in termini storici. Nonostante una riduzione dell'avversione al rischio degli investitori, la domanda di attività "rifugio" (approssimata dai premi di liquidità sui titoli di Stato tedeschi tuttora elevati rispetto a quelli delle obbligazioni delle agenzie) è rimasta sostenuta nel periodo, a indicazione del fatto che nel complesso la fiducia dei mercati, sebbene migliorata obbligazionari rimane ancora fragile.

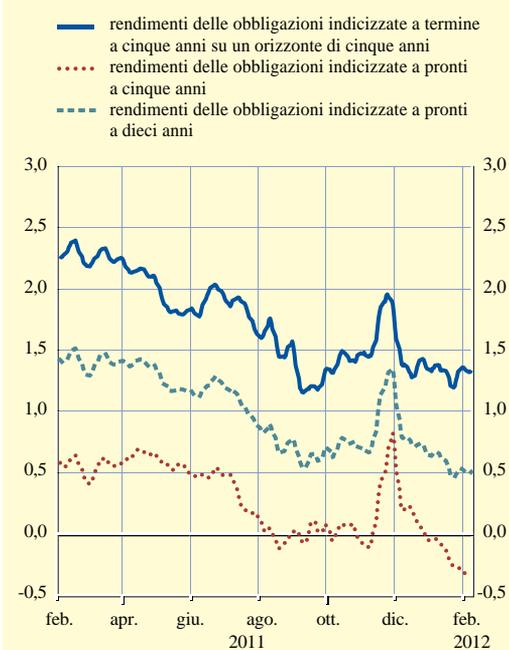
Per la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro i differenziali di rendimento delle obbligazioni sovrane rispetto ai titoli di Stato tedeschi hanno mostrato una tendenza a ridursi nel periodo in rassegna, in alcuni casi in misura significativa. I declassamenti del merito creditizio di numerose obbligazioni sovrane dell'area dell'euro da parte di due agenzie di *rating* (Fitch e Standard & Poor's) non avrebbero esercitato un impatto al rialzo durevole sui differenziali di rendimento dei titoli di Stato dell'area dell'euro. Ad esempio, i differenziali di rendimento delle obbligazioni sovrane di Francia e Austria, due paesi che Standard & Poor's ha privato del *rating* AAA, sono moderatamente diminuiti nel periodo, rispettivamente di 40 e 25 punti base, mentre in Italia, paese declassato da entrambe le agenzie di *rating*, il differenziale di rendimento sui titoli di Stato ha registrato una flessione di 155 punti base. Alle più favorevoli condizioni dei mercati obbligazionari ha concorso anche l'annuncio di ulteriori misure di bilancio e riforme strutturali da parte di alcuni governi dell'area dell'euro.

I rendimenti sui titoli di Stato indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro a cinque e dieci anni sono diminuiti rispettivamente di 20 e 6 punti base nel periodo in rassegna, portando i rendimenti reali rispettivamente al -0,3 e 0,6 per cento all'8 febbraio (cfr. figura 14). Sempre nel periodo in esame il tasso di inflazione di pareggio implicito a termine (a cinque anni su un orizzonte quinquennale) nell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato al 2,5 per cento (cfr. figura 15). Tuttavia, il tasso desunto dagli *swap* sull'inflazione con lo stesso orizzonte temporale è salito, nel periodo, di 25 punti base portandosi, l'8 febbraio, al 2,6 per cento.

I tassi di inflazione di pareggio si sono mantenuti volatili nei mesi recenti, riflettendo la volatilità elevata nei mercati dei titoli di Stato, nonché la presenza di premi di liquidità significativi. Le aspettative di inflazione desunte dai mercati obbligazionari sono state quindi meno attendibili di quelle basate sui segnali ricevuti dai mercati degli *swap* sull'inflazione. Pur mostrando una stabilità relativamente maggiore, i mercati dei tassi *swap* non sono stati esenti da tensioni: l'aumento dei tassi degli *swap* sull'inflazione registrato nei mesi recenti (specie nel segmento a cinque anni su un orizzonte quinquennale) ha rispecchiato in parte un incremento dei premi per il rischio di inflazione.

**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)

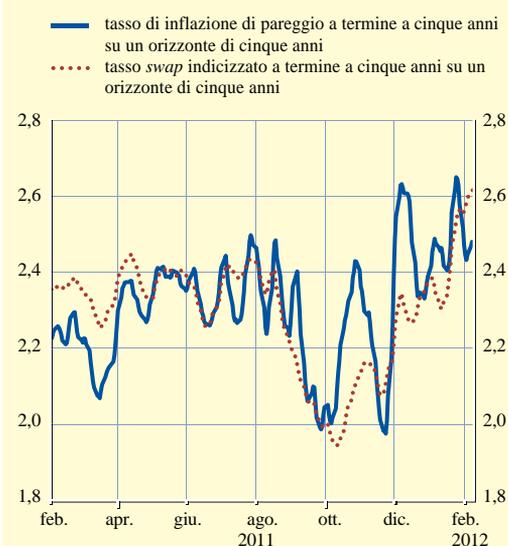


Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nota: dalla fine di agosto 2011, i tassi reali sono calcolati come media ponderata al PIL dei tassi reali di Francia e Germania. Prima di tale data, il calcolo veniva effettuato sulla base di una stima di una curva congiunta dei rendimenti reali di Francia e Germania.

**Figura 15 Inflazione di pareggio, ricavata da rendimenti *zero coupon* e tassi *swap* indicizzati all'inflazione nell'area dell'euro**

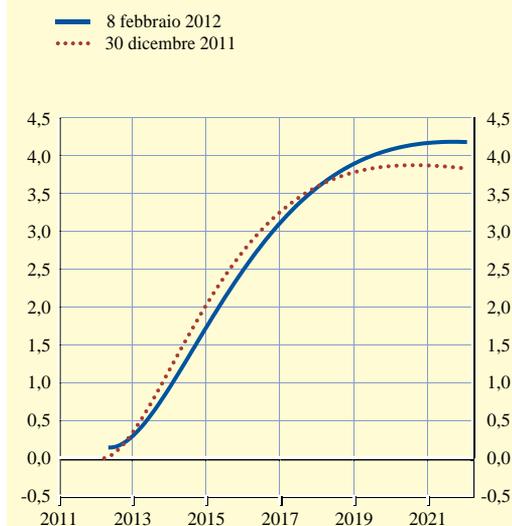
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.  
 Nota: dalla fine di agosto 2011, i tassi di inflazione di pareggio sono calcolati come media ponderata al PIL dei tassi di inflazione e di pareggio stimati separatamente per Francia e Germania. Prima di tale data, i tassi venivano calcolati confrontando i rendimenti della curva dei rendimenti nominali dei titoli di Stato con *rating* AAA dell'area dell'euro con una curva dei rendimenti reali congiunta derivata dai titoli di Stato indicizzati di Francia e Germania.

**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.

Nel complesso, considerando non solo la volatilità dei mercati e le distorsioni nel contesto degli elevati premi di liquidità ma anche i premi al rischio di inflazione, gli indicatori basati sui rendimenti di mercato suggeriscono che le aspettative di inflazione rimangono pienamente coerenti con la stabilità dei prezzi.

L'andamento generale dei rendimenti sulle obbligazioni a lungo termine dell'area dell'euro con *rating* AAA può essere scomposto nelle variazioni delle aspettative sui tassi di interesse (e dei connessi premi al rischio) su diversi orizzonti (cfr. figura 16). Rispetto alla fine di dicembre, la struttura per scadenza dei tassi a termine si è spostata verso il basso sugli orizzonti di breve e medio termine (circa sei anni) e verso l'alto su quelli di più lungo termine, per effetto di correzioni dei rendimenti attesi nonché delle prospettive per l'attività economica e l'inflazione su diversi orizzonti temporali.

Nel periodo in esame i differenziali di rendimento delle obbligazioni di qualità più elevata (*investment grade*) emesse da società non finanziarie sono lievemente diminuiti. Quelli delle obbligazioni *investment grade* emesse da società finanziarie, invece, sono diminuiti in maniera più marcata, soprattutto per le categorie più basse della scala di *rating*. La forte riduzione dei differenziali può aver rispecchiato una combinazione di fattori, tra cui: 1) una minore avversione al rischio, approssimata ad esempio dal differenziale dei rendimenti delle obbligazioni societarie con *rating* BBB e quelli con *rating* AAA; 2) una riduzione delle pressioni sulla provvista delle istituzioni finanziarie dopo l'annuncio dell'Eurosistema di due operazioni di rifinanziamento a lungo termine a tre anni (di cui la prima è stata condotta nel dicembre 2011);

3) la prospettiva di minori rischi di contagio provenienti dal mercato del debito sovrano nel periodo precedente alle decisioni assunte il 30 gennaio 2012 dai Capi di Stato o di Governo dei paesi dell'area dell'euro, con le quali hanno inteso rafforzare il quadro di riferimento dell'Unione monetaria per le politiche di bilancio e la gestione delle crisi. Per le società finanziarie dell'area dell'euro anche il costo in termini nominali del finanziamento mediante titoli di debito emessi sul mercato ha evidenziato un netto calo.

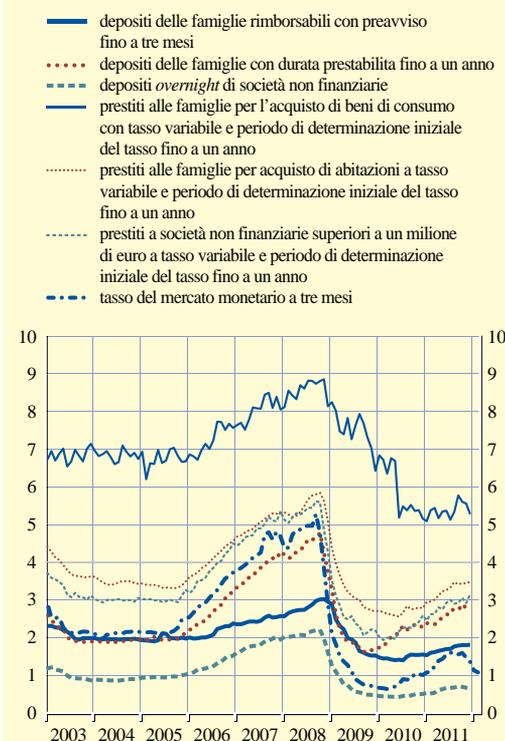
## 2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

*In dicembre i tassi di interesse delle IFM hanno mostrato una tendenza all'aumento per la maggior parte delle tipologie di prestiti e scadenze. Gli incrementi sono stati considerevoli nel caso dei prestiti a breve termine alle società non finanziarie, ma moderati in quello dei prestiti alle famiglie.*

In dicembre i tassi di interesse delle IFM a breve termine sui depositi sono rimasti sostanzialmente invariati rispetto al mese precedente. In particolare, i tassi di interesse a breve termine hanno registrato una diminuzione marginale sia per i depositi delle famiglie con durata prestabilita fino a un anno sia per i depositi delle società non finanziarie, mentre sono lievemente aumentati nel caso dei depositi delle famiglie con scadenze fino a tre mesi (cfr. figura 17). I tassi sui prestiti delle IFM a breve termine hanno evidenziato un lieve incremento, di 5 punti base, in relazione ai mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, mentre sono diminuiti di 28 punti base per il credito al consumo. Nello stesso periodo i tassi sui prestiti a breve termine concessi dalle IFM alle società non finanziarie hanno evidenziato un aumento più marcato per tutte le categorie di prestito. Più precisamente, i tassi sui prestiti di modesta entità (fino a 1 milione di euro) erogati dalle IFM alle imprese sono saliti di 13 punti base, mentre quelli sui prestiti di grande entità (superiori a 1 milione di euro) sono cresciuti di 23 punti base. In dicembre i tassi di interesse sugli scoperti di conto sono rimasti sostanzialmente invariati per le società non finanziarie. Dal momento che nello stesso mese l'Euribor ha registrato un calo di circa 11 punti base, a seguito della riduzione dei tassi di interesse di riferimento della BCE, il differenziale tra l'Euribor e i tassi sui prestiti di grande entità con scadenza a breve termine erogati dalle IFM alle società non finanziarie si è portato fino a circa 180 punti base, mentre quello relativo alle famiglie è aumentato, collocandosi su un valore prossimo a 210 punti base (cfr. figura 18).

**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)



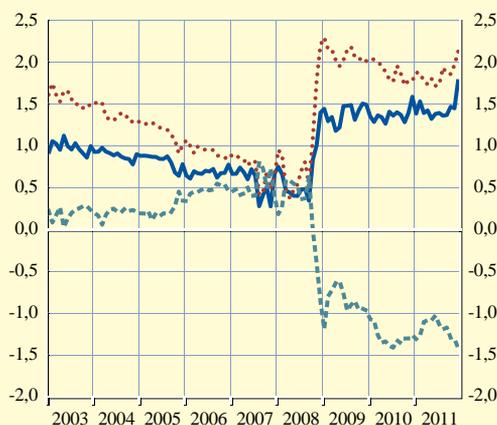
Fonte: BCE.

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)

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



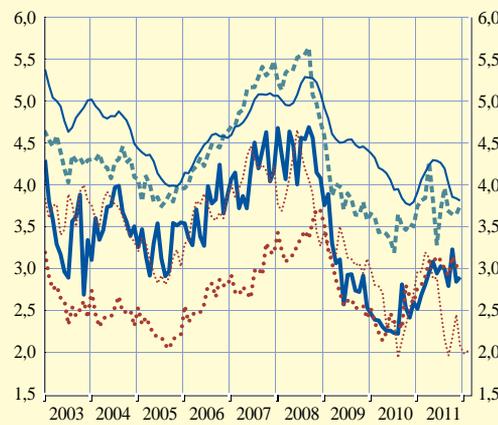
Fonte: BCE.

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

**Figura 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)

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



Fonte: BCE.

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

In una prospettiva di più lungo periodo, durante l'ultimo ciclo completo di politica monetaria espansiva (tra l'ottobre 2008 e il marzo 2010) si è registrata una trasmissione significativa dei tassi di mercato ai tassi sui prestiti bancari. Per quanto concerne l'episodio più recente di allentamento della politica monetaria, la trasmissione delle due nuove riduzioni dei tassi di interesse di riferimento della BCE ai tassi sui prestiti delle IFM andrebbe valutata nel contesto delle acute tensioni nei mercati della provvista bancaria e dell'esigenza di un considerevole ridimensionamento della leva finanziaria. Le più recenti misure non convenzionali della BCE sono finalizzate a migliorare la situazione della provvista bancaria, assicurando così un adeguato funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria in un contesto di elevata incertezza. In queste circostanze, sebbene le regolarità storiche suggeriscano che i minori tassi di mercato dovrebbero gradualmente riflettersi nei tassi sui prestiti, tale processo non può essere dato per scontato agli attuali livelli molto bassi dei tassi ufficiali e potrebbe dipendere anche in maniera determinante dall'entità delle pressioni sui bilanci e sulla provvista del settore bancario.

Quanto alle scadenze più lunghe, in dicembre i tassi sui prestiti delle IFM hanno mostrato una tendenza all'aumento per le società non finanziarie, mentre sono lievemente diminuiti per le famiglie (cfr. figura 19). Più specificatamente, i tassi sui prestiti di grande entità alle imprese con un periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni sono saliti di 10 punti base, mentre

quelli sui prestiti di modesta entità con analoga scadenza si sono ridotti di 5 punti base. Per contro, i tassi sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con periodo di determinazione iniziale del tasso compreso tra cinque e dieci anni sono scesi lievemente, di circa 3 punti base.

In dicembre i differenziali dei tassi a lungo termine sui mutui concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni rispetto ai rendimenti sui titoli di Stato a sette anni con *rating* AAA hanno evidenziato un considerevole incremento, dovuto in parte alla pressione al ribasso esercitata sui titoli di Stato con *rating* AAA dai flussi verso investimenti sicuri. In particolare, tale differenziale si è ampliato di 30 punti base, all'1,7 per cento. Anche per le società non finanziarie il differenziale di tali rendimenti rispetto ai prestiti di grande entità è aumentato, di circa 50 punti base, collocandosi all'1,7 per cento.

In una prospettiva di più lungo periodo, i tassi sui prestiti alle famiglie e quelli sui prestiti a lungo termine di modesta entità alle imprese hanno mostrato in genere una trasmissione in qualche misura incompleta e lenta, mentre i tassi sui prestiti a lungo termine di grande entità concessi alle imprese hanno mostrato un andamento più simile a quello dei rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine con *rating* AAA. Come nel caso della trasmissione dei tassi di mercato a breve termine ai tassi bancari a breve termine, le regolarità nelle relazioni storiche tra i tassi sui prestiti a lungo termine e i rendimenti sui titoli di Stato con *rating* AAA corrispondenti potrebbero aver subito una significativa distorsione dovuta alle recenti tensioni connesse con la crisi del debito sovrano e alla vulnerabilità delle banche dell'area dell'euro.

## 2.6 MERCATI AZIONARI

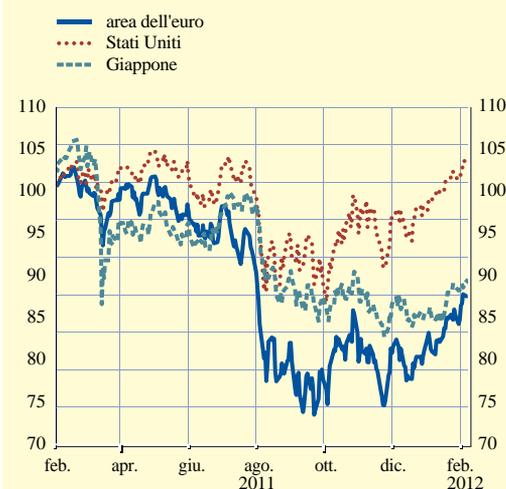
*Tra il volgere dell'anno e gli inizi di febbraio i corsi azionari sono aumentati marcatamente sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. Il clima di fiducia positivo sarebbe stato favorito dalla pubblicazione di dati in genere migliori delle attese negli Stati Uniti e da rinnovate speranze di una soluzione duratura alla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro. Gli incrementi delle quotazioni nell'area dell'euro, indotti dal fatto che i corsi azionari del settore finanziario hanno beneficiato dell'allentamento delle condizioni di finanziamento, dovuto alle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine effettuate dall'Eurosistema, avrebbero rispecchiato una moderata riduzione dell'avversione al rischio, nonostante la relativa debolezza degli utili annunciati e le deboli prospettive nel breve termine per l'attività economica. L'incertezza circa l'andamento dei corsi azionari, misurata dalla volatilità implicita, è diminuita nel periodo in rassegna a livelli osservati da ultimo a metà del 2011.*

Tra il 2 gennaio e l'8 febbraio i corsi azionari sono aumentati vigorosamente sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. Le quotazioni delle azioni dell'area dell'euro, misurate dall'indice generale Dow Jones Euro Stoxx, sono salite del 9,5 per cento nel periodo in rassegna, mentre l'indice Standard & Poor's 500 negli Stati Uniti è cresciuto del 7,3 per cento (cfr. figura 20). I corsi azionari in Giappone, misurati dall'indice Nikkei 225, hanno evidenziato un incremento del 6,6 per cento nello stesso periodo.

Il clima di fiducia positivo nei mercati azionari degli Stati Uniti sarebbe stato favorito dalla pubblicazione di dati macroeconomici in genere migliori delle attese. In questo contesto, le indicazioni del perdurare nel nuovo anno della dinamica di crescita positiva (ad esempio gli ordinativi di beni durevoli in dicembre, il numero di dipendenti nel settore non agricolo in gennaio) e il buon andamento della redditività di alcune importanti società non finanziarie avrebbero più che compensato i dati contrastanti sul mercato degli immobili residenziali e un clima di fiducia dei consumatori più debole delle attese.

**Figura 20 Indici dei corsi azionari**

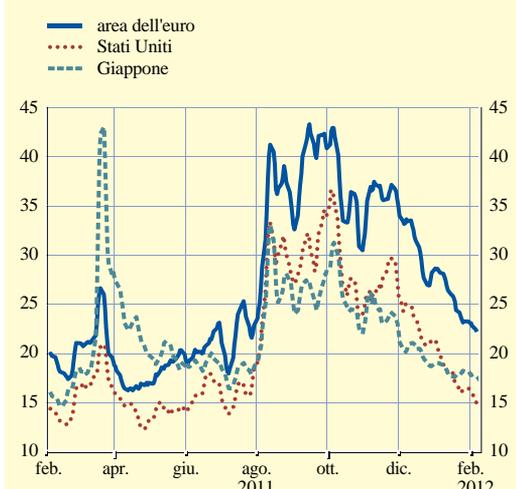
(indice: 1° febbraio 2011 = 100; dati giornalieri)



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 di cinque giorni, calcolate su dati giornalieri)



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

I mercati azionari nell'area dell'euro sono stati sostenuti dagli sviluppi positivi, precedenti la riunione dei capi di Stato e di governo dei paesi dell'area dell'euro tenutasi il 30 gennaio, e, successivamente, dalle decisioni, assunte in tale occasione, di rafforzare il quadro di riferimento dell'unione monetaria per le politiche di bilancio e la gestione delle crisi. Nel periodo in rassegna, i mercati azionari dell'area dell'euro sarebbero stati sostenuti anche dalle attese che si potesse raggiungere nel brevissimo termine un accordo tra la Grecia e i suoi creditori privati sulla ristrutturazione del debito sovrano e da un allentamento delle difficoltà di provvista degli intermediari finanziari dell'area dell'euro, grazie alle nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine effettuate dall'Eurosistema. La pubblicazione di dati economici contrastanti nonché il declassamento di varie obbligazioni sovrane dell'area dell'euro da parte di due importanti agenzie di *rating* non avrebbero pesato in misura significativa sul clima di mercato.

Nel periodo in rassegna l'incertezza circa l'andamento dei corsi azionari, misurata dalla volatilità implicita, è moderatamente diminuita sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro, portandosi su livelli osservati da ultimo a metà del 2011 (cfr. figura 21). Tuttavia, il grado di incertezza è rimasto elevato in termini storici, riflettendo sia i timori circa la crisi del debito sovrano dell'area dell'euro sia i rischi percepiti in prospettiva dagli investitori. Considerate le differenze nella composizione sottostante dei rispettivi indici, la volatilità implicita ha continuato a rimanere significativamente più elevata nell'area dell'euro che negli Stati Uniti, circostanza che potrebbe riflettere le tensioni generate dai mercati del debito sovrano dell'area dell'euro.

I rialzi dei corsi azionari dell'area dell'euro nel periodo in rassegna sono riconducibili principalmente alle quotazioni azionarie del settore finanziario, che sono cresciute del 16,3 per cento nel periodo, mentre le azioni delle società non finanziarie dell'area sono aumentate dell'8,1 per

cento. Le quotazioni azionarie del comparto finanziario sono state apparentemente sostenute da una riduzione dei vincoli di finanziamento per le banche, dopo la prima delle due operazioni di rifinanziamento a tre anni dell'Eurosistema. In questo contesto, sembrano aver contribuito anche le prospettive di minori effetti negativi di propagazione dalle obbligazioni sovrane al bilancio del settore finanziario, in seguito all'accordo sul patto di bilancio (*fiscal compact*) nell'area dell'euro. Per contro, i declassamenti del merito di credito di alcune banche dell'area dell'euro e gli annunci di utili in media modesti non avrebbero gravato in maniera significativa sul clima di mercato. Negli Stati Uniti, i corsi del settore finanziario sono aumentati dell'11,8 per cento nel periodo di riferimento, registrando quindi anch'essi risultati migliori rispetto all'andamento complessivo dell'indice generale.

### Riquadro 3

#### GLI SQUILIBRI ALL'INTERNO DELL'AREA DELL'EURO NELLA PROSPETTIVA DEI CONTI SETTORIALI

Negli anni precedenti alla crisi finanziaria si sono accumulati persistenti squilibri all'interno dell'area dell'euro. Il presente riquadro esamina in maggiore dettaglio i differenti sviluppi nei singoli paesi all'approssimarsi della crisi e nei trimestri più recenti, sulla base delle informazioni nazionali sottostanti i conti settoriali dell'area dell'euro<sup>1)</sup>. Per le finalità analitiche del presente riquadro, sono compilati conti per due gruppi di paesi dell'area dell'euro, da un lato considerando congiuntamente le economie che avevano registrato avanzi di conto corrente con l'estero per un periodo di cinque anni fino all'avvio della crisi finanziaria nel 2007 ("gruppo con avanzi esterni": Belgio, Germania, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria e Finlandia) e, dall'altro, quelle che avevano registrato disavanzi di conto corrente ("gruppo con disavanzi esterni": Irlanda, Estonia, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Cipro, Malta, Portogallo, Slovacchia e Slovenia)<sup>2)</sup>.

Il criterio utilizzato nella classificazione dei paesi in ciascun gruppo è stato scelto a scopo illustrativo in modo da rappresentare alcuni fatti stilizzati comuni in merito alla fase di rapido incremento osservata fino al 2008. Ciascuno dei raggruppamenti nel presente riquadro è piuttosto eterogeneo al suo interno, comprendendo paesi con disavanzi o avanzi esterni molto elevati e altri che invece avevano (e hanno tuttora) posizioni di conto corrente prossime al pareggio. Inoltre, i paesi presentano spesso differenze considerevoli in relazione ad altri indicatori, come la posizione di bilancio pubblico o la presenza di cicli di forte ascesa e repentino calo in alcuni mercati. Ovviamente, la composizione del gruppo è strettamente connessa al periodo di riferimento e potrebbe variare nel tempo. La Germania, ad esempio, si sarebbe trovata nel "gruppo con disavanzi esterni" se un esercizio analogo fosse stato condotto all'inizio del secolo, mentre Italia e Francia nello stesso periodo sarebbero rientrate nel "gruppo con avanzi esterni"; tale circostanza sottolinea di per sé il fatto che all'interno dell'unione monetaria si verificano nel tempo correzioni e inversioni degli squilibri.

1) Questa rappresentazione è stata utilizzata per la prima volta nell'articolo *La crisi finanziaria alla luce dei conti dell'area dell'euro nella prospettiva dei flussi di fondi*, pubblicato nel numero di ottobre 2011 di questo Bollettino. Gli aggregati per gruppo sono ottenuti mediante semplice aggregazione dei dati nazionali ripartendo *pro quota* tra i raggruppamenti eventuali differenze rispetto ai totali dell'area dell'euro (derivanti principalmente da asimmetrie nella bilancia dei pagamenti all'interno dell'area), preservando nel contempo l'additività per il complesso dell'area dell'euro. Non viene effettuato alcun altro consolidamento (opzione sostanzialmente appropriata dal momento che gli EAA sono compilati prevalentemente su base non consolidata).

2) Grecia, Cipro, Malta, Slovacchia, Slovenia ed Estonia sono considerate per l'intero periodo in esame, nonostante siano entrate a far parte dell'area dell'euro in momenti diversi.

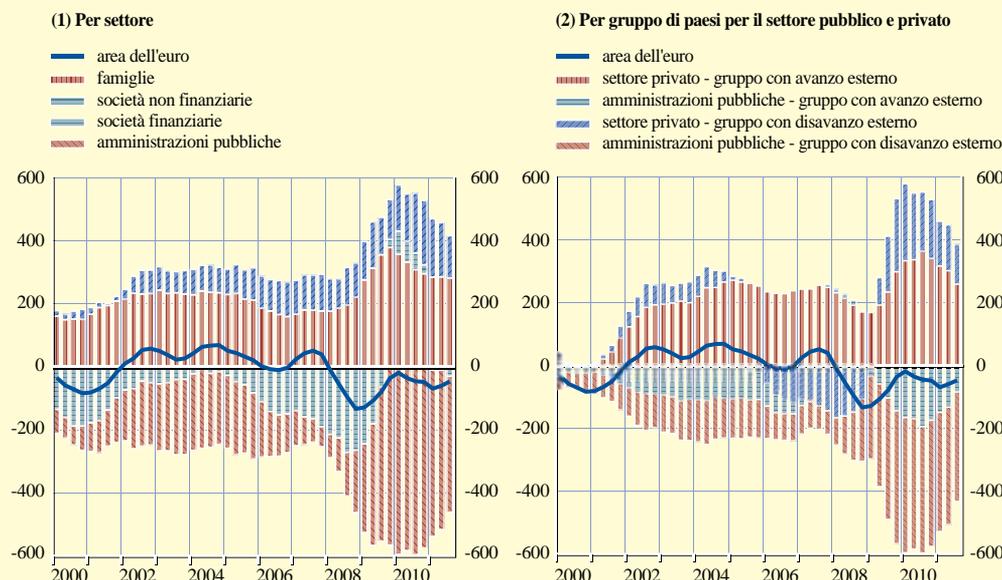
## Evoluzione dell'accREDITAMENTO netto/indebitamento netto

La figura A, diagramma 1, riporta l'andamento dell'accREDITAMENTO/indebitamento netto per settore dell'economia<sup>3)</sup> nell'insieme dell'area dell'euro, utilizzando somme su periodi mobili di quattro trimestri, secondo la tradizionale scomposizione per settore (che contempla famiglie, società non finanziarie (SNF), amministrazioni pubbliche e società finanziarie). Nella figura A, diagramma 2, sono riportati tali disavanzi/avanzi finanziari unicamente per il comparto delle amministrazioni pubbliche e il settore privato<sup>4)</sup>, distinguendo però tra i due gruppi con avanzi e disavanzi esterni definiti in precedenza. La figura A, diagramma 1, mostra che il periodo compreso tra il 2006 e il 2008 è stato caratterizzato, nel complesso dell'area dell'euro, da un brusco incremento dell'indebitamento netto delle SNF, che ha poi subito un'inversione tra il 2008 e il 2010. Questa inversione negli anni più recenti, unitamente a un aumento dell'accREDITAMENTO netto delle famiglie, si è contrapposta a un considerevole aumento dell'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche.

Nel confronto tra i due gruppi di paesi, la figura A, diagramma 2, mette in evidenza il pronunciato aumento dei disavanzi finanziari del settore privato nei paesi con disavanzi esterni durante gli anni di forte espansione, che è coinciso con ampi avanzi del settore privato, nonché con brusche

**Figura A AccredITAMENTO netto/indebitamento netto dell'area dell'euro**

(somme di quattro trimestri; miliardi di euro)



Fonti: Eurostat e BCE.

Nota: l'accREDITAMENTO netto/indebitamento netto presentato nella figura di questo riquadro è stato corretto, per comodità, in modo da escludere le "acquisizioni al netto delle dismissioni di attività finanziarie non prodotte" (al fine di evitare le distorsioni causate dagli ingenti proventi derivanti dalla vendita delle licenze di telefonia mobile UMTS nel 2000).

- 3) L'accREDITAMENTO netto/indebitamento netto, o avanzo/disavanzo finanziario, di un settore corrisponde al saldo del suo conto capitale, misurando l'eccesso di risparmio e di trasferimenti netti di capitale ricevuti rispetto agli investimenti di capitale (accREDITAMENTO netto) o viceversa (indebitamento netto). Il saldo è la differenza tra le entrate e le uscite di ciascun settore. Corrisponde altresì al saldo del conto finanziario del settore, che misura la differenza fra le transazioni in attività e passività finanziarie.
- 4) In questa riquadro è definito come la somma di tutti i settori diversi da quello delle amministrazioni pubbliche (comprese dunque le società pubbliche).

riduzioni dei disavanzi delle amministrazioni pubbliche nei paesi con avanzi esterni. Questi crescenti squilibri tra settori nei due raggruppamenti di paesi riflettono in parte l'accresciuta integrazione finanziaria e la più facile circolazione transfrontaliera del risparmio all'interno dell'unione monetaria. Allo stesso tempo, rispecchiano anche l'impatto di boom della domanda e di rigidità dell'offerta sulla competitività a livello locale.

Nel 2008 la crisi finanziaria ha innescato una riduzione degli squilibri finanziari del settore privato nel gruppo di paesi con disavanzi esterni, che sono diventati rapidamente avanzi nel 2009. Al contempo, nell'altro gruppo di paesi gli avanzi del settore privato sono ulteriormente aumentati. In assenza di un miglioramento significativo nel conto corrente e conto capitale dell'area dell'euro (la linea "area dell'euro" nella figura A, diagrammi 1 e 2), a questi crescenti avanzi del settore privato sono corrisposti elevati disavanzi delle amministrazioni pubbliche<sup>5)</sup>. Inoltre, nel gruppo di paesi con disavanzi esterni considerato nel suo insieme<sup>6)</sup>, la posizione del bilancio non è migliorata in misura sufficiente durante gli anni di forte espansione (segnando un disavanzo complessivo dell'1,4 per cento del PIL nel 2007), così le condizioni della finanza pubblica hanno finito per risultare in forte squilibrio nel 2009-2010, comportando l'esigenza di misure correttive immediate e incisive. Si contrappongono le diverse strategie seguite dai governi dei paesi appartenenti al gruppo con avanzi esterni, che hanno utilizzato il periodo del boom per tramutare il disavanzo fiscale in avanzo (nel 2007), sebbene ciò non abbia impedito il successivo manifestarsi di squilibri eccessivi, che hanno richiesto essi stessi interventi correttivi.

Nella figura B si può osservare la composizione per comparto delle differenze tra i saldi nel settore privato nei due raggruppamenti di paesi. Partendo dai livelli notevolmente più bassi raggiunti al culmine del boom, l'accreditamento netto delle famiglie durante la crisi è cresciuto in misura maggiore nel gruppo con disavanzi esterni che in quello con avanzi esterni. Il surplus delle società finanziarie (prevalentemente utili non distribuiti) è stato significativo in entrambi i raggruppamenti di paesi, ma è aumentato in misura lievemente maggiore in quello con avanzi esterni nel corso della crisi, dopo essere diminuito nel picco della fase espansiva. Tuttavia, le differenze tra i due raggruppamenti di paesi sembrano nel complesso più pronunciate nel caso delle SNF. Mentre le SNF del gruppo con disavanzi esterni hanno mantenuto la consueta posizione di indebitamento netto per l'intero periodo, quelle del gruppo con avanzi esterni hanno registrato dal 2003 prolungate e atipiche posizioni di accreditamento netto, che si possono in genere riscontrare durante le recessioni o che sono associate a marcati investimenti diretti all'estero. È interessante notare che l'espansione dei saldi finanziari delle SNF aveva già raggiunto un punto di svolta all'inizio della crisi nel gruppo di paesi con disavanzi esterni, registrando il picco dell'indebitamento netto nel terzo trimestre del 2008. Nel gruppo con avanzi esterni il picco è stato raggiunto soltanto nel primo trimestre del 2009.

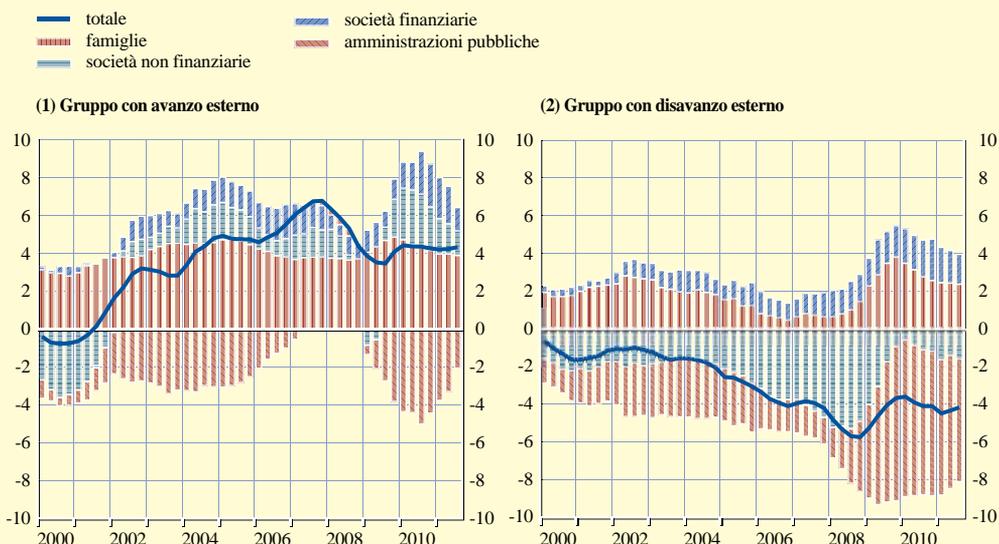
### Risparmio e investimenti

Dall'analisi dei saldi si possono trarre utili indicazioni esaminando la dinamica delle due componenti principali dell'accreditamento netto/indebitamento netto, in particolare gli investimenti

- 5) Occorre notare che questo fondamentale vincolo contabile non indica, di per sé, la direzione di causalità, cioè se i disavanzi delle amministrazioni pubbliche discendono da un maggiore avanzo/risparmio del settore privato o, in alternativa, se quest'ultimo abbia reagito ai maggiori disavanzi delle amministrazioni pubbliche.
- 6) Alcuni paesi del gruppo con disavanzi esterni (quali Spagna o Irlanda) hanno però registrato avanzi delle amministrazioni pubbliche al picco del boom. I loro disavanzi di conto corrente pertanto hanno rispecchiato un decumulo del risparmio del settore privato e un calo di competitività.

## Figura B Accredimento netto/indebitamento netto per raggruppamento di paesi

(somme di quattro trimestri; percentuale del PIL)



Fonti: Eurostat e BCE.

Nota: l'accREDITAMENTO netto/indebitamento netto presentato nella figura di questo riquadro è stato corretto, per comodità, in modo da escludere le "acquisizioni al netto delle dismissioni di attività finanziarie non prodotte" (al fine di evitare le distorsioni causate dagli ingenti proventi derivanti dalla vendita delle licenze di telefonia mobile UMTS nel 2000).

(investimenti fissi lordi) e il risparmio (compresi i trasferimenti netti di capitale). La figura C, diagramma 1, mostra il divario tra l'andamento nei due raggruppamenti di paesi sia dei saggi di risparmio (cioè la differenza nel rapporto tra risparmio interno e PIL del gruppo con disavanzi esterni meno quello del gruppo con disavanzi esterni), sia dei tassi di investimento, fattori a cui va ricondotta la differenza nei saldi con l'estero del gruppo con avanzi esterni e di quello con disavanzi esterni. Come si può evincere dalla figura, il graduale ma, in ultima analisi, cospicuo divaricarsi tra i saldi con l'estero prima della recessione del 2008 è stato determinato principalmente dai crescenti differenziali nel risparmio interno e, in misura minore, negli investimenti (tassi di investimento sempre maggiori nel gruppo con disavanzi esterni). La figura C, diagramma 2, mostra la rapida accentuazione dei differenziali di risparmio fino al 2007, dovuta al generale calo del saggio di risparmio nel gruppo con disavanzi esterni a fronte del deciso incremento osservato nell'altro gruppo di paesi. Si riportano inoltre i contributi dei singoli settori alla formazione del differenziale nei saggi di risparmio. La divergenza del comportamento dei risparmiatori nei due raggruppamenti di paesi ha tratto origine in larga misura dal settore delle SNF, in cui il differenziale di risparmio è aumentato fino al 2008. Il rapporto tra il risparmio delle SNF e PIL nel gruppo con avanzi esterni è costantemente aumentato nei cinque anni fino al 2008, mentre nello stesso periodo si è riscontrato un lieve e continuo calo nel gruppo con disavanzi esterni. Il differenziale di risparmio delle famiglie, per contro, è rimasto più stabile nel tempo.

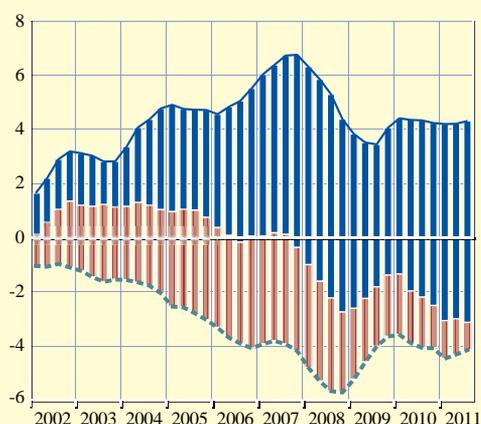
Durante la recessione del 2008-2009, i differenziali di risparmio sono in qualche misura diminuiti sia per le SNF sia per le famiglie, sia perché il risparmio societario si è contratto maggiormente nel gruppo di paesi con avanzi esterni, sia perché il risparmio delle famiglie è aumentato più nel gruppo con disavanzi esterni. Questa rilevante asimmetria nelle variazioni del risparmio durante

Figura C Differenziali fra gruppo con avanzo esterno e gruppo con disavanzo esterno

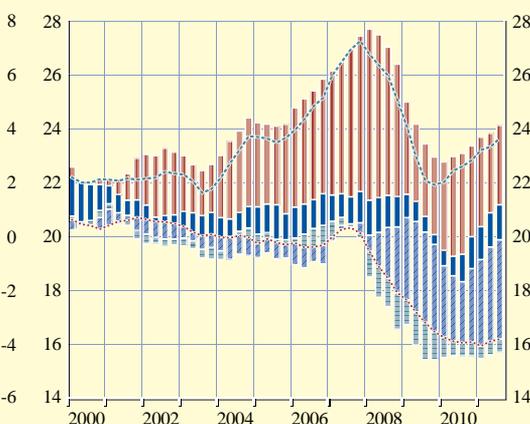
(somme di quattro trimestri; percentuale del PIL)

- contributo del differenziale del saggio di risparmio (gruppo con avanzo esterno meno gruppo con disavanzo esterno)
- contributo del saggio di investimento (gruppo con avanzo esterno meno gruppo con disavanzo esterno)
- accreditalmento netto/indebitamento netto - gruppo con disavanzo esterno
- accreditalmento netto/indebitamento netto - gruppo con avanzo esterno
- differenziale del risparmio delle famiglie (contributi)
- differenziale del risparmio delle SNF (contributi)
- differenziale del risparmio delle società finanziarie (contributi)
- differenziale del risparmio delle amministrazioni pubbliche (contributi)
- ... risparmio totale - gruppo con disavanzo esterno
- ... risparmio totale - gruppo con avanzo esterno

(1) Saggi di risparmio e di investimento<sup>1)</sup>



(2) Saggi di risparmio settoriali



Fonti: Eurostat e BCE.

1) Il saggio di risparmio comprende i trasferimenti netti di capitale.

la recessione ha subito una parziale inversione nei periodi successivi. Infine, le divergenze del risparmio delle amministrazioni pubbliche nei due raggruppamenti di paesi, solo modeste prima del 2007, si sono successivamente accentuate. Durante la recessione, il risparmio delle amministrazioni pubbliche è diminuito più rapidamente e più bruscamente nel gruppo con disavanzi esterni. Questa tendenza, anziché essere compensata, è stata accentuata dalla più forte ripresa registrata dalla metà del 2010 dal risparmio delle amministrazioni pubbliche nel gruppo con avanzi esterni. In quest'ultimo gruppo, il risparmio lordo è ritornato positivo tra il secondo trimestre del 2010 e lo stesso periodo del 2011.

### Margini societari

Uno dei motivi del calo degli utili non distribuiti e dell'elevata posizione di disavanzo delle SNF a questo associata nel gruppo con disavanzi esterni risiede nella loro più bassa redditività, misurata ad esempio dagli scarti tra margine operativo lordo e valore aggiunto (cfr. figura D). Tali variabili si collocavano su livelli simili del 38 per cento circa nei due raggruppamenti di paesi fino al 2004, ma in seguito hanno iniziato a divergere, aumentando fino a un massimo del 43,7 per cento alla fine del 2007 nel gruppo con avanzi esterni e scendendo invece nel gruppo con disavanzi esterni. Si è così aperto un divario di quasi 6 punti percentuali, che si è temporaneamente ristretto durante la recessione del 2008-2009 e che però ha iniziato ad ampliarsi nuovamente durante la successiva ripresa. Dal terzo trimestre del 2011, i margini delle SNF sono rimasti in genere deboli nel gruppo con disavanzi esterni, situandosi su un livello inferiore

**Figura D Rapporto fra margine operativo lordo e valore aggiunto delle SNF**

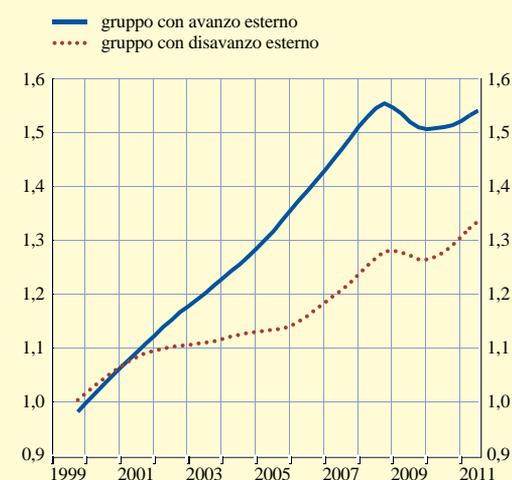
(medie di quattro trimestri; valori percentuali)



Fonti: Eurostat e BCE.

**Figura E Redditi da lavoro dipendente corrisposti dalle SNF**

(somme di quattro trimestri; migliaia di miliardi di euro)



Fonti: Eurostat e BCE.

di 3,4 punti percentuali rispetto a quello del gruppo con avanzi esterni. Una delle principali ragioni dei margini societari più ridotti del gruppo con disavanzi esterni va ricercata nell'incremento di gran lunga maggiore dei salari corrisposti dalle imprese nel periodo dal 2000 al 2010 (cfr. figura E), un aumento decisamente superiore a quanto sarebbe stato giustificato da una crescita del prodotto più sostenuta (sia per una maggiore redditività sia per un incremento occupazionale) in tali paesi. Infatti, qualsiasi variazione dei redditi totali da lavoro dipendente può essere scomposta in espansione del prodotto in termini di volume e in variazioni del costo del lavoro per unità di prodotto. Nel gruppo con disavanzi esterni, quest'ultimo è aumentato del 28 per cento nei dieci anni fino al 2010, a fronte di un incremento inferiore all'11 per cento nel gruppo con avanzi esterni<sup>7)</sup>. Tale divario riflette una dinamica salariale nel gruppo con disavanzi esterni negli ultimi dieci anni che è stata eccessiva rispetto a quella nell'altro gruppo, dando luogo a una perdita di competitività. Si sono così compressi i margini societari nel gruppo con disavanzi esterni, poiché le imprese non sono riuscite a trasferire interamente i rincari, soprattutto nel caso delle SNF esposte alla concorrenza estera.

### Leva finanziaria

La diversa configurazione degli avanzi/disavanzi nell'area dell'euro ha anche dato luogo a una differenziazione dei profili di accumulo del debito, come si riscontra negli indici di indebitamento dei settori non finanziari (cfr. figura F). I rapporti tra debito e reddito o PIL rispettivamente per i settori delle famiglie e delle SNF hanno evidenziato una costante espansione nel gruppo con disavanzi esterni, mentre sono rimasti praticamente invariati nell'altro gruppo. Nel caso delle famiglie, la dinamica è stata determinata principalmente dal boom degli immobili residenziali in alcune parti del gruppo con disavanzi esterni (in particolare Spagna e Irlanda), mentre per il settore delle SNF è stata più generalizzata. Al contempo, le SNF del gruppo

7) In termini ponderati per il PIL.

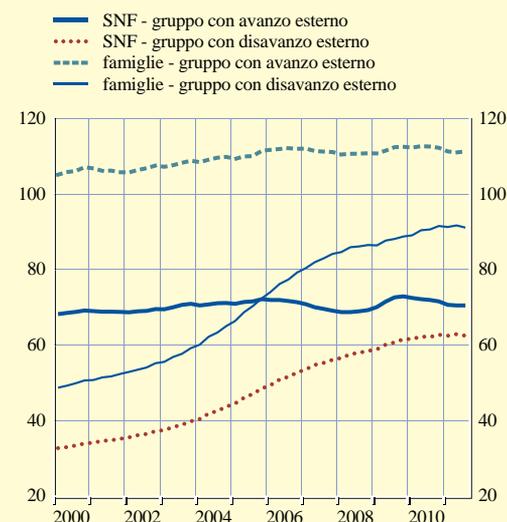
con avanzi esterni hanno iniziato un processo di riduzione della leva finanziaria nel 2009, mentre l'evoluzione verso tale contenimento è stata di gran lunga più moderata nel gruppo con disavanzi esterni, evidenziando un rapporto debito/PIL sostanzialmente stabile nei trimestri recenti. Analogamente, l'indice di indebitamento delle famiglie ha continuato a mostrare una maggiore capacità di tenuta nel gruppo con disavanzi esterni rispetto all'altro gruppo, determinando un indice complessivo per l'area dell'euro pressoché invariato nei trimestri recenti.

### Conclusioni

Nel complesso, il ricorso a una presentazione dei conti dell'area dell'euro in termini di gruppi con avanzi esterni e disavanzi esterni consente di comprendere meglio la dinamica dei crescenti squilibri tra settori all'interno dell'area dell'euro durante la fase di forte ascesa. A posteriori, questi squilibri hanno rispecchiato principalmente l'impatto dei boom locali della domanda nel gruppo con disavanzi esterni. L'analisi delle dinamiche di risparmio e investimento mostra che, fino al 2008, un'ampia parte dei crescenti squilibri tra i due raggruppamenti di paesi è imputabile alle divergenze negli utili non distribuiti delle SNF, che sono aumentati nel gruppo con avanzi esterni mentre sono diminuiti in quello con disavanzi esterni. Ciò, a sua volta, ha riflesso soprattutto l'impatto di salari in rapido aumento nel gruppo con disavanzi esterni che, non essendo affiancati a un incremento proporzionale della produttività, hanno comportato un peggioramento della competitività nel gruppo con disavanzi esterni. Infine, gli squilibri durante gli anni del boom e il riequilibrio incompleto degli avanzi/disavanzi per settore dall'inizio della crisi si rispecchiano anche nel perdurare delle differenze nella dinamica della leva finanziaria: i settori non finanziari del gruppo con avanzi esterni presentano una dinamica degli indici di indebitamento più favorevole.

**Figura F Rapporti di indebitamento dei settori privati non finanziari**

(percentuale del reddito lordo disponibile o del PIL)



Fonti: Eurostat e BCE.

### Riquadro 4

#### I CONTI INTEGRATI DELL'AREA DELL'EURO PER IL TERZO TRIMESTRE DEL 2011 <sup>1)</sup>

I conti integrati dell'area dell'euro, diffusi il 30 gennaio 2012, riguardano il periodo fino al terzo trimestre 2011 e forniscono informazioni esaustive su reddito, spesa, finanziamento e scelte di portafoglio dei settori istituzionali dell'area. I dati relativi al terzo trimestre 2011 evidenziano una fase di ripresa dell'economia, si osserva il progressivo ribilanciamento dei disavanzi/avanzi finanziari tra i vari settori: le famiglie hanno riportato il tasso di risparmio sui minimi antece-

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

denti la crisi, dopo la stabilizzazione dei mesi precedenti; le amministrazioni pubbliche sono tornate a operare forti riduzioni dei disavanzi; le società non finanziarie (SNF) hanno di nuovo registrato una posizione debitoria netta, anche se questa tendenza si è lievemente stabilizzata. Al tempo stesso le considerevoli minusvalenze sulle disponibilità di titoli azionari conseguenti alle rinnovate turbolenze nei mercati finanziari hanno concorso ad accrescere il rapporto fra debito e attività delle SNF, frenare la dinamica della ricchezza netta delle famiglie e ad annullare il miglioramento dei coefficienti patrimoniali delle società finanziarie misurati al valore di mercato.

### Reddito e accredito netto/indebitamento netto dell'area dell'euro

Nell'area dell'euro la crescita del reddito disponibile lordo nominale sul periodo corrispondente è scesa al 3,0 per cento nel terzo trimestre del 2011, di riflesso al rallentamento economico (cfr. figura A), ma è stata comunque superiore a quella dei consumi totali (che comprendono i consumi collettivi saliti meno dell'1 per cento): di conseguenza, il risparmio lordo ha continuato a registrare una solida espansione (6,6 per cento sul periodo corrispondente). Ciò ha rispecchiato un tasso di risparmio molto meno negativo nel settore delle amministrazioni pubbliche e più positivo in quello delle società finanziarie, mentre famiglie e SNF hanno registrato un calo. La crescita degli investimenti fissi è diminuita al 3,1 per cento, principalmente a causa dei minori investimenti pubblici, mentre sia la componente relativa alle SNF sia quella delle famiglie hanno registrato un lieve incremento. Inoltre, per lo stabilizzarsi del processo di ricostituzione delle scorte, nel terzo trimestre gli investimenti lordi sono saliti meno (3,6 per cento sul periodo corrispondente) che agli inizi dell'anno.

Poiché gli investimenti fissi lordi sono cresciuti meno del risparmio, nel terzo trimestre la posizione debitoria netta dell'area dell'euro si è nuovamente ridotta e il saldo è stato prossimo al pareggio in termini destagionalizzati (e in disavanzo dello 0,5 per cento del PIL in base alla

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

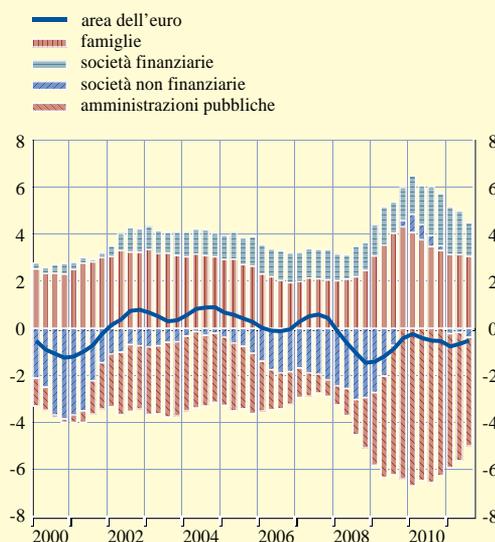
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat e BCE.

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

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



Fonti: Eurostat e BCE.

somma di quattro trimestri). Tale andamento riflette la diminuzione del disavanzo corrente che rispecchia il miglioramento delle esportazioni nette di beni e di servizi. Sul piano settoriale ciò va ricondotto in larga parte al riavvio del processo di ridimensionamento del disavanzo delle amministrazioni pubbliche (al 4,6 per cento del PIL, in base alla somma di quattro trimestri, dal massimo del 6,7 per cento registrato nel primo trimestre del 2010), alla lieve flessione dell'indebitamento netto delle SNF e alla contenuta crescita dell'accREDITAMENTO netto delle società finanziarie (tutti in termini destagionalizzati). L'accREDITAMENTO netto delle famiglie ha invece registrato un leggero calo (cfr. figura B) <sup>2)</sup>. Dal lato delle fonti di finanziamento, le operazioni transfrontaliere hanno continuato a espandersi (di 100-200 miliardi di euro al trimestre nel periodo recente); i minori afflussi lordi per titoli di debito e le vendite di azioni detenute all'estero nel corso del terzo trimestre del 2011 stanno tuttavia ad indicare un parziale ritorno della preferenza degli investitori per le attività emesse sull'interno (*home bias*).

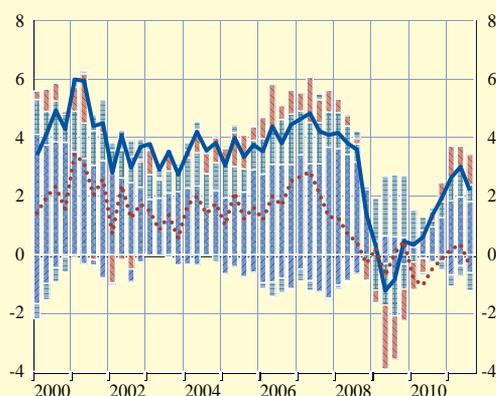
### Le scelte economiche dei settori istituzionali

Nel terzo trimestre del 2011 la crescita del reddito nominale delle famiglie è scesa al 2,2 per cento sul periodo corrispondente, per l'effetto sempre più negativo del drenaggio fiscale (pagamenti di imposte e trasferimenti sociali netti) e per la minore espansione del margine operativo lordo e del reddito misto (cfr. figura C). Anche l'incremento dei salari e degli stipendi si è stabilizzato, mentre i redditi netti da capitale percepiti hanno fornito un contributo positivo. Il reddito delle fa-

**Figura C Reddito disponibile lordo nominale delle famiglie**

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

- reddito disponibile lordo
- ..... reddito disponibile lordo reale
- prestazioni sociali nette e contributi
- ▨ imposte dirette
- ▨ reddito netto da capitale
- ▨ risultato lordo di gestione e reddito misto lordo
- ▨ reddito da lavoro dipendente



Fonti: Eurostat e BCE.

**Figura D Reddito delle famiglie, consumi e tasso di risparmio**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; in percentuale del reddito disponibile lordo; somma mobile di quattro trimestri)

- tasso di risparmio, destagionalizzato (scala di destra)
- ..... crescita del reddito delle famiglie (scala di sinistra)
- ▨ crescita nominale dei consumi (scala di sinistra)



Fonti: Eurostat e BCE.

2) L'accREDITAMENTO netto/indebitamento netto di un settore corrisponde al saldo del suo conto capitale, che misura l'eccesso di risparmio e di trasferimenti netti di capitale ricevuti rispetto agli investimenti di capitale (accREDITAMENTO netto), o viceversa (indebitamento netto). Esso corrisponde altresì al saldo del conto finanziario, che misura la differenza fra le transazioni in attività e in passività finanziarie.

miglie ha ripreso a calare in termini reali (-0,4 per cento sul periodo corrispondente), dopo una breve interruzione nella prima metà dell'anno, soprattutto a causa del livello elevato dell'inflazione riconducibile ai rincari delle materie prime. Poiché i consumi privati si sono mantenuti più robusti del reddito, le famiglie hanno di nuovo attinto al risparmio precauzionale. Di conseguenza il saggio di risparmio è tornato a scendere, in termini destagionalizzati, sui livelli antecedenti la crisi (13,3 per cento, cfr. figura D). Assieme alla lieve crescita degli investimenti, questo ha fatto diminuire la posizione creditoria netta delle famiglie. In tale contesto, poiché il ritmo di espansione del finanziamento è rimasto stabile su livelli bassi, le famiglie hanno ridotto ulteriormente l'accumulo di attività finanziarie ricomponendo i portafogli a favore dei meno rischiosi depositi e titoli di debito. Le minusvalenze sulle disponibilità di azioni hanno fatto scendere il tasso di incremento della ricchezza netta delle famiglie sul periodo corrispondente (cfr. figura E).

Il margine operativo lordo delle SNF ha registrato un ulteriore marcato rallentamento nel terzo trimestre del 2011. Ciò va ricondotto alla decelerazione del valore aggiunto, sebbene questa sia stata parzialmente compensata dalla moderata crescita annuale dei salari che ha registrato, nel secondo trimestre, il suo valore massimo del 3,7 per cento sul periodo corrispondente. Le SNF hanno inoltre intensificato la distribuzione del dividendo (al netto dei dividendi percepiti) e pagato maggiori imposte societarie. Il loro risparmio (vale a dire, gli utili non distribuiti) ha pertanto subito un brusco rallentamento (scendendo dell'1,3 per cento sul periodo corrispondente), pur mantenendosi elevato in termini nominali (cfr. figura F). In presenza di investimenti fissi in graduale aumento a fronte di una moderazione del processo di ricostituzione delle scorte, l'indebitamento netto delle SNF è cresciuto (in base alla somma di quattro trimestri) ma è rima-

**Figura E Variazione della ricchezza netta delle famiglie**

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



Fonti: Eurostat e BCE.

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

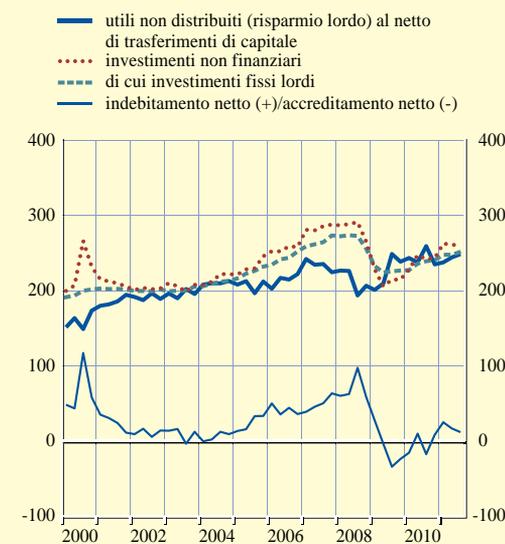
1) Questa voce ricomprende il risparmio netto, i trasferimenti di capitale attivi e la discrepanza fra i conti non finanziari e finanziari.

2) Prevalentemente profitti e perdite su azioni e altre partecipazioni.

3) Prevalentemente profitti e perdite su attività immobiliari e terreni.

**Figura F Risparmio, investimenti fissi e indebitamento netto (+)/accreditamento netto(-) delle società non finanziarie**

(miliardi di euro, destagionalizzato)



Fonti: Eurostat e BCE.

Nota: destagionalizzazione a cura della BCE.

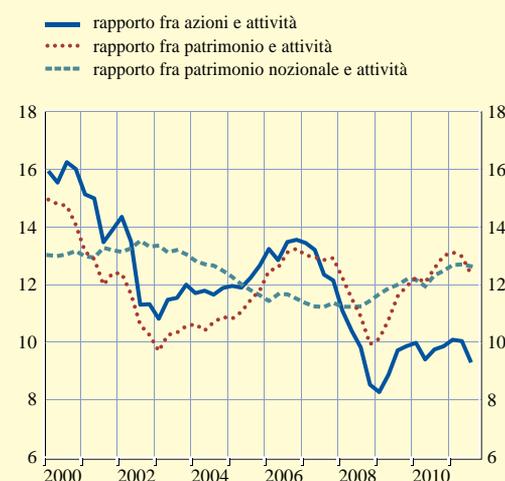
sto su livelli contenuti. Ciò contrasta con la fragilità di un settore che, prima del fallimento di Lehman Brothers, era fortemente sovraindebitato. L'attuale indirizzo cautamente espansivo delle SNF trova riflesso nella lieve accelerazione del finanziamento su base consolidata, a fronte di un aumento delle acquisizioni di titoli azionari e di un ulteriore accumulo di riserve di liquidità già ampie (2.600 miliardi di euro). La disintermediazione del finanziamento esterno delle SNF, successiva al fallimento di Lehman Brothers, si è ulteriormente moderata, in presenza di una lieve accelerazione dei prestiti delle IFM (all'1,9 per cento sul periodo corrispondente) e di una sostanziale stabilità – al di sotto dei livelli elevati del 2009-10 – della crescita delle emissioni di titoli di debito e del prestito intrasettoriale (credito commerciale e credito intragruppo). Al tempo stesso, interrompendo la fase di graduale riduzione in atto dal quarto trimestre del 2009, la leva finanziaria è cresciuta per il secondo trimestre consecutivo come risultato dell'impatto sfavorevole delle minusvalenze sui titoli azionari detenuti.

Nel terzo trimestre del 2011 la riduzione, alquanto rapida, dei disavanzi delle amministrazioni pubbliche cominciata ad inizio 2010 (su base stagionalizzata), dopo un'interruzione nel secondo trimestre, è proseguita grazie ad una ripresa del gettito fiscale. La crescita della spesa complessiva sul periodo corrispondente è rimasta piuttosto bassa e prossima all'1 per cento (al netto dei trasferimenti a tantum), riflettendo l'impatto delle considerevoli misure di risanamento (compreso il mantenimento della crescita dei redditi da lavoro su livelli vicini allo zero), nonostante il significativo aumento della spesa per interessi. Le emissioni di titoli di debito hanno rallentato rispetto al trimestre precedente (pur mantenendosi elevate in base alla somma di quattro trimestri) e sono state in larga parte assorbite dagli acquisti nell'ambito del Securities Markets Programme, poiché le banche e i non residenti hanno ridotto le loro disponibilità.

Le società finanziarie hanno visto crescere il reddito disponibile nel terzo trimestre del 2011 grazie alla differenza positiva fra i dividendi percepiti e quelli versati, mentre il valore aggiunto sommato agli interessi netti percepiti ha continuato ad aumentare. Malgrado i consistenti utili netti trattenuti (35 miliardi di euro per trimestre nel periodo recente), le attività nette al valore di mercato delle società finanziarie (una misura del coefficiente patrimoniale nei conti dell'area dell'euro) si sono notevolmente ridotte come conseguenza delle pronunciate minusvalenze sui portafogli azionari, pur mantenendosi significativamente superiori alla valutazione di mercato delle rispettive disponibilità di valori mobiliari (cfr. figura G). La figura H mostra che le società finanziarie hanno registrato considerevoli perdite, soprattutto sui portafogli azionari (azioni quotate e non quotate e quote di fondi comuni di investimento). Gli altri strumenti (depositi, prestiti e disponibilità di titoli di debito) hanno invece determinato guadagni derivanti in parte dall'apprezzamento delle attività denominate

**Figura G Coefficienti patrimoniali delle istituzioni finanziarie esclusi i fondi comuni**

(percentuale delle attività totali)



Fonte: BCE.

Nota: "Azioni" include quote azionarie e altri titoli diversi da quote di fondi comuni. Il "patrimonio" è definito come la differenza fra le attività e le passività finanziarie diverse dalle azioni. Tutte le attività e le passività sono al valore di mercato. Il "rapporto fra patrimonio nozionale e attività" è calcolato sulla base delle transazioni in patrimonio e attività, escluse cioè le variazioni nel prezzo delle attività e delle passività.

in valute estere. Inoltre, le minusvalenze sui titoli di debito emessi da prenditori sovrani in difficoltà (interamente registrati al valore di mercato nei conti dell'area dell'euro a prescindere dalla loro collocazione nei portafogli di negoziazione o di investimento), sono state più che compensate dalle plusvalenze sugli altri titoli di debito, compresi quelli emessi da altri governi dell'area dell'euro che hanno beneficiato di afflussi verso investimenti sicuri.

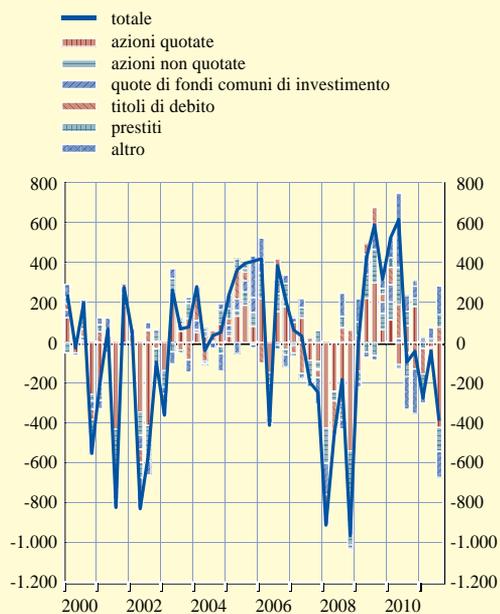
### Le dinamiche di bilancio

Nel terzo trimestre del 2011 il tasso di variazione sul periodo corrispondente della ricchezza netta delle famiglie è sceso sensibilmente al 5,6 per cento del reddito (da un massimo del 22 per cento nel quarto trimestre del 2010). Se il risparmio netto ha fornito un contributo positivo (7,2 per cento del reddito), ancorché in lieve calo, le famiglie hanno registrato perdite complessive (1,6 per cento del reddito) principalmente sui loro portafogli azionari. Le attività non finanziarie (abitazioni) hanno registrato plusvalenze, seppur di modesta entità (cfr. figura E).

La caduta dei corsi azionari ha dato altresì origine a un marcato aumento del rapporto fra debito e attività delle SNF, interrompendo la tendenza di graduale riduzione della leva finanziaria osservata dal primo trimestre del 2009. Ciò spiega, inoltre, il forte calo dei coefficienti patrimoniali delle società finanziarie misurati al valore di mercato. Il rapporto "nozionale" fra patrimonio e attività delle società finanziarie – calcolato cumulando le operazioni nel tempo ed escludendo quindi l'impatto delle variazioni di prezzo delle attività – è sceso molto meno (0,1 punti percentuali), riflettendo principalmente l'impatto meccanico su entrambi i lati del bilancio derivante dal maggiore sostegno di liquidità offerto dall'Eurosistema. Al tempo stesso i sostanziali utili non distribuiti delle società finanziarie e l'elevato ricorso ai mercati azionari (con emissioni superiori a 100 miliardi di euro nel terzo trimestre del 2011) hanno continuato a fornire un contributo positivo all'accumulo della base patrimoniale delle stesse (figura G).

**Figura H Profitti e perdite sulle attività delle società finanziarie**

(flussi trimestrali; miliardi di euro)



Fonti: Eurostat e BCE.  
Nota: il totale si riferisce ad "altri flussi economici", relativi principalmente a profitti e perdite (realizzati o non realizzati) comprensivi di cancellazioni di crediti.

## 3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat l'inflazione misurata sullo IAPC si è attestata al 2,7 per cento in gennaio, invariata rispetto al mese precedente. Nel 2011 l'inflazione media è stata del 2,7 per cento, sospinta principalmente dai rincari dell'energia e delle altre materie prime. In prospettiva, i tassi d'inflazione dovrebbero restare al di sopra del 2 per cento per diversi mesi, prima di scendere sotto tale livello. Questa evoluzione riflette l'aspettativa che, a fronte di una crescita debole sia nell'area sia su scala mondiale, le pressioni di fondo sui prezzi restino modeste nell'area dell'euro. I rischi per le prospettive a medio termine sull'evoluzione dei prezzi rimangono sostanzialmente bilanciati.

### 3.1 I PREZZI AL CONSUMO

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è attestata al 2,7 per cento in gennaio, invariata dal dicembre 2011 (cfr. tavola 5). Sia gli aumenti delle quotazioni petrolifere e delle accise sui carburanti in alcuni paesi dell'area, sia gli effetti del passato deprezzamento dell'euro, avrebbero determinato un'accelerazione dei prezzi dei beni energetici in gennaio, compensando sostanzialmente un effetto base di -0,2 punti percentuali della componente energetica. I prezzi dei prodotti energetici e, in misura minore, degli alimentari, sono stati i fattori fondamentali che hanno determinato l'innalzamento del tasso di inflazione al 2,7 per cento nel 2011. Il riquadro 5 *Effetti base e impatto sull'inflazione armonizzata nel 2012* analizza gli effetti base derivanti dai forti rincari dei prodotti energetici e alimentari nel 2011 ed esamina come questi influiranno sull'andamento del tasso di inflazione sui dodici mesi nel 2012.

**Tavola 5 Andamenti dei prezzi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2010	2011	2011 ago.	2011 set.	2011 ott.	2011 nov.	2011 dic.	2012 gen.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti</b>								
Indice complessivo <sup>1)</sup>	1,6	2,7	2,5	3,0	3,0	3,0	2,7	2,7
Beni energetici	7,4	11,9	11,8	12,4	12,4	12,3	9,7	.
Alimentari non trasformati	1,3	1,8	1,1	1,4	1,8	1,9	1,6	.
Alimentari trasformati	0,9	3,3	3,6	4,0	4,3	4,3	4,1	.
Beni industriali non energetici	0,5	0,8	0,0	1,2	1,3	1,3	1,2	.
Servizi	1,4	1,8	1,9	1,9	1,8	1,9	1,9	.
<b>Altri indicatori di prezzi</b>								
Prezzi alla produzione nell'industria	2,9	5,9	5,8	5,8	5,5	5,4	4,3	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	60,7	79,7	76,7	79,8	78,9	81,4	81,7	86,2
Prezzi delle materie prime non energetiche	44,6	12,2	2,5	1,5	1,6	-1,9	-6,7	-4,6

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

1) Il dato sullo IAPC di gennaio 2012 si riferisce alla stima preliminare dell'Eurostat.

### Riquadro 5

#### EFFETTI BASE E IMPATTO SULL'INFLAZIONE ARMONIZZATA NEL 2012

L'inflazione misurata sullo IAPC dell'area dell'euro è aumentata sensibilmente nella prima parte del 2011 e si è mantenuta su livelli elevati nei mesi restanti. A tale andamento hanno contribuito

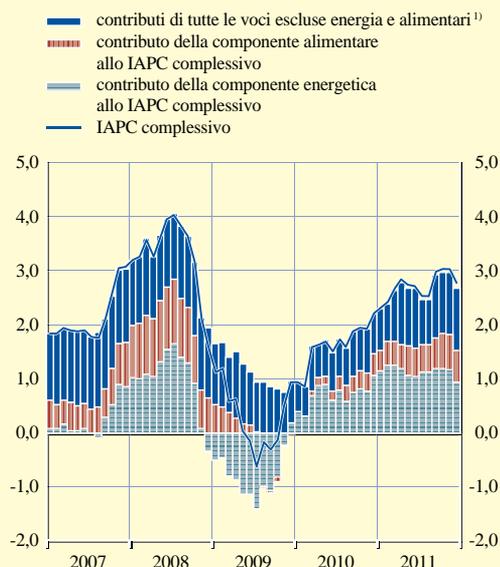
in misura cospicua i corsi dei prodotti energetici e, in misura minore, quelli degli alimentari (cfr. figura A). Il riquadro illustra i cosiddetti effetti base generati dai consistenti rincari di questi beni nel 2011 e la loro influenza sulla dinamica dell'inflazione nel 2012.

Gli effetti base si verificano quando le variazioni del tasso di crescita sul periodo corrispondente di un indicatore economico, in questo caso dello IAPC, sono riconducibili a un movimento inconsueto dell'indice dodici mesi prima, ad esempio in seguito a forti variazioni dei prezzi delle materie prime<sup>1)</sup>. Più specificamente, essi indicano in che misura le variazioni mensili dell'inflazione sui dodici mesi riflettono la "fuoriuscita" di una variazione anomala sul mese precedente dall'indice dei prezzi un anno prima. Nell'analizzare la dinamica dell'inflazione è importante distinguere gli effetti di queste variazioni anomale sul mese precedente verificatesi un anno prima da quelle occorse nell'ultimo mese (ovvero le "novità" effettive).

Alla luce dei consistenti rincari dei prodotti energetici e alimentari nei primi mesi del 2011, ci si attende che gli effetti base esercitino forti spinte al ribasso sull'inflazione complessiva nel 2012. La figura B mostra il contributo atteso di questi effetti delle componenti energetica e alimentare alle variazioni mensili del tasso di inflazione tendenziale tra gennaio e dicembre 2012<sup>2)</sup>. In particolare, essa evidenzia come gli effetti base dei beni energetici contribuiscano in senso negativo in quasi tutti i mesi e in misura particolarmente accentuata nei primi quattro mesi dell'anno, man mano che i forti rincari di tali prodotti registrati un anno prima vengono esclusi dal calcolo dell'inflazione. Analogamente, il contributo degli effetti base connessi alla componente alimentare dovrebbe essere per lo più negativo nel 2012, ma in generale più contenuto.

L'impatto cumulato di questi effetti influenzerà la dinamica dell'inflazione armonizzata nel 2012. In aprile l'impatto al ribasso esercitato dagli effetti base delle componenti energetica e alimentare dovrebbe collocarsi intorno a 0,7 punti percentuali e oscillare intorno a tale valore nei mesi successivi del 2012 (cfr. figura C). Il contributo degli effetti base connessi alle quotazioni

**Figura A Contributi all'inflazione misurata sullo IAPC da gennaio 2007**



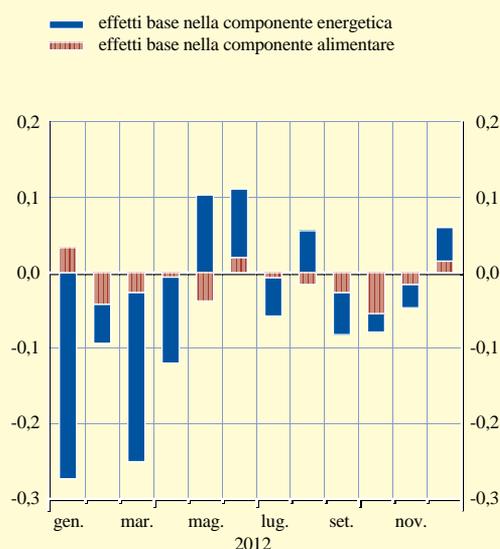
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Include le componenti dei servizi e dei beni industriali non energetici dello HIPC.

- 1) Tecnicamente, un effetto base può essere definito come il contributo alla variazione dell'inflazione sul periodo corrispondente in un determinato mese derivante da uno scostamento del tasso di variazione sul periodo precedente nel mese base (ovvero lo stesso mese un anno prima) dal suo profilo consueto, considerate le oscillazioni stagionali. Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro *Andamenti recenti e futuri dell'inflazione armonizzata: il ruolo degli effetti base*, nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.
- 2) Non è semplice nella pratica individuare e stimare gli effetti base. La definizione dell'effetto base quale fenomeno determinato da influenze anomale sull'indice dei prezzi occorse un anno prima implica il calcolo dello scostamento del tasso di variazione sul mese precedente dal suo andamento consueto nel periodo base, senza però che sussista di solito una modalità concordata per individuare tali influenze. Ai fini del presente riquadro, l'andamento consueto del tasso di variazione dello IAPC sul mese precedente è calcolato per ciascun mese sommando un effetto stagionale stimato alla variazione mensile media osservata dal gennaio 1995.

**Figura B Contributi degli effetti base nelle componenti energetica e alimentare alla variazione mensile dell'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC nel 2012**

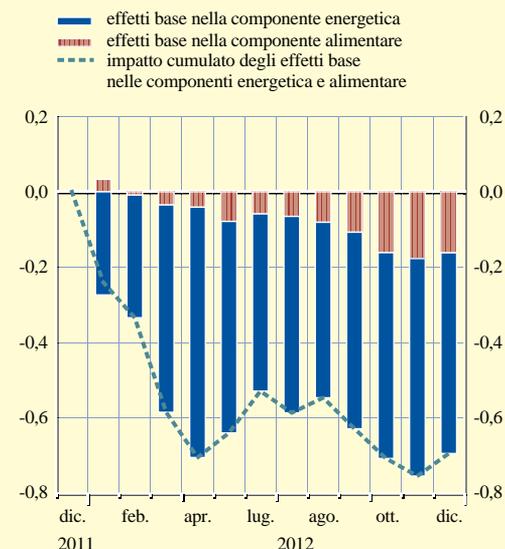
(punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura C Impatto cumulato degli effetti base nelle componenti energetica e alimentare nel 2012**

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

dei prodotti alimentari rimane modesto in termini assoluti, pur aumentando di rilevanza nel corso dell'anno rispetto a quello derivante dai beni energetici.

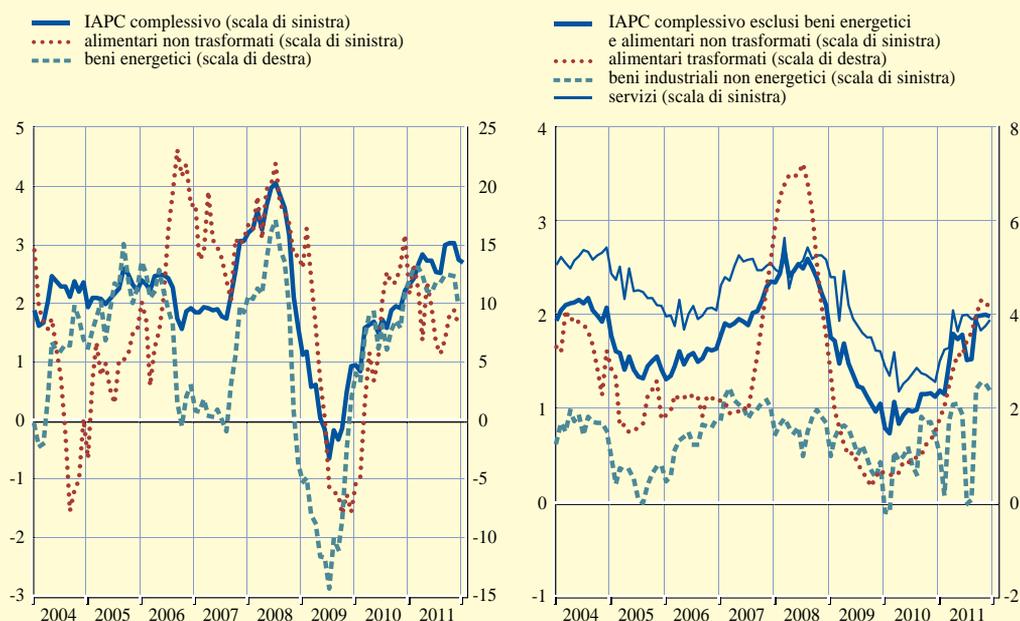
Nel complesso ci si attende che gli effetti base al ribasso, riconducibili per lo più alle passate variazioni dei corsi energetici, determinino una dinamica flettente dell'inflazione tendenziale nei prossimi mesi. Ciò presuppone che non vi siano forti rincari di prodotti energetici e alimentari nel 2012, in linea con l'attuale profilo sostanzialmente piatto dei contratti *future* sul petrolio nei prossimi mesi. Tuttavia, l'evoluzione del tasso di variazione dello IAPC sul periodo corrispondente dipenderà anche dall'impatto esercitato dalle variazioni dei fondamentali economici, come il ritmo di crescita della domanda di consumi e del costo del lavoro, nonché dagli andamenti delle imposte indirette e dei prezzi amministrati. Tale evoluzione pertanto non può essere desunta automaticamente dai soli effetti base.

In dicembre, l'ultimo mese per cui è disponibile una scomposizione ufficiale, la dinamica dell'inflazione complessiva è scesa al 2,7 per cento, dal 3 nei tre mesi precedenti (cfr. figura 22). Questo calo ha riflesso il rallentamento dei prezzi di tutte le componenti dell'indice, specie di quelli dell'energia, con la sola eccezione dei prezzi dei servizi, il cui tasso di inflazione è rimasto invariato.

Analizzando più in dettaglio le componenti principali dello IAPC, tra novembre e dicembre l'inflazione dei beni energetici è scesa dal 12,3 al 9,7 per cento, al minimo dal novembre 2010. Questa contrazione è stata determinata da un effetto base al ribasso, nonché da un lieve calo sul mese precedente dei corsi energetici. In particolare, tra novembre e dicembre la variazione tendenziale dei prezzi di combustibili liquidi e di carburanti e lubrificanti per il trasporto di persone è diminuita dal 26,7 al 18,9 per cento e dal 13,1 all'8,9 per cento rispettivamente.

Figura 22 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

In dicembre la crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari freschi è calata di 0,3 punti percentuali, all'1,6 per cento, a causa del rallentamento dei prezzi dei beni ortofrutticoli, che ha più che compensato l'accelerazione dei prezzi della carne. La dinamica dei prezzi degli alimentari trasformati è scesa lievemente al 4,1 per cento, rispecchiando le variazioni contenute dei prezzi di diverse voci. Nello stesso mese i prezzi dei tabacchi hanno registrato un ulteriore rallentamento.

Al netto delle componenti alimentare ed energetica, che costituiscono circa il 30 per cento del paniere dello IAPC, l'inflazione sui dodici mesi è rimasta stabile all'1,6 per cento in dicembre per il quarto mese consecutivo. L'inflazione al netto di alimentari ed energetici è determinata prevalentemente da fattori interni, quali la dinamica salariale, i margini di profitto e le imposte indirette, ed è costituita da due voci principali, i beni industriali non energetici e i servizi.

In dicembre la crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni industriali non energetici è scesa all'1,2 per cento. La variazione dei prezzi dei servizi è rimasta invariata all'1,9 per cento, in quanto i rincari dei servizi di trasporto sono stati compensati dal calo dei prezzi dei servizi di comunicazione. I prezzi dei servizi abitativi e di quelli ricreativi e personali sono rimasti invariati.

L'introduzione delle banconote e delle monete in euro il 1° gennaio 2002 ha coinciso con il diffuso timore che il cambiamento del segno monetario potesse innescare un aumento generalizzato dei prezzi. Il riquadro 6 *Aumenti dei prezzi medi dall'introduzione del contante in euro* riporta l'andamento dell'inflazione percepita e passa in rassegna gli aumenti dei prezzi medi in tutta l'area dell'euro nell'ultimo decennio.

## Riquadro 6

## AUMENTI DEI PREZZI MEDI DALL'INTRODUZIONE DEL CONTANTE IN EURO

L'introduzione delle banconote e delle monete in euro il 1° gennaio 2002 ha coinciso con il diffuso timore che il cambiamento del segno monetario potesse innescare un aumento generalizzato dei prezzi. Per contro, l'aspettativa generale era che la sostituzione del contante avrebbe avuto sul lungo periodo un effetto frenante sui prezzi, migliorando la trasparenza e la concorrenza<sup>1)</sup>. In tale contesto, il riquadro dapprima rievoca l'andamento dell'inflazione percepita dopo la sostituzione del contante, quindi passa in rassegna gli aumenti dei prezzi medi in tutta l'area nei dieci anni trascorsi dal passaggio all'euro.

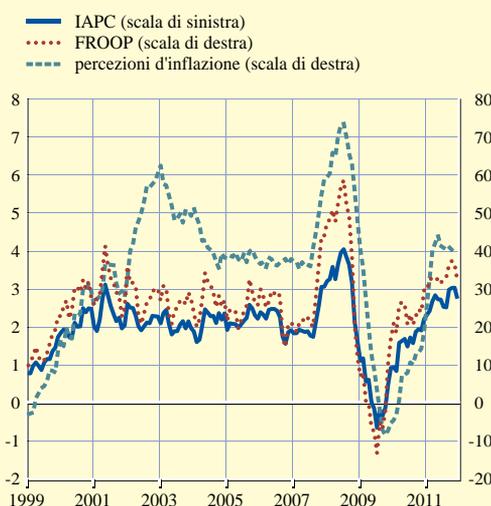
## L'inflazione percepita e quella effettiva

All'incirca all'epoca del cambiamento del segno monetario l'andamento dell'inflazione percepita, desunto dall'indagine della Commissione europea presso i consumatori, ha iniziato a scostarsi sensibilmente da quello dell'inflazione effettiva (cfr. figura A)<sup>2)</sup>. Va osservato peraltro che i livelli delle due serie non sono direttamente comparabili, dato che la misura dell'inflazione percepita è basata su informazioni qualitative relative alla direzione della variazione degli andamenti dei prezzi piuttosto che sul livello di inflazione<sup>3)</sup>. C'è stata tuttavia una chiara divergenza tra le dinamiche dei due indicatori, che si è protratta per circa un anno. Successivamente, tale divergenza è diminuita di nuovo, dato che le percezioni sono state corrette al ribasso. Dalla metà del 2004 l'inflazione percepita e quella effettiva hanno seguito andamenti più sincroni.

La differenza tra la dinamica dell'inflazione percepita e quella effettiva all'epoca della sostituzione del contante è stata particolarmente evidente per i prezzi dei prodotti e servizi acquistati più spesso e che quindi potrebbero influire maggiormente sull'inflazione percepita (cfr. figura A). Si tratta di acquisti il cui pagamento è caratterizzato dall'uso frequente di contanti (*frequent out-of-pocket purchases*, FROOPP) e che riguardano tutti i prodotti alimentari e gran parte dei beni energetici nello IAPC, ma non, ad esempio, affitti e polizze assicurative. Si può os-

Figura A Inflazione misurata sullo IAPC, inflazione misurata sull'indice FROOP e inflazione percepita

(variazioni percentuali sui dodici mesi; saldi percentuali)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni dell BCE.  
Nota: FROOP si riferisce agli acquisti frequenti in contanti (*"frequent out-of-pocket purchases"*).

- 1) Cfr. il riquadro *Non è previsto un impatto significativo della sostituzione delle banconote e monete in euro sui prezzi al consumo a livello aggregato*, nel numero di gennaio 2002 di questo Bollettino.
- 2) Per ulteriori informazioni cfr. il riquadro *Il recente andamento della percezione dell'inflazione da parte dei consumatori*, nel numero di luglio 2002 di questo Bollettino, e il riquadro *Il recente andamento dell'inflazione percepita e di quella effettiva*, nel numero di ottobre 2002 di questo Bollettino.
- 3) Cfr. il riquadro *L'indagine della Commissione europea sulle percezioni d'inflazione dei consumatori*, nel numero di maggio 2007 di questo Bollettino.

servare che l'andamento dell'inflazione percepita è maggiormente correlato con l'indice dei FROOPP che con lo IAPC. Considerando che i beni alimentari ed energetici hanno un peso nell'indice dei FROOPP relativamente superiore a quello che hanno nello IAPC<sup>4)</sup>, e che queste due componenti sono state colpite da diversi shock negativi nell'area dell'euro<sup>5)</sup>, negli ultimi dieci anni l'inflazione dei FROOPP è risultata più volatile ed elevata rispetto a quella complessiva, soprattutto nel periodo dei gravi shock sui corsi internazionali delle materie prime, tra il 2007 e il 2008<sup>6)</sup>.

### Aumenti dei prezzi medi delle singole componenti dello IAPC

Nel complesso, dall'introduzione del contante in euro, il tasso d'incremento dello IAPC nell'area dell'euro è stato in media del 2,1 per cento. Tuttavia, dal 2002 gli andamenti di alcune categorie hanno registrato sensibili differenze. Le figure B e C descrivono questo aspetto molto chiaramente.

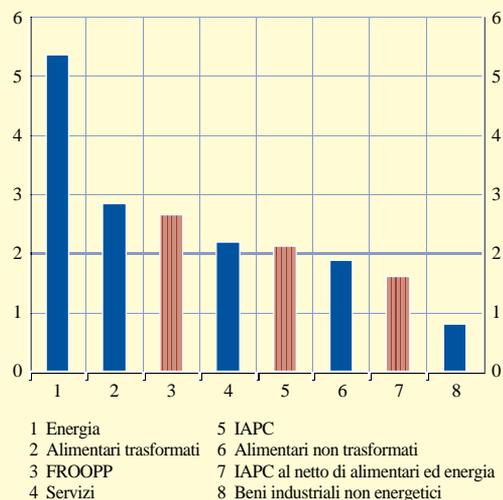
L'entità degli shock negativi al rialzo sui prezzi dei prodotti alimentari ed energetici trova riscontro nel tasso di incremento di queste due componenti, nettamente più elevato rispetto a quello delle altre voci. Per la componente energetica nel suo complesso, la variazione media annua dalla sostituzione del contante è stata pari al 5,4 per cento, mentre quella della voce dei carburanti liquidi, ad esempio, è stata del 9,6 per cento.

I prezzi degli alimentari trasformati sono aumentati in media del 2,8 per cento in ragione d'anno, in larga misura perché la dinamica dei prezzi dei tabacchi è salita del 6 per cento, principalmente a causa degli aumenti delle imposte. I prezzi degli alimentari freschi hanno registrato un incremento medio dell'1,9 per cento in ragione d'anno (2,4 per cento per il pesce, 2,2 per la frutta, 1,8 per la carne e 1,4 per la verdura).

Per quanto riguarda i prezzi dei servizi, il tasso annuo di crescita dall'introduzione del contante in euro si è collocato al 2,2 per cento, ovvero sostanzialmente in linea con l'inflazione media. La componente dei servizi comprende, ad esempio, le voci "pasto al ristorante", "taglio di capelli" o "biglietto del cinema", i cui prezzi sono stati percepiti come sensibilmente aumentati all'epoca della sostituzione del contante. Tuttavia, nei dieci anni trascorsi gli aumenti dei prezzi non sono stati fuori dalla norma. Ad esempio, quelli nella voce "saloni di parrucchiere e istituti di bellezza" sono aumentati del 2,2 per cento in ragione

**Figura B IAPC e sue principali componenti**

(tasso medio di crescita sui dodici mesi fra dicembre 2001 e dicembre 2011)



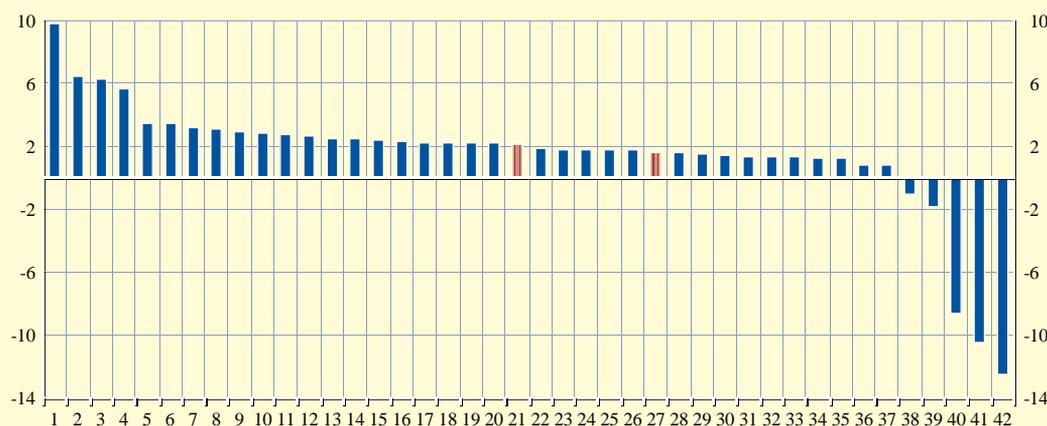
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le componenti principali dello IAPC sono l'energia, gli alimentari trasformati, i servizi, gli alimentari non trasformati e i beni industriali non energetici. Gli acquisti frequenti in contanti (FROOP) e lo IAPC al netto di alimentari ed energia sono inclusi solo come riferimento.

- 4) I beni alimentari ed energetici hanno un peso complessivo del 29,7 per cento nello IAPC. Il peso delle singole voci connesse ad alimentari ed energia nell'indice FROOPP è pari al 53 per cento.
- 5) Per una visione d'insieme sull'accumularsi di shock all'inflazione, cfr. il riquadro *L'accumularsi di shock all'inflazione dall'avvio della Terza fase della UEM*, nel numero di giugno 2002 di questo Bollettino.
- 6) Cfr. il riquadro *Implicazioni delle pressioni esterne sui prezzi per l'inflazione armonizzata nell'area dell'euro*, nel numero di ottobre 2011 di questo Bollettino.

Figura C Alcune categorie di beni dello IAPC

(tasso medio di crescita sui dodici mesi fra dicembre 2001 e dicembre 2011)



- |  |   |
|--|---|
| 1 Carburanti liquidi   | 22 Servizi culturali  |
| 2 Gioielli e orologi   | 23 Affitti effettivi pagati dagli inquilini                             |
| 3 Tabacchi   | 24 Carne  |
| 4 Carburanti liquidi e lubrificanti per mezzi di trasporto privati | 25 Cristalleria, vasellame ed utensili domestici                        |
| 5 Trasporto di passeggeri per ferrovia                             | 26 Servizi postali  |
| 6 Manutenzione e riparazione di mezzi di trasporto personali       | 27 IAPC al netto di alimentari ed energia                               |
| 7 Servizi ospedalieri  | 28 Vino   |
| 8 Istruzione   | 29 Birra  |
| 9 Servizi ricreativi e sportivi                                    | 30 Mobili e arredi  |
| 10 Ristoranti, bar e simili  | 31 Verdure  |
| 11 Giornali e periodici  | 32 Pacchetti vacanza  |
| 12 Pane e cereali  | 33 Libri  |
| 13 Servizi odontoiatrici   | 34 Scarpe e calzature   |
| 14 Caffè, tè e cacao   | 35 Prodotti farmaceutici  |
| 15 Pesce   | 36 Automobili a motore  |
| 16 Mense   | 37 Abbigliamento  |
| 17 Lavanderia, riparazione e noleggio di capi di abbigliamento     | 38 Giochi, giocattoli e passatempi                                      |
| 18 Frutta  | 39 Apparecchi e servizi telefonici e fax                                |
| 19 Saloni di parrucchiere e istituti di bellezza                   | 40 Attrezzature per la registrazione e riproduzione di suoni e immagini |
| 20 Trasporto di passeggeri per via aerea                           | 41 Apparecchi fotografici e cinematografici e strumenti ottici          |
| 21 IAPC  | 42 Apparecchiature informatiche   |

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

d'anno, mentre nella categoria "ristoranti, bar e simili" sono aumentati del 2,8 per cento, dato che quest'ultima ha risentito indirettamente anche dei rincari degli alimentari trasformati. Infine, il tasso annuo d'inflazione dei beni industriali non energetici è stato solo dello 0,8 per cento, principalmente a causa della forte contrazione dei prezzi delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (i beni TIC) sulla scia dei rapidi progressi tecnologici in questo settore. Ad esempio, i prezzi delle apparecchiature per l'elaborazione delle informazioni sono diminuiti del 12,5 per cento in ragione d'anno e quelli delle apparecchiature fotografiche e cinematografiche e degli strumenti ottici del 10,5 per cento. Per contro, la variazione tendenziale dei prezzi di gioielli e orologi si è collocata al 6,4 per cento, in larga misura a causa dei rincari delle materie prime, in particolare dell'oro, negli ultimi anni.

Nel complesso, dall'introduzione del contante in euro, i prezzi dei singoli prodotti e servizi nell'area hanno seguito andamenti fortemente divergenti. A fronte dell'impatto al rialzo dei prezzi dei beni energetici e alimentari dovuto agli shock sulle quotazioni mondiali delle materie prime, c'è stato

l'effetto frenante dei prezzi dei beni TIC, determinato dai progressi tecnologici in questo settore. Nel contempo, la dinamica dei prezzi dei servizi è rimasta sostanzialmente in linea con il tasso di inflazione armonizzata.

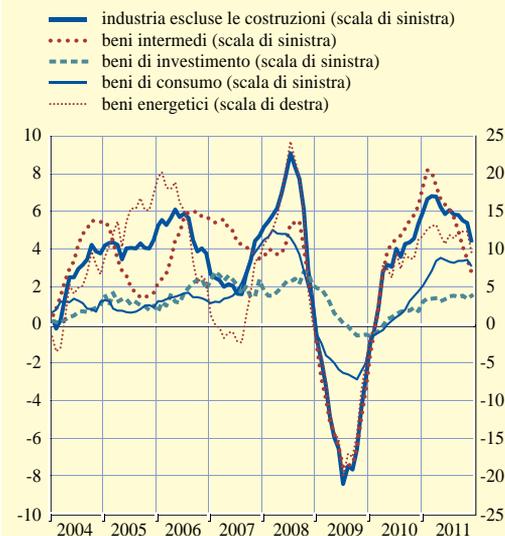
### 3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

In dicembre l'inflazione alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è scesa al 4,3 per cento, dal 5,4 di novembre (cfr. figura 23). Questo calo ha riflesso in larga misura un marcato rallentamento dei prezzi dei beni intermedi ed energetici, a sua volta riconducibile a effetti base negativi delle due componenti. Le spinte sui prezzi degli *input* hanno continuato ad attenuarsi. Tale rallentamento è attualmente più visibile ai primi stadi della filiera produttiva (ad esempio, nei prezzi alla produzione dei beni intermedi) che a quelli successivi (ad esempio, nei prezzi alla produzione dei beni di consumo esclusi gli alimentari). L'inflazione alla produzione al netto delle costruzioni e dell'energia è scesa al 2,6 per cento in dicembre, dal 3,0 in novembre.

Nello stesso periodo l'inflazione alla produzione dei beni di consumo ha registrato un calo dal 3,4 al 3,1 per cento, trainato dalla dinamica dei prezzi al consumo degli alimentari, che è scesa dal 4,7 al 4,1 per cento. Ulteriori flessioni sono attese nei prossimi mesi a seguito dell'improvviso rallentamento dei corsi delle materie prime alimentari osservato di recente nell'Unione europea. Il tasso di variazione sui dodici mesi della componente non alimentare è rimasto invariato su un livello storicamente elevato (1,7 per cento). Tutto ciò, unitamente all'aumento dell'inflazione all'importazione per effetto del recente deprezzamento dell'euro, segnala il protrarsi di pressioni all'origine di breve periodo sulle componenti di fondo dell'inflazione al consumo.

**Figura 23** Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

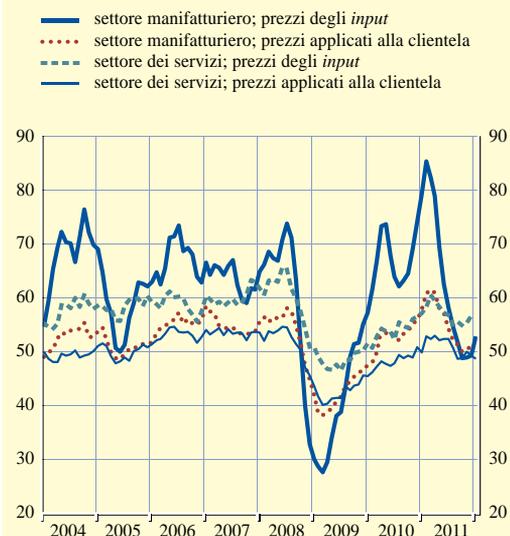
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



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.

Con riferimento agli indicatori delle indagini che anticipano gli andamenti dei prezzi alla produzione nell'industria, a gennaio 2012 l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) relativo ai prezzi di vendita nel settore manifatturiero è rimasto sostanzialmente invariato, confermando quindi la stabilizzazione seguita al calo dalla primavera all'ottobre 2011 (cfr. figura 24). Per contro, il PMI relativo ai prezzi degli *input* manifatturieri è salito da 49,8 a 52,8 tra dicembre 2011 e gennaio 2012, segnalando un incremento mensile dei prezzi degli *input* per la prima volta dal settembre 2011. Nel settore dei servizi, il PMI relativo ai prezzi degli *input* e quelli di vendita è diminuito in gennaio da 56,6 a 53,3 e da 49,3 a 48,7, rispettivamente.

In sintesi, ulteriori effetti base al ribasso, assieme alla moderazione delle spinte inflazionistiche anticipata dai dati sui prezzi delle indagini, suggeriscono che nei prossimi mesi l'inflazione alla produzione scenderà ancora. Nel complesso, gli indicatori di prezzo delle indagini sono rimasti lievemente al di sotto delle rispettive medie di lungo periodo, a indicare che le pressioni sui prezzi sono generalmente contenute.

### 3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

In linea con le migliorate condizioni nel mercato del lavoro, protrattesi fino all'estate del 2011, gli indicatori del costo del lavoro nell'area dell'euro hanno registrato un graduale aumento (cfr. tavola 6 e figura 25). Tuttavia, i dati preliminari di novembre sulle retribuzioni contrattuali nell'area mostrano segni di stabilizzazione della dinamica salariale.

Tra il secondo e il terzo trimestre del 2011 la dinamica delle retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro è salita dall'1,9 al 2,1 per cento. Nello stesso periodo il tasso di variazione tendenziale del costo orario del lavoro è sceso dal 3,2 al 2,7 per cento. Tale rallentamento è stato determinato principalmente dagli andamenti nel comparto industriale, considerato che i decrementi nei settori delle costruzioni e dei servizi di mercato sono stati molto meno pronunciati. Nel complesso, i costi non salariali hanno continuato ad aumentare a un ritmo più sostenuto rispetto alla componente salariale dei costi orari del lavoro nell'area dell'euro.

Altri indicatori del costo del lavoro hanno anche fornito segnali di una certa stabilizzazione. Nel terzo trimestre la crescita sul periodo corrispondente dei redditi per addetto si è attestata al 2,4 per cento, pressoché invariata rispetto ai due trimestri precedenti. Allo stesso tempo la crescita del costo unitario del lavoro è aumentata moderatamente all'1,3 per cento nel terzo trimestre. Tale aumento è dovuto principalmente al fatto che nello stesso periodo la dinamica annuale della produttività del lavoro è diminuita dall'1,3 all'1,0 per cento, sulla scia del rallentamento dell'espansione. In pro-

**Tavola 6 Indicatori del costo del lavoro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

spettiva, i risultati delle ultime indagini indicano un ulteriore rallentamento della produttività nei prossimi trimestri, che potrebbe far aumentare ancora il costo del lavoro per unità di prodotto. Alla luce delle prospettive di crescita piuttosto deboli e della perdurante debolezza del mercato del lavoro, le pressioni sul costo del lavoro dovrebbero rimanere contenute nel medio termine.

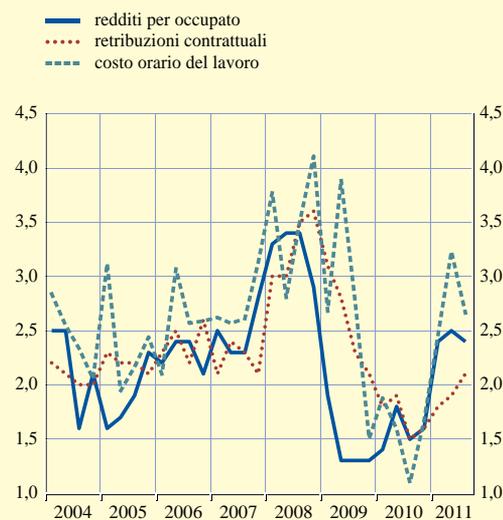
### 3.4 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

In prospettiva, i tassi di inflazione dovrebbero restare al di sopra del 2 per cento per diversi mesi, prima di scendere al di sotto di tale livello. I prezzi correnti dei contratti *future* per le materie prime indicano che queste avranno un minore impatto sull'inflazione e anche le pressioni di fondo sui prezzi nell'area dell'euro dovrebbero rimanere modeste, riflettendo l'aspettativa di un rallentamento della crescita nell'area e a livello mondiale.

I risultati dell'ultima *Survey of Professional Forecasters* della BCE (cfr. riquadro 7) mostrano che, rispetto alla precedente indagine, le aspettative di inflazione per il 2012 e il 2013 sono rimaste pressoché invariate, considerando che sono state riviste lievemente al rialzo per il 2012 (all'1,9 per cento) e lievemente al ribasso per il 2013 (all'1,7 per cento). Tali previsioni sono sostanzialmente in linea con gli intervalli di valori riportati nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro

**Figura 25 Indicatori del costo del lavoro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



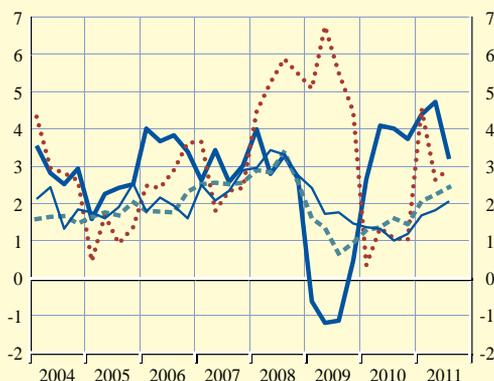
Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

**Figura 26 Andamenti del costo del lavoro per settore**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)

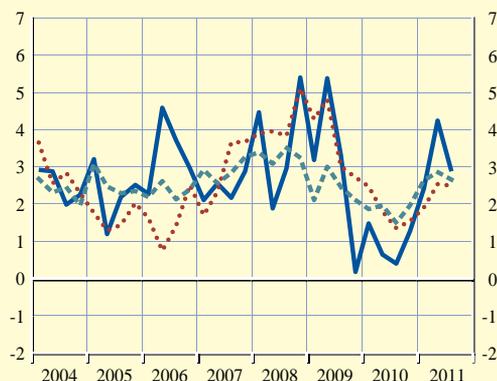
#### Redditi per occupato

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



#### Indice del costo orario del lavoro

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2011. Le attese d'inflazione a più lungo termine (per il 2016) sono rimaste invariate al 2,0 per cento.

I rischi per le prospettive a medio termine sull'evoluzione dei prezzi rimangono sostanzialmente bilanciati. Quelli verso l'alto riguardano in particolare ulteriori incrementi delle imposte indirette e dei prezzi amministrati, data l'esigenza di risanare i conti pubblici nei prossimi anni, e aumenti dei prezzi delle materie prime. I principali rischi al ribasso sono connessi all'impatto di una crescita più debole rispetto alle attese nell'area dell'euro e a livello mondiale.

#### Riquadro 7

### RISULTATI DELLA *SURVEY OF PROFESSIONAL FORECASTERS* DELLA BCE PER IL PRIMO TRIMESTRE DEL 2012

Questo riquadro presenta i risultati della *Survey of Professional Forecasters* (SPF) per il primo trimestre del 2012, condotta dalla BCE tra il 17 e il 20 gennaio 2012 sulla base delle risposte di 58 previsori<sup>1)</sup>.

Rispetto all'indagine precedente, i recenti risultati mostrano che le prospettive di inflazione degli interpellati per il 2012 e 2013 sono rimaste sostanzialmente invariate. Per quanto riguarda quelle a più lungo termine (per il 2016), la previsione puntuale media e la mediana delle stime puntuali sono rimaste immutate al 2,0 per cento. Le aspettative sulla crescita del PIL sono state riviste significativamente al ribasso per il 2012 e 2013.

#### Aspettative di inflazione a più breve termine riviste leggermente al rialzo per il 2012 e lievemente al ribasso per il 2013

Le aspettative di inflazione della SPF per il 2012 e il 2013 si collocano all'1,9 e all'1,7 per cento rispettivamente (cfr. tavola). Tali livelli sono sostanzialmente in linea con le corrispondenti previsioni pubblicate nelle edizioni di gennaio del 2012 di *Consensus Economics* e di *Euro Zone Barometer* e si collocano dentro gli intervalli di valori riportati nelle proiezioni macroeconomiche formulate nel dicembre del 2011 dagli esperti dell'Eurosistema.

Rispetto all'indagine precedente, le aspettative di inflazione sono aumentate di 0,1 punti percentuali per il 2012 e diminuite lievemente di 0,1 punti percentuali per il 2013. Nei loro commenti qualitativi, i partecipanti hanno attribuito la revisione al rialzo delle previsioni di inflazione per il 2012 all'effetto combinato di revisioni al rialzo delle imposte indirette e dei prezzi amministrati attesi in alcuni paesi, di una revisione al rialzo dei corsi petroliferi attesi e di una revisione al ribasso del tasso di cambio atteso euro/dollaro. Inoltre, la revisione al ribasso delle previsioni di inflazione per il 2013 è stata ascritta alle aspettative di un rallentamento dell'attività economica (in parte a causa delle più rigorose misure di risanamento dei conti pubblici), di minori margini di profitto, nonché di un aumento della disoccupazione.

Per quanto riguarda i rischi per le prospettive d'inflazione, la distribuzione di probabilità aggregata nel 2012 si è spostata verso risultati lievemente più alti rispetto alla precedente rilevazione

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

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

IAPC complessivo	Orizzonte di previsione		
	2012	2013	a più lungo termine <sup>3)</sup>
SPF, 1° trim. 2012	1,9	1,7	2,0
Precedente SPF, 4° trim. 2011	1,8	1,8	2,0
Proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema (dicembre 2011)	1,5-2,5	0,8-2,2	-
<i>Consensus Economics</i> (gennaio 2012)	1,9	1,7	2,0
<i>Euro Zone Barometer</i> (gennaio 2012)	1,8	1,7	2,1
<b>Crescita del PIL in termini reali</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>a più lungo termine<sup>3)</sup></b>
SPF, 1° trim. 2012	-0,1	1,1	1,8
Precedente SPF, 4° trim. 2011	0,8	1,6	1,8
Proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema (dicembre 2011)	-0,4-1,0	0,3-2,3	-
<i>Consensus Economics</i> (gennaio 2012)	-0,3	1,0	1,7
<i>Euro Zone Barometer</i> (gennaio 2012)	-0,3	1,0	1,9
<b>Tasso di disoccupazione<sup>1)</sup></b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>a più lungo termine<sup>3)</sup></b>
SPF, 1° trim. 2012	10,6	10,6	8,8
Precedente SPF, 4° trim. 2011	10,0	9,7	8,5
<i>Consensus Economics</i> (gennaio 2012)	10,6	10,6	-
<i>Euro Zone Barometer</i> (gennaio 2012)	10,6	10,5	9,2

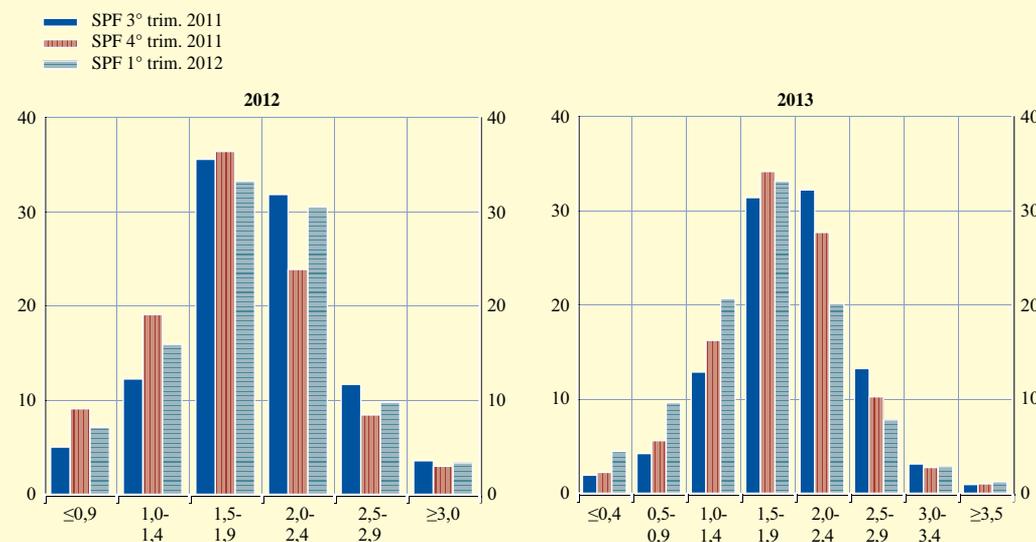
1) In percentuale delle forze di lavoro.

2) Le aspettative di inflazione a più lungo termine si riferiscono al 2016 nella SPF, in *Consensus Economics* e nell'*Euro Zone Barometer*.

(cfr. figura A). Le probabilità assegnate agli intervalli tra l'1,5 e l'1,9 per cento e tra il 2,0 e il 2,4 per cento sono ora pressoché uguali e leggermente superiori al 30 per cento, mentre quella

**Figura A Distribuzione di probabilità aggregata delle aspettative relative al tasso medio di inflazione sui dodici mesi nel 2012 e nel 2013 (*Survey of Professional Forecasters*, ultime inchieste<sup>1)</sup>)**

(probabilità in percentuale)



Fonte: BCE.

1) Risulta dalla media delle singole distribuzioni di probabilità fornite dai previsori dell'SPF.

assegnata a un livello di inflazione pari o superiore al 2 per cento è aumentata dal 35 al 44 per cento. Per contro, la distribuzione di probabilità aggregata nel 2013 si è spostata su risultati leggermente più bassi rispetto alla precedente indagine e la maggiore probabilità è ora assegnata più nettamente all'intervallo compreso tra l'1,5 e l'1,9 per cento.

Alcuni interpellati hanno menzionato rincari dell'energia e delle materie prime, nonché ulteriori incrementi delle imposte indirette e dei prezzi amministrati quali rischi al rialzo del loro scenario di base di previsione per l'inflazione e prospettive economiche inferiori alle attese quale principale rischio al ribasso. In base alle singole distribuzioni di probabilità, i rischi complessivi per le previsioni puntuali a più breve termine sarebbero orientati verso il basso per il 2012 e sostanzialmente bilanciati per il 2013<sup>2)</sup>.

### Aspettative di inflazione a più lungo termine invariate al 2,0 per cento

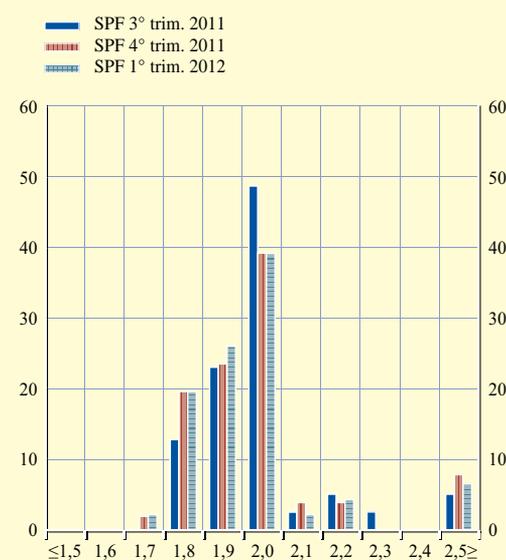
La previsione media puntuale per l'inflazione a più lungo termine rimane invariata al 2,0 per cento per il 2016. Con un arrotondamento a due decimali, le aspettative si collocano in media all'1,98 per cento, contro il 2,01 per cento dell'indagine precedente. La mediana e il valore modale delle stime puntuali sono stabili al 2,0 per cento e la percentuale degli interpellati che ha fornito una previsione puntuale del 2,0 per cento è stabile attorno al 40 per cento (cfr. figura B). Le aspettative di inflazione a più lungo termine sono altresì sostanzialmente in linea con le previsioni a più lungo termine pubblicate nelle edizioni di ottobre del 2011 di *Consensus Economics* e di gennaio del 2012 di *Euro Zone Barometer* (entrambe per il 2016).

La distribuzione di probabilità aggregata si è spostata lievemente verso risultati più bassi rispetto alla precedente indagine, e la probabilità che l'inflazione si collochi su un livello pari o superiore al 2,0 per cento è diminuita dal 48 al 46 per cento. Essendo ancora numerosi gli interpellati che hanno formulato una stima puntuale superiore alla media della loro distribuzione di probabilità, si può ritenere che i rischi complessivi per la previsione puntuale media siano orientati ampiamente verso il basso.

Il disaccordo fra i previsori riguardo alle attese di inflazione a più lungo termine, misurato come deviazione standard delle loro previsioni puntuali, è diminuito a 0,2 punti percentuali (da 0,3 punti percentuali dell'indagine precedente). L'incertezza aggregata che caratterizza queste attese d'inflazione, misurata dalla deviazione standard della distribuzione di pro-

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

(percentuali di intervistati)



Fonte: BCE.

2) I rischi complessivi sono valutati con orientamento verso l'alto (il basso) se gli interpellati con una previsione puntuale superiore (inferiore) alla media della loro distribuzione di probabilità sono di meno rispetto a quelli con una previsione puntuale inferiore (superiore) alla media. La media della distribuzione di probabilità è calcolata ipotizzando che la massa di probabilità sia concentrata al centro dell'intervallo.

babilità aggregata, è stabile a livelli piuttosto elevati (cfr. figura C)<sup>3)</sup>.

### Aspettative di crescita del PIL in termini reali riviste significativamente al ribasso sia per il 2012 sia per il 2013

In base ai risultati dell'ultima indagine, le aspettative di crescita del PIL in termini reali si collocano al -0,1 per cento per il 2012 e all'1,1 per cento per il 2013. Rispetto alle recenti previsioni di *Consensus Economics* ed *Euro Zone Barometer* esse sono leggermente superiori per il 2012, ma sostanzialmente simili per il 2013. Tali aspettative sono inoltre entro gli intervalli indicati nelle proiezioni macroeconomiche formulate lo scorso mese di dicembre dagli esperti dell'Eurosistema.

Rispetto alla precedente indagine, le aspettative per la crescita del PIL sono state riviste significativamente al ribasso, di 0,9 punti percentuali per il 2012 e di 0,5 punti percentuali per il 2013. Gli interpellati hanno attribuito questo scenario di base più negativo alle misure aggiuntive di risanamento dei conti pubblici in molti paesi dell'area dell'euro, a un ulteriore inasprimento delle condizioni di credito, a una minore fiducia e a un livello di incertezza generalmente più elevato.

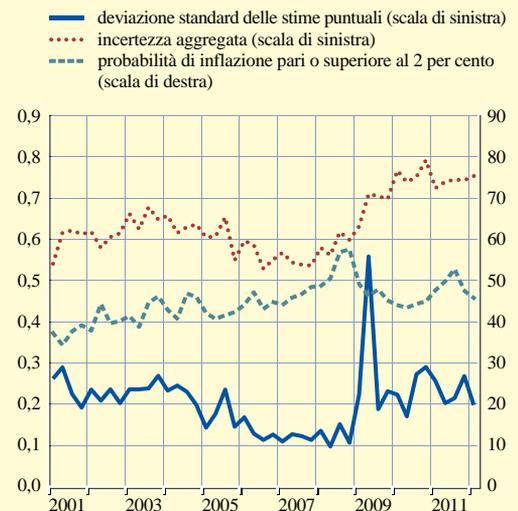
Le distribuzioni di probabilità aggregata per il 2012 e 2013 si sono spostate considerevolmente verso risultati più bassi. Per il 2012, in particolare, gli interpellati assegnano ora una probabilità del 54 per cento a intervalli compresi tra il -0,5 e lo 0,4 per cento (cfr. figura D). Il principale rischio al rialzo menzionato per lo scenario di base è una soluzione credibile alla crisi del debito sovrano, mentre il principale rischio al ribasso è di un ulteriore peggioramento della crisi. Altri rischi al ribasso includono ulteriori diminuzioni della fiducia, maggiori livelli di incertezza e la possibilità di restrizioni più significative all'offerta di credito. I rischi complessivi per queste prospettive di crescita sono valutati con orientamento verso l'alto per il 2012 e verso il basso per il 2013.

Le aspettative di crescita a più lungo termine (per il 2016) si collocano all'1,8 per cento, invariate rispetto alla precedente edizione dell'SPF. I rischi complessivi per le prospettive di crescita a più lungo termine sono ritenuti in larga misura orientati verso il basso. Tuttavia, la distribuzione della probabilità aggregata non è mutata significativamente dalla precedente indagine e gli interpellati assegnano tuttora una probabilità attorno al 30 per cento a una crescita del PIL in termini reali a più lungo termine compresa nell'intervallo tra l'1,5 e l'1,9 per cento.

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

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

(punti percentuali e valori percentuali)

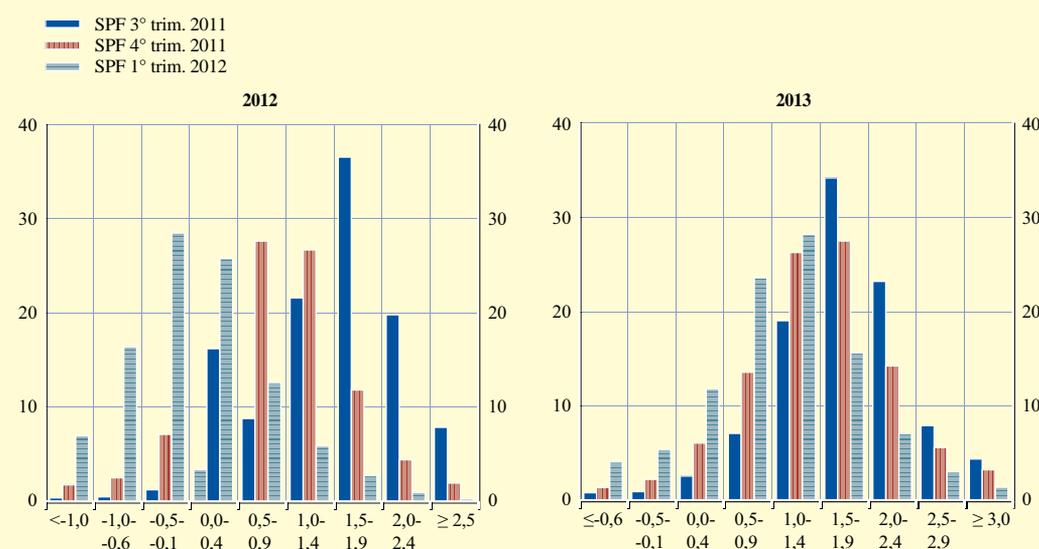


Fonte: BCE.

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

**Figura D Distribuzione di probabilità aggregata delle aspettative relative alla crescita del PIL nel 2012 e nel 2013 (Survey of Professional Forecasters, ultime inchieste)**

(probabilità in percentuale)



Fonte: BCE.

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

### Aspettative per il tasso di disoccupazione riviste significativamente al rialzo sia per il 2012 che per il 2013

Le aspettative per il tasso di disoccupazione si collocano ora al 10,6 per cento sia per il 2012 che per il 2013. Tali previsioni sono sostanzialmente in linea con i più recenti valori pubblicati da *Consensus Economics* ed *Euro Zone Barometer*. Rispetto alla precedente indagine, le aspettative per il tasso di disoccupazione sono state riviste significativamente al rialzo, di 0,6 punti percentuali per il 2012 e di 0,9 punti percentuali per il 2013. Secondo gli interpellati, tali correzioni verso l'alto sono riconducibili principalmente alle revisioni al ribasso dell'attività economica attesa.

Per quanto riguarda i rischi per tali prospettive, un inasprimento dell'attuale crisi, un'accresciuta incertezza e un peggioramento delle condizioni di finanziamento sono stati menzionati dagli intervistati quali principali rischi al rialzo, mentre l'attuazione di riforme strutturali e gli effetti ritardati delle misure già adottate sono indicati quali rischi al ribasso. Un confronto tra le previsioni puntuali e le medie delle distribuzioni di probabilità mostra che i rischi complessivi sono considerati orientati leggermente verso il basso per il 2012 e verso l'alto per il 2013.

Le aspettative sul tasso di disoccupazione a più lungo termine (per il 2016) sono aumentate all'8,8 per cento, e si ritiene che i rischi complessivi siano orientati al rialzo. La distribuzione di probabilità aggregata si è spostata verso risultati significativamente più elevati.

### Altre variabili e ipotesi determinanti

Secondo le altre informazioni fornite dagli interpellati, le ipotesi sia per il tasso di cambio euro/dollaro che per il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali della BCE sono state riviste

significativamente al ribasso. Le ipotesi relative ai corsi petroliferi si sono spostate verso l'alto, mentre quelle relative alla crescita dei redditi per occupato sono rimaste invariate. In particolare, i corsi petroliferi sono ora attesi collocarsi intorno a 110 dollari al barile nel 2012 e poi aumentare leggermente nel 2013. Il tasso di cambio euro/dollaro dovrebbe rimanere attorno a 1,28 nel 2012 e l'euro dovrebbe apprezzarsi lievemente alla fine dell'anno. Il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali della BCE dovrebbe collocarsi in media allo 0,9 per cento nel 2012 e all'1,0 per cento nel 2013. Infine, la crescita media dei redditi per occupato dovrebbe stabilizzarsi intorno al 2,1 per cento nel 2012 e nel 2013, e aumentare al 2,4 per cento nel lungo periodo.

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

Il tasso di crescita in termini reali del PIL dell'area, che nel terzo trimestre del 2011 è diminuito ulteriormente allo 0,1 per cento rispetto al periodo precedente, è probabilmente rimasto molto debole nel quarto trimestre. In base ai dati delle indagini degli ultimi due mesi, vi sono timidi segnali di stabilizzazione dell'attività economica a un basso livello. In prospettiva, l'economia dell'area dell'euro dovrebbe riprendersi molto gradualmente nel corso del 2012. I bassissimi tassi di interesse a breve termine e tutte le misure prese per favorire l'adeguato funzionamento del settore finanziario dell'area dell'euro stanno sostenendo l'economia dell'area. Inoltre, le tensioni dei mercati finanziari sono diminuite a seguito delle misure di politica monetaria adottate, ma anche grazie ai progressi fatti verso un quadro di governance rafforzato nell'area dell'euro e all'intensificazione del risanamento delle finanze pubbliche in diversi paesi dell'area. Tuttavia, la modesta crescita della domanda mondiale, le rimanenti tensioni nei mercati del debito sovrano dell'area e il loro impatto sulle condizioni creditizie, nonché il processo di risanamento dei bilanci in atto nei settori finanziario e non finanziario continuano a frenare la dinamica della crescita di fondo. Queste prospettive sono soggette a rischi al ribasso.

### 4.1 LE COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

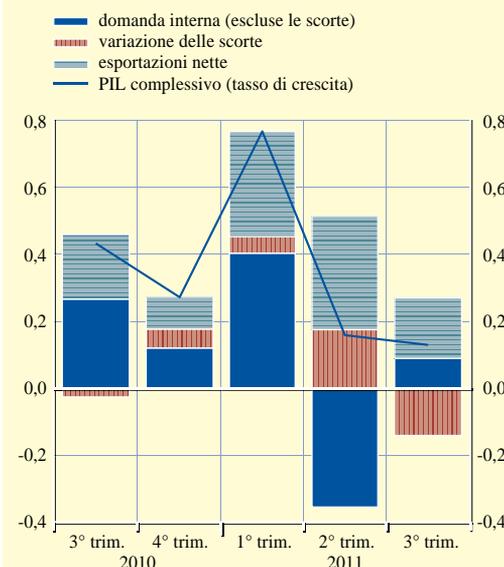
Nel terzo trimestre del 2011 la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro è diminuita ulteriormente, allo 0,1 per cento sul periodo precedente, dopo la progressione dello 0,2 e dello 0,8 per cento rispettivamente nel secondo e nel primo trimestre (cfr. figura 27). I minori contributi dell'interscambio netto e delle scorte hanno più che controbilanciato un aumento della crescita dei consumi privati. Nel terzo trimestre il livello del prodotto era ancora inferiore dell'1,7 per cento rispetto al massimo registrato nel primo trimestre del 2008.

Dopo una contrazione dello 0,5 per cento nel secondo trimestre del 2011, la crescita dei consumi privati è diventata nuovamente positiva nel terzo trimestre, aumentando dello 0,2 per cento in termini congiunturali. Tale incremento sembra interamente riconducibile ai consumi di servizi, poiché sia il volume del commercio al dettaglio che le immatricolazioni di nuove autovetture sono diminuiti tra il secondo e il terzo trimestre.

Per quanto riguarda il quarto trimestre del 2011, le informazioni sui consumi privati segnalano il protrarsi di questa tendenza moderata della spesa. Il volume delle vendite al dettaglio è nuovamente diminuito in dicembre, determinando un calo trimestrale dello 0,7 per cento nel quarto trimestre. Ciò rappresenta un ulteriore deterioramento rispetto al precedente trimestre, in cui le vendite al dettaglio si sono ridotte dello 0,1 per cento. Nel contempo, in dicembre le immatricolazioni di nuove autovetture hanno registrato un netto aumento mensile, portando all'1,3 per cento l'incremento congiunturale nel quarto trimestre.

**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.

stre. Rispetto al terzo trimestre si è trattato di un chiaro miglioramento, che ha però compensato solo in parte il rallentamento della crescita delle vendite al dettaglio. I dati sulle indagini nel settore del commercio al dettaglio indicano una perdurante debolezza dei consumi all'inizio del 2012 (cfr. figura 28). L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il commercio al dettaglio, che si è collocato al di sotto della soglia teorica di espansione di 50 per tutto il quarto trimestre, è ulteriormente diminuito in gennaio, raggiungendo il minimo da 35 mesi. Tuttavia, la fiducia dei consumatori dell'area dell'euro è aumentata in gennaio, secondo la Direzione generale degli Affari economici e finanziari, per la prima volta dal giugno 2011. Ciò nondimeno, sia la fiducia dei consumatori sia l'indicatore degli acquisti di importo rilevante restano su livelli nettamente al di sotto delle loro medie di lungo periodo.

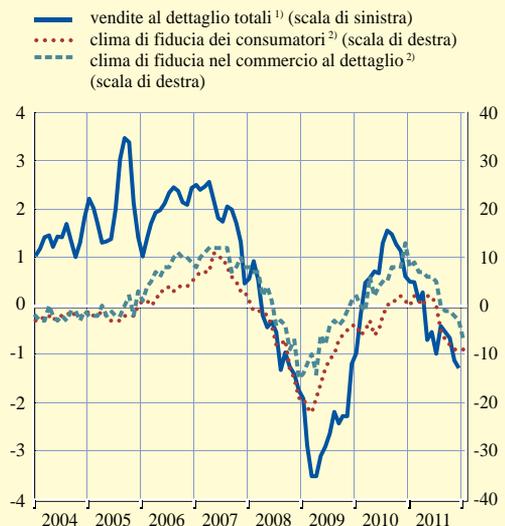
Come nel secondo trimestre, gli investimenti fissi lordi si sono ridotti dello 0,1 per cento in termini congiunturali nel terzo trimestre del 2011. Per quanto riguarda la scomposizione degli investimenti nel terzo trimestre, gli investimenti in costruzioni si sono contratti dello 0,9 per cento rispetto al periodo precedente, mentre quelli in beni diversi dalle costruzioni sono aumentati dello 0,8.

In prospettiva, la produzione industriale di beni di investimento, un indicatore dell'accumulazione futura di capitale in beni diversi dalle costruzioni, è aumentata dello 0,3 per cento in novembre, dopo un incremento dello 0,9 in ottobre. In questi due mesi il livello medio della produzione di beni di investimento si è tuttavia collocato su un livello inferiore dello 0,9 per cento rispetto a quello del terzo trimestre, che aveva registrato un incremento del 2,3 per cento sul periodo precedente. Il recente indebolimento è interamente dovuto a un brusco calo della produzione di tali beni in settembre. I dati delle indagini sul settore industriale al netto delle costruzioni (sia l'indice dei responsabili degli acquisti, PMI, sia l'indicatore del clima di fiducia nell'industria della Commissione europea) segnalano un rallentamento dell'attività di accumulazione nel quarto trimestre del 2011, con qualche timido segnale di stabilizzazione verso la fine dell'anno e nel gennaio 2012. Nel contempo, le indagini della Commissione europea indicano che il grado di utilizzo della capacità produttiva, che era diminuito per due consecutivi periodi di tre mesi, è aumentato leggermente nei tre mesi fino a gennaio 2012.

Gli investimenti in costruzioni sono probabilmente rimasti anch'essi deboli nel quarto trimestre. In novembre la produzione nel settore edile dell'area dell'euro è aumentata dello 0,7 per cento sul periodo precedente, dopo un calo dell'1,4 registrato in ottobre. Non ci sono ancora segni di ripresa. I vincoli di finanziamento e le perduranti correzioni del mercato degli immobili residenziali in diversi paesi dell'area dell'euro potrebbero pesare sugli investimenti in costruzioni nel prossimo futuro. Gli indicatori delle indagini confermano la prosecuzione del quadro di debolezza degli investimenti. Ad esempio, l'indicatore della fiducia nel settore delle costruzioni pubblicato dalla Commissione

**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 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.

europea rimane su livelli inferiori alla sua media storica (dati disponibili sino a gennaio 2012). Nel contempo, il PMI per il settore delle costruzioni nell'area dell'euro si è collocato in media nettamente al di sotto di 50 nel quarto trimestre, suggerendo ulteriori andamenti negativi in tale periodo.

Per quanto riguarda i flussi commerciali, sia le importazioni sia le esportazioni sono aumentate moderatamente nel terzo trimestre del 2011. Nei primi due mesi del quarto trimestre, tuttavia, le importazioni sono diminuite rispetto al terzo trimestre, per effetto di una debole domanda interna e del deprezzamento dell'euro nei mesi precedenti. Nello stesso periodo si sono indebolite anche le esportazioni, seppur in minor misura, a fronte della perdurante debolezza della domanda estera. In prospettiva, il PMI relativo ai nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero dell'area dell'euro è migliorato marcatamente in gennaio, per il secondo mese consecutivo. Sebbene il PMI sia rimasto sotto quota 50, timidi segnali di stabilizzazione suggeriscono che la crescita delle esportazioni dell'area dell'euro potrebbe essersi gradualmente ripresa al volgere dell'anno.

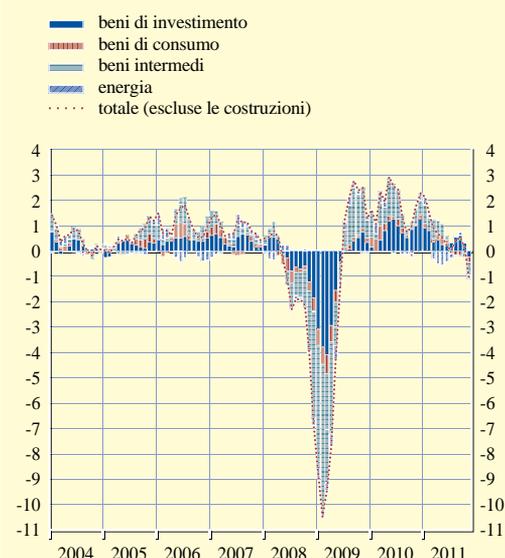
#### 4.2 ANDAMENTI DEL PRODOTTO, DELL'OFFERTA E DEL MERCATO DEL LAVORO

Nel terzo trimestre il valore aggiunto in termini reali è aumentato dello 0,1 per cento sul periodo precedente. L'attività è cresciuta dello 0,3 per cento nel settore industriale (al netto delle costruzioni) e dello 0,1 nei servizi. Nel contempo, il valore aggiunto nelle costruzioni si è contratto dello 0,5 per cento sul trimestre precedente.

Quanto all'andamento nel settore industriale nel corso del quarto trimestre del 2011, in novembre la produzione (al netto delle costruzioni) è aumentata in termini congiunturali dello 0,1 per cento, dopo una diminuzione dello 0,2 per cento in ottobre. La variazione percentuale trimestrale, calcolata su una media mobile di tre mesi dell'indice, è diminuita dallo 0,1 per cento di ottobre al -1,1 in novembre (cfr. figura 29). È la prima volta che questo parametro diventa negativo dalla recessione del 2008-09. Ciò rappresenta anche un pronunciato rallentamento rispetto al terzo trimestre, in cui la produzione è aumentata dello 0,5 per cento sul trimestre precedente. Contestualmente, i nuovi ordini industriali nell'area dell'euro (al netto dei mezzi di trasporto pesante) sono diminuiti in novembre dello 0,5 per cento rispetto al mese precedente, dopo un calo leggermente maggiore in ottobre. Il tasso di crescita sui tre mesi precedenti, che era stato pari al -3,3 per cento in ottobre, è ulteriormente diminuito al -5,3 per cento. Sebbene i più recenti risultati delle indagini confermino un quadro di debolezza nel quarto trimestre, indicano anche un lieve miglioramento all'inizio del 2012. Ad esempio, il PMI relativo alla produzione manifatturiera è aumentato in gennaio per il secondo mese consecutivo, raggiungendo un livello in linea con una crescita positiva per la prima volta dal luglio

**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.

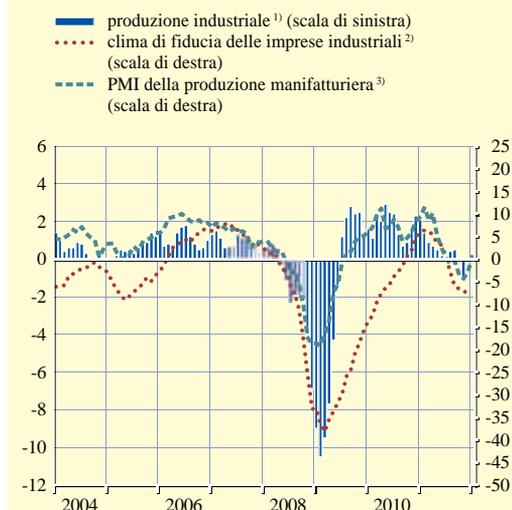
2011 (cfr. figura 30). Nel contempo, i dati dell'indagine della Commissione europea indicano che i vincoli alla produzione sono diminuiti leggermente nei tre mesi fino a gennaio 2012, verso i livelli registrati nel secondo e terzo trimestre del 2011. Questo calo è stato principalmente connesso ai fattori dell'offerta, quali la disponibilità di maggiori attrezzature e forze lavoro. Anche il PMI relativo all'attività nei servizi è salito al di sopra della soglia di espansione di 50 in gennaio, dopo esserne rimasto al di sotto per tutto il quarto trimestre del 2011. Altre indagini congiunturali presso le imprese, come quelle condotte dalla Commissione europea, sono risultate sostanzialmente in linea con l'andamento del PMI.

#### MERCATO DEL LAVORO

I mercati del lavoro dell'area dell'euro si sono progressivamente indeboliti. L'occupazione si è ridotta e il tasso di disoccupazione è aumentato. I dati delle indagini segnalano aspettative al ribasso. Nel terzo trimestre del 2011, l'occupazione è diminuita dello 0,1 per cento sul periodo precedente, dopo una crescita positiva nei due trimestri precedenti (cfr. tavola 7). Per contro, tra il secondo e il terzo trimestre si è registrato un aumento delle ore lavorate pari allo 0,1 per cento. A livello settoriale, gli ultimi dati indicano che tra il secondo e il terzo trimestre, il numero

**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.  
Nota: 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.

**Tavola 7** Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

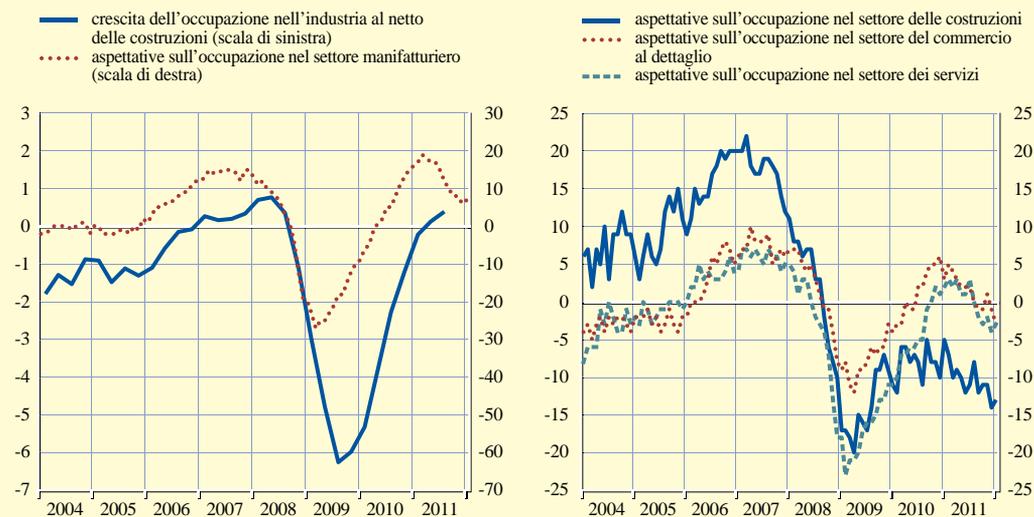
	Persone					Ore				
	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali			Variazioni annuali		Variazioni trimestrali		
	2009	2010	2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 3° trim.	2009	2010	2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 3° trim.
Totale economia	-1,8	-0,5	0,1	0,2	-0,1	-3,4	0,0	0,6	-0,1	0,1
di cui:										
Agricoltura e pesca	-2,2	-0,9	-1,6	0,8	-1,0	-3,1	-0,7	-0,7	-0,4	-1,6
Industria	-5,6	-3,3	-0,2	0,0	-0,5	-8,7	-1,8	0,5	-0,4	-0,2
Escluse le costruzioni	-5,0	-3,2	0,2	0,1	0,0	-8,9	-0,9	0,7	-0,1	0,2
Costruzioni	-6,8	-3,7	-1,2	-0,3	-1,6	-8,3	-3,6	0,2	-1,1	-1,1
Servizi	-0,5	0,4	0,2	0,3	0,0	-1,6	0,6	0,7	0,0	0,4
Commercio e trasporti	-1,8	-0,7	0,0	0,5	0,2	-2,9	-0,3	0,5	0,2	0,6
Informazione e comunicazione	-0,8	-1,0	1,0	0,3	-0,2	-1,3	-0,5	1,4	0,3	0,3
Finanziari e assicurativi	0,1	-0,8	0,5	-0,2	-0,1	-1,5	-0,3	1,1	-0,5	-0,3
Attività immobiliari	-2,7	-0,5	1,7	-0,5	-1,0	-3,7	0,9	1,0	-1,7	-0,1
Servizi professionali	-2,5	1,8	0,9	0,9	-0,3	-3,8	2,5	1,5	0,3	0,2
Amministrazione pubblica	1,4	1,1	-0,2	-0,1	0,0	1,1	1,3	0,3	0,0	0,1
Altri servizi <sup>1)</sup>	1,1	0,7	0,4	-0,1	0,2	-0,3	0,1	0,7	-0,7	1,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Comprende anche servizi alle famiglie, attività artistiche e attività di organizzazioni extraterritoriali.

**Figura 31 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione**

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



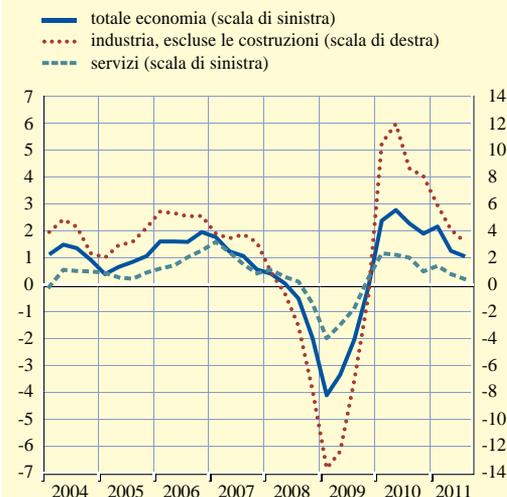
Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.  
Note: I saldi percentuali sono espressi come scarti dalla media.

di occupati si è mantenuto stabile sia nell'industria in senso stretto sia nei servizi, mentre è calato nettamente nel settore delle costruzioni (dell'1,6 per cento).

Sebbene il PIL abbia registrato una crescita superiore all'occupazione tra il secondo e il terzo trimestre, la dinamica della produttività del lavoro in termini di occupati è stata negativa, attestandosi

**Figura 32 Produttività del lavoro**

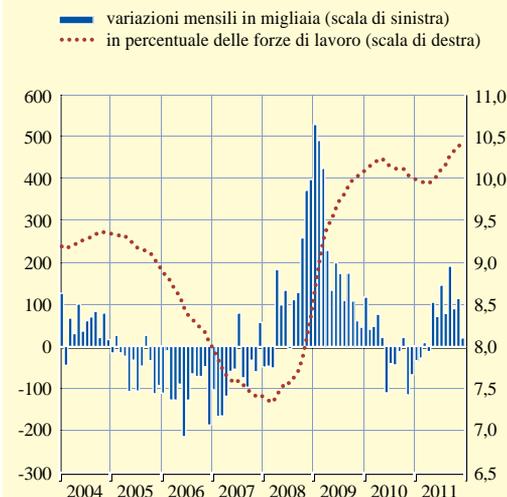
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura 33 Disoccupazione**

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

all'1,0 per cento rispetto al periodo corrispondente, dall'1,3 del secondo trimestre (cfr. figura 32). Nel contempo, il tasso di crescita sul periodo corrispondente della produttività misurata in termini di ore lavorate è diminuito ulteriormente (di 0,5 punti percentuali) allo 0,8 per cento nel terzo trimestre. Per quanto riguarda il quarto trimestre, i recenti andamenti dell'indice di produttività PMI suggeriscono un ulteriore calo della crescita della produttività.

In dicembre il tasso di disoccupazione si è attestato al 10,4 per cento, invariato rispetto al mese precedente (cfr. figura 33), con un incremento di mezzo punto percentuale rispetto all'aprile 2011, quando ha iniziato nuovamente a salire. Gli indicatori delle indagini segnalano perduranti andamenti negativi dell'occupazione, sia nell'industria sia nei servizi nel quarto trimestre e all'inizio del primo trimestre del 2012 (cfr. figura 31). Gli ultimi dati sono in linea con una revisione al rialzo dei tassi di disoccupazione attesi per il 2012 e il 2013 nella *Survey of Professional Forecasters* (cfr. riquadro 7 nella sezione 3).

#### 4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

La crescita del PIL in termini reali è stata probabilmente molto debole nel quarto trimestre del 2011. In base ai dati delle indagini degli ultimi due mesi, vi sono timidi segnali di stabilizzazione dell'attività economica a un basso livello. In prospettiva, l'economia dell'area dell'euro dovrebbe riprendersi molto gradualmente nel corso del 2012. I bassissimi tassi di interesse a breve termine e tutte le misure prese per favorire l'adeguato funzionamento del settore finanziario stanno sostenendo l'economia dell'area dell'euro. Inoltre, le tensioni dei mercati finanziari sono diminuite a seguito delle misure di politica monetaria adottate, ma anche grazie ai progressi fatti verso un quadro di *governance* rafforzato nell'area dell'euro e all'intensificazione del risanamento delle finanze pubbliche in diversi paesi dell'area. Tuttavia, la modesta crescita della domanda mondiale, le rimanenti tensioni nei mercati del debito sovrano dell'area e il loro impatto sulle condizioni creditizie, nonché il processo di risanamento dei bilanci in atto nei settori finanziario e non finanziario continuano a frenare la dinamica della crescita di fondo.

Queste prospettive sono soggette a rischi al ribasso. Tali rischi sono connessi a tensioni nei mercati del debito dell'area dell'euro e al loro potenziale propagarsi all'economia reale. Rischi al ribasso sono inoltre legati a possibili andamenti avversi dell'economia mondiale, a incrementi superiori a quanto ipotizzato dei prezzi delle materie prime, a spinte protezionistiche e al potenziale di una correzione disordinata degli squilibri internazionali.

## LA CRESCITA DELLA MONETA E DEL CREDITO DOPO LE CRISI ECONOMICHE E FINANZIARIE: UNA PROSPETTIVA STORICA INTERNAZIONALE



*Le dinamiche seguite dalla crescita media della moneta e del credito in prossimità dei passati episodi di crisi economica e finanziaria rappresentano un utile parametro per valutare gli andamenti correnti e futuri della moneta, del credito e del prodotto. Ciò è particolarmente vero laddove si distinguono le recessioni coincidenti con una crisi finanziaria dalle altre recessioni. Il presente articolo elabora, per questi due tipi di recessione, dei parametri storici e ne compara gli andamenti stilizzati con i dati degli ultimi anni per l'area dell'euro. Se si raffronta la recente contrazione economica con i passati episodi di recessione accompagnati da crisi bancarie sistemiche, gli andamenti recenti della moneta e del credito nell'area dell'euro appaiono sostanzialmente in linea con quelli generali osservati durante le recessioni e le riprese verificatesi nelle economie dell'OCSE a partire dal 1960. Ad esempio, la crescita dell'aggregato monetario ampio, quella dell'aggregato ristretto e l'espansione del credito sull'interno seguono tipicamente andamenti divergenti in prossimità delle crisi: la crescita di M1 anticipa di norma la svolta del ciclo economico, quella di M3 si muove in linea con il ciclo (sebbene in maniera meno pronunciata nelle fasi discendenti) e l'espansione del credito segue con uno sfasamento temporale la ripresa dell'attività economica. In prospettiva, è impossibile escludere che l'interazione fra gli aggregati monetari e creditizi dell'area dell'euro si intensifichi (con la possibilità che il prodotto si discosti di conseguenza dalle medie storiche), soprattutto per effetto della compresenza di vari fattori. Quest'ultima potrebbe essere associata a: a) i livelli insolitamente elevati dell'indebitamento dei settori privato e pubblico osservati negli ultimi anni; b) l'interazione fra la crisi del debito sovrano, i timori degli investitori e le pressioni sulla raccolta e sul capitale delle banche in vari paesi europei; c) il modo più pronunciato con cui la crisi si è propagata a livello internazionale.*

### I INTRODUZIONE

La BCE monitora regolarmente gli aggregati monetari al fine di valutare le pressioni inflazionistiche nel medio-lungo periodo nell'ambito del pilastro dell'analisi monetaria. A questo scopo, è utile esaminare le varie componenti e contropartite degli aggregati monetari sulla base del loro grado di persistenza (al riguardo sono potenzialmente di aiuto le componenti a bassa frequenza e quelle con frequenza corrispondente al ciclo economico), poiché il ruolo svolto dalla moneta nell'economia varia a seconda di diversi fattori, fra cui la fase congiunturale. L'analisi delle dinamiche dell'aggregato monetario ampio e delle sue componenti e contropartite durante una fase specifica del ciclo economico (segnatamente una recessione) è pertanto utile a comprendere i segnali impartiti dagli andamenti monetari. Tale analisi non si limita a fornire elementi conoscitivi sugli andamenti futuri dell'espansione monetaria, ma consente altresì di valutare sia la misura in cui gli andamenti attuali e futuri degli aggregati monetari possono avere natura temporanea, sia il corrispondente impatto sul prodotto e sull'inflazione<sup>1)</sup>. Fatte queste premesse, il presente articolo passa in rassegna gli

andamenti recenti dell'aggregato monetario ampio nell'area dell'euro, della sua componente principale (ossia la moneta in senso stretto) e della sua contropartita principale (il credito sull'interno), e li confronta con quelli seguiti da queste stesse grandezze in vari paesi dell'OCSE in prossimità di una serie di recessioni a partire dal 1960<sup>2)</sup>. L'evoluzione recente è raffrontata con le dinamiche generali osservate sia durante sia successivamente alle passate recessioni, con particolare enfasi sulle recessioni che hanno coinciso con una crisi bancaria sistemica, le quali rappresentano verosimilmente il migliore parametro di riferimento per la crisi recente.

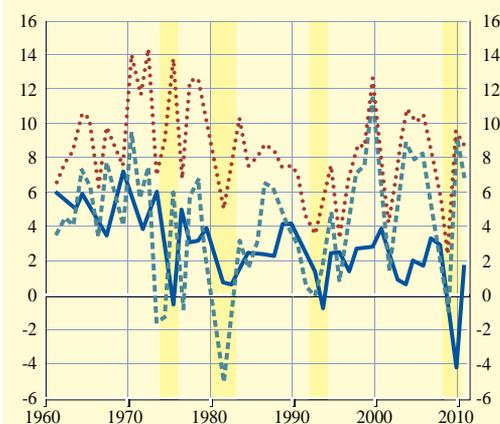
La recessione che ha colpito l'area dell'euro e varie altre economie avanzate nel 2008 e nel 2009 è la più grave da diversi decenni. Nel caso dell'area, si tratta della peggiore recessione da almeno il 1960 (per i periodi precedenti non è possibile costruire aggregati annuali sintetici per l'area che abbiano

- 1) Per maggiori dettagli sui vari aspetti dell'analisi monetaria condotta dalla BCE, cfr. Papademos, L. e Stark, J. (ed.), *Enhancing monetary analysis*, BCE, 2010.
- 2) Questo articolo si basa sui dati disponibili fino al 15 gennaio 2012.

**Figura 1 Crescita del PIL e della moneta in senso stretto in termini reali nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

— crescita del PIL in termini reali  
 ..... crescita della moneta in senso stretto in termini nominali  
 - - - - - crescita della moneta in senso stretto in termini reali

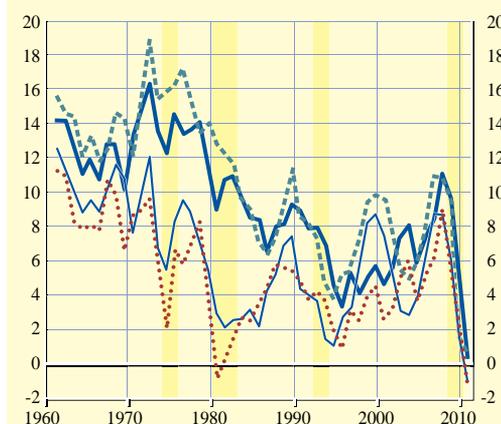


Fonti: BCE, Commissione europea ed elaborazioni della BCE. Nota: le aree ombreggiate indicano le recessioni nell'area dell'euro secondo la definizione data dall'Euro Area Business Cycle Dating Committee del Centre for Economic Policy Research.

**Figura 2 Crescita della moneta in senso lato e del credito sull'interno nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

— crescita della moneta in senso lato in termini nominali  
 ..... crescita della moneta in senso lato in termini reali  
 - - - - - crescita del credito sull'interno in termini nominali  
 — crescita del credito sull'interno in termini reali



Fonti: BCE, Commissione europea ed elaborazioni della BCE. Nota: le aree ombreggiate indicano le recessioni nell'area dell'euro secondo la definizione data dall'Euro Area Business Cycle Dating Committee del Centre for Economic Policy Research.

una copertura adeguata) e forse anche dalla Grande Depressione (cfr. figura 1)<sup>3)</sup>. Essa ha coinciso con tensioni diffuse nei mercati finanziari e si è collegata a difficoltà del settore bancario, allo scoppio di bolle dei prezzi delle attività e a un calo della crescita del credito sia in numerosi paesi nell'area dell'euro sia in varie altre economie avanzate. La crisi economica e finanziaria ha inciso significativamente sull'espansione della moneta e del credito. Nel 2010, ad esempio, nell'area dell'euro la crescita dell'aggregato monetario ampio e quella del credito sull'interno sono risultate le più basse da almeno il 1960 in termini sia reali sia nominali (cfr. figura 2)<sup>4)</sup>. La crescita dell'aggregato monetario ristretto è marcatamente rallentata nel 2008, in termini sia reali sia nominali, per poi segnare una ripresa, confermando così le sue proprietà di indicatore anticipatore dei punti di svolta nella crescita del PIL reale. Andamenti analoghi si sono osservati in varie altre economie avanzate.

Nonostante la recente crisi economica e finanziaria non abbia, sotto certi aspetti, precedenti nel secondo dopoguerra, è comunque possibile

trarre alcuni insegnamenti dal raffronto con altre recessioni e crisi finanziarie che hanno colpito le economie avanzate negli ultimi cinquant'anni. Di fatto, gli andamenti generali osservati nei precedenti episodi che presentano analogie con la crisi più recente potrebbero fornire un utile parametro per valutare l'andamento attuale della moneta e del credito e per cercare di anticiparne l'evol-

- 3) Per il periodo dal 1995 al 2010, i dati annuali sul PIL reale dell'area dell'euro si basano sui dati di Eurostat (SEC 95). Per il periodo dal 1960 al 1994, i dati di Eurostat sono integrati per gli anni iniziali da quelli della Commissione europea (*database* AMECO). Le serie utilizzate sono aggregati per l'area dell'euro costruiti con riferimento ai 12 paesi appartenenti all'area nel 2002 (l'aggregato più ampio dell'area dell'euro per il quale siano disponibili nei *database* ufficiali dati storici per l'intero periodo a partire dal 1960).
- 4) Per il periodo dal 1980 al 2010, i dati annuali sugli aggregati monetari e creditizi e i prezzi al consumo nell'area dell'euro (questi ultimi utilizzati per deflazionare le serie relative alla moneta e al credito) si basano sui dati della BCE. Per il periodo dal 1960 al 1979, i dati della BCE sono integrati per gli anni iniziali da quelli della Commissione europea (*database* AMECO). Le serie utilizzate sono aggregati per l'area dell'euro costruiti con riferimento ai 12 paesi appartenenti all'area nel 2002 (l'aggregato più ampio dell'area dell'euro per il quale siano disponibili nei *database* ufficiali dati storici per l'intero periodo a partire dal 1960).

zione futura. Va da sé che ogni crisi ha le sue peculiarità, un aspetto da tenere presente per evitare di applicare meccanicamente le passate dinamiche storiche alla situazione attuale. È inoltre importante non solo valutare le regolarità storiche e l'eventuale incertezza loro associata, ma anche esaminare i potenziali fattori che potrebbero comportare deviazioni da tali regolarità.

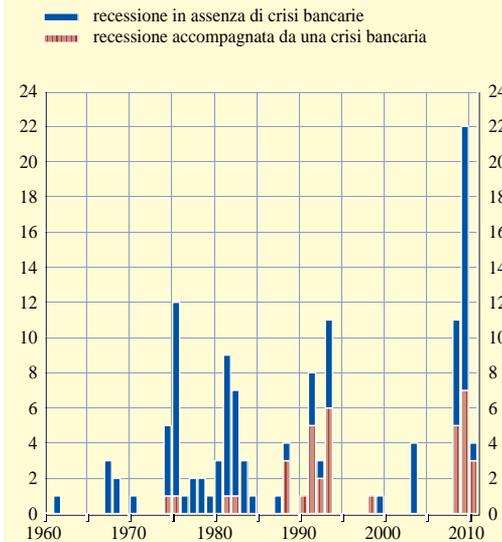
L'articolo è strutturato come segue. La seconda sezione fornisce una panoramica degli andamenti generali nella crescita dell'aggregato monetario ampio, dell'aggregato monetario ristretto e del credito sull'interno in prossimità delle recessioni verificatesi nei paesi OCSE dal 1969 al 2010, con particolare riferimento a un tipo particolare di recessione. Poiché ciò concerne l'evoluzione di breve-medio periodo del prodotto, saranno esaminati specificamente gli aggregati monetari e creditizi espressi in termini reali. La terza sezione prosegue analizzando i principali fattori cui si possono ricondurre i diversi profili osservati per quanto riguarda la crescita della moneta e del credito in prossimità delle recessioni. Essa mette inoltre in evidenza i fattori specifici che potrebbero potenzialmente far deviare l'espansione della moneta e del credito nell'area dell'euro dalla media storica. Sulla scorta dell'analisi presentata, vengono infine tratte alcune conclusioni riguardo alla futura ripresa della crescita della moneta e del credito nell'area dell'euro.

## 2 LE DINAMICHE DELLA CRESCITA DELLA MONETA E DEL CREDITO IN PROSSIMITÀ DEI PERIODI DI CRISI

Le recessioni sono un fenomeno ricorrente in tutte le economie avanzate. Ciò è riscontrabile, ad esempio, applicando la semplice regola empirica in base alla quale si definisce come recessione un periodo di uno o più anni di crescita negativa del PIL in termini reali. Tale regola non permette di rilevare tutte le recessioni in base alla loro definizione convenzionale, ma soltanto gli episodi più gravi. Tuttavia, utilizzando questa definizione più restrittiva, le economie avanzate per cui sono disponibili

**Figura 3 Recessioni e crisi bancarie nei paesi OCSE, 1960-2010**

(numero di paesi)



Fonte: BCE, Commissione europea ed elaborazioni della BCE. Nota: sono considerati 23 paesi OCSE, di cui 12 appartenenti all'area dell'euro (cfr. nota 5). Per una definizione delle recessioni e delle crisi bancarie, cfr. il testo principale e la nota 8.

dati storici (in questo caso, 12 paesi dell'area dell'euro e altri 11 paesi OCSE) sono state interessate fra il 1960 e il 2010 da 87 recessioni (cfr. figura 3)<sup>5)</sup> della durata media di 1,4 anni; ciò corrisponde a una probabilità dell'11 per cento che in un dato anno si verifichi una recessione in un dato paese.

Anche le crisi finanziarie sono state tutt'altro che rare nel periodo in esame. Ad esempio, stando a una cronologia comunemente utilizzata delle crisi bancarie<sup>6)</sup>, nei 23 paesi dell'OCSE considerati si sono verificate 24 crisi bancarie (definite come periodi di uno o più anni di crisi del settore bancario) della durata media di quattro anni; la probabilità che in un dato anno in un dato paese

- 5) I paesi dell'area dell'euro considerati sono: Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna. Gli altri paesi OCSE considerati sono: Australia, Canada, Danimarca, Giappone, Islanda, Norvegia, Nuova Zelanda, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia e Svizzera.
- 6) Cfr. Reinhart, C. e Rogoff, K., *This time is different. Eight centuries of financial folly*, Princeton University Press, Princeton, 2009 (in particolare l'appendice statistica A.3).

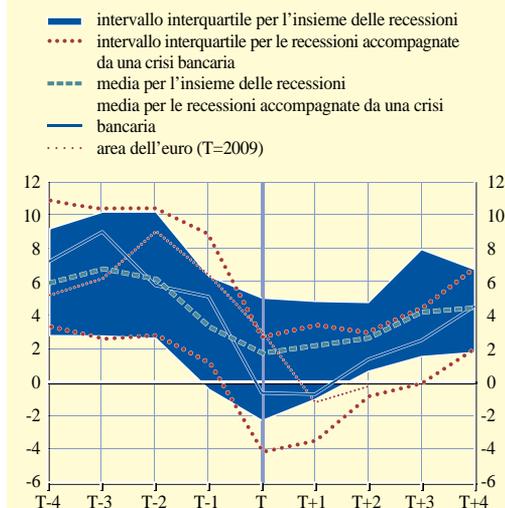
avvenga una crisi bancaria, pertanto, risulterebbe pari all'8 per cento circa. Nel campione considerato si osservano 23 episodi contraddistinti sia da una recessione sia da una crisi bancaria (quest'ultima verificatasi o nello stesso anno della recessione o negli anni immediatamente precedenti o successivi). In base ai dati, i periodi caratterizzati da recessioni diffuse e da recessioni concomitanti a crisi bancarie sono la metà degli anni settanta, i primi anni ottanta, i primi anni novanta e il triennio 2008-2010.

#### CRESCITA MEDIA DELL'AGGREGATO MONETARIO AMPIO IN PROSSIMITÀ DEI PERIODI DI CRISI

La crescita della moneta in senso lato <sup>7)</sup> è generalmente un valido indicatore anticipatore dell'inflazione dei prezzi al consumo nel medio-lungo periodo. Tuttavia, i suoi andamenti congiunturali in termini reali sono altresì collegati all'espansione del PIL in termini reali. A tali frequenze, la domanda di moneta è di fatto influenzata anche dalle considerazioni di portafoglio relative all'evoluzione dell'attività economica. L'esperienza degli ultimi cinquant'anni nelle economie avanzate indica che, in media, la crescita dell'aggregato monetario ampio in termini reali tende a calare in prossimità dei periodi di recessione, in linea con la crescita del PIL in termini reali (sebbene in misura meno marcata, e rimanendo su valori positivi; cfr. figura 4). In aggiunta, i valori minimi della crescita della moneta in senso lato coincidono generalmente con quelli dell'espansione del PIL in termini reali, e le riprese della crescita monetaria dopo le recessioni avvengono di norma a un ritmo relativamente moderato. Il fatto che durante le recessioni la crescita in termini reali della moneta in senso lato si muova in linea con – ma cali meno di – quella del PIL reale può riflettere vari fattori, come ad esempio: a) riallocazioni di portafoglio a favore di strumenti più liquidi e meno rischiosi, allo scopo di ridurre il rischio di portafoglio o a fini precauzionali; b) la necessità di controbilanciare la minore crescita del reddito disponibile e modulare la spesa per consumi riducendo l'ammontare di risparmio investito in strumenti finanziari a lungo termine. Nelle fasi congiunturali favorevoli le riallocazioni di portafoglio a

**Figura 4 Crescita media della moneta in senso lato in termini reali in prossimità delle recessioni e delle crisi bancarie**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; in punti percentuali)



Fonti: BCE, Commissione europea, BRI, FMI, OCSE ed elaborazioni della BCE.

Nota: sono considerati 23 paesi OCSE, di cui 12 appartenenti all'area dell'euro (cfr. nota 5). Le medie si basano sui dati per paese e non comprendono pertanto aggregati per l'area dell'euro. Il periodo "T" corrisponde al primo anno di recessione. Per una definizione delle recessioni e delle crisi bancarie, cfr. il testo principale e la nota 8. I dati per il 2011 relativi all'area dell'euro sono stime basate sui dati disponibili fino a novembre di quell'anno.

favore di attività più rischiose potrebbero spiegare perché la crescita della moneta in senso lato non recuperi terreno in modo altrettanto vigoroso che il prodotto. La variabilità dell'espansione dell'aggregato monetario ampio in termini reali è generalmente significativa in prossimità delle recessioni, come illustra la differenza media di 6 punti percentuali fra il quartile superiore e quello inferiore. Gli andamenti recenti della crescita di M3 in termini reali nell'area dell'euro appaiono analoghi a quelli mediamente osservati nelle recessioni precedenti, malgrado tale crescita abbia continuato a rallentare nel 2010, a recessione già terminata. Ciò detto, un recupero tardivo di

7) La moneta in senso lato è qui approssimata da M3 oppure, ove ciò non sia possibile, da M2. Le serie sono deflazionate utilizzando indici armonizzati dei prezzi al consumo oppure, ove ciò non sia possibile, gli indici dei prezzi al consumo. Le principali fonti statistiche sono la BCE e la Commissione europea (*database* AMECO), i dati mancanti sono ricavati da BRI (*database* BISM), FMI (*database* IFS) e OCSE (*database* Economic Outlook). Le medie si basano sui dati per paese, e pertanto non includono gli aggregati per l'area dell'euro.

questo tipo appare caratteristico delle recessioni che si accompagnano a una crisi bancaria<sup>8)</sup>. Di conseguenza, la lieve ripresa registrata nel 2011 dalla crescita della moneta in senso lato nell'area dell'euro risulta anch'essa sostanzialmente in linea con i precedenti episodi di recessione accompagnata da una crisi bancaria.

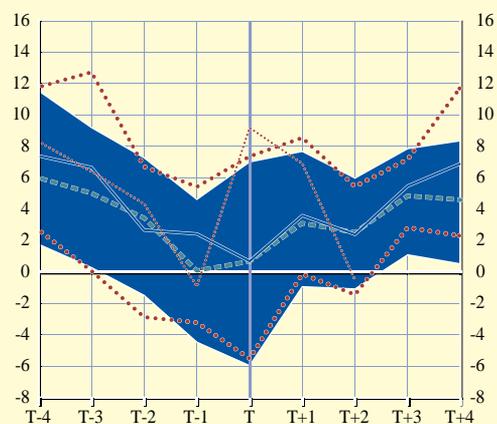
### CRESCITA MEDIA DELL'AGGREGATO MONETARIO RISTRETTO IN PROSSIMITÀ DEI PERIODI DI CRISI

La crescita della moneta in senso stretto<sup>9)</sup>, M1, in termini reali tende a essere strettamente collegata a quella dell'attività economica in termini reali. Sebbene sia un indicatore meno affidabile del vigore dell'espansione del PIL reale, essa costituisce tuttavia in genere un buon indicatore anticipatore dei punti di svolta nell'espansione economica. Pertanto, benché per il campione considerato la correlazione media fra la crescita della moneta in senso stretto e quella del PIL reale sia significativa ma non particolarmente pronunciata (23 per cento), il contenuto informativo della crescita reale di M1 nei momenti appena precedenti o seguenti le recessioni appare alquanto rilevante. In effetti, in media l'espansione di M1 in termini reali tende a calare su livelli prossimi allo zero nell'anno precedente una recessione, per poi cominciare a recuperare lentamente terreno nel primo anno di recessione (cfr. figura 5). Quando la recessione coincide con una crisi bancaria, tuttavia, la crescita reale di M1 tende generalmente a proseguire il suo calo nel primo anno di recessione. Ciò indica che, in media, la crescita della moneta in senso lato e quella della moneta in senso stretto tendono a divergere nel primo anno di recessione, per quanto ciò risulti meno probabile nel caso delle recessioni accompagnate da crisi bancarie. Tale divergenza riflette verosimilmente il diverso grado di liquidità delle principali componenti della moneta in senso lato, per cui nei periodi di accresciuta incertezza la moneta in senso stretto attrae fondi a scapito di altre componenti (ad esempio a causa dei minori costi-opportunità di detenere circolante o depositi *overnight* in tali periodi) e consente una più rapida riallocazione dei fondi in risposta alle variazioni delle prospettive economiche.

**Figura 5 Crescita media della moneta in senso stretto in termini reali in prossimità delle recessioni e delle crisi bancarie**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; in punti percentuali)

— intervallo interquartile per l'insieme delle recessioni  
 ..... intervallo interquartile per le recessioni accompagnate da una crisi bancaria  
 - - - - - media per l'insieme delle recessioni  
 — media per le recessioni accompagnate da una crisi bancaria  
 ..... area dell'euro (T=2009)



Fonti: BCE, Commissione europea, BRI, FMI, OCSE ed elaborazioni della BCE.

Nota: sono considerati 23 paesi OCSE, di cui 12 appartenenti all'area dell'euro (cfr. nota 5). Le medie si basano sui dati per paese e non comprendono pertanto aggregati per l'area dell'euro. Il periodo "T" corrisponde al primo anno di recessione. Per una definizione delle recessioni e delle crisi bancarie, cfr. il testo principale e la nota 8. I dati per il 2011 relativi all'area dell'euro sono stime basate sui dati disponibili fino a novembre di quell'anno.

La variabilità della crescita della moneta in senso stretto in prossimità delle recessioni è chiaramente maggiore di quella della moneta in senso lato, come indica la differenza media di 9 punti percentuali fra il quartile inferiore e quello superiore. Gli andamenti recenti dell'espansione di M1 in termini reali nell'area dell'euro sembrano essersi leggermente discostati dal profilo generale, specie per quanto riguarda la vigorosa ripresa osservata nel 2009 e il successivo calo.

- 8) Le recessioni accompagnate da crisi bancarie sono qui definite come recessioni (ossia periodi di uno o più anni di crescita negativa del PIL in termini reali) caratterizzate da una crisi bancaria durante la recessione stessa o negli anni immediatamente precedenti o successivi. In base a questa definizione, sulle 87 recessioni considerate nel campione, 23 sono state accompagnate da crisi bancarie, di cui 17 nel periodo prima del 2007. Le evidenze non cambiano significativamente se si escludono dalle medie le recessioni del 2008-10.
- 9) La moneta in senso stretto è qui misurata da M1 per tutti i paesi. Per il trattamento dei dati e le fonti statistiche, cfr. la nota 7.

In larga misura tali andamenti non si conformano a quelli storici generali dei periodi successivi a una recessione (accompagnata o meno da una crisi bancaria). Di conseguenza, essi sono probabilmente collegati a fattori specifici agli ultimi anni, specie il grado particolarmente elevato di incertezza e di volatilità.

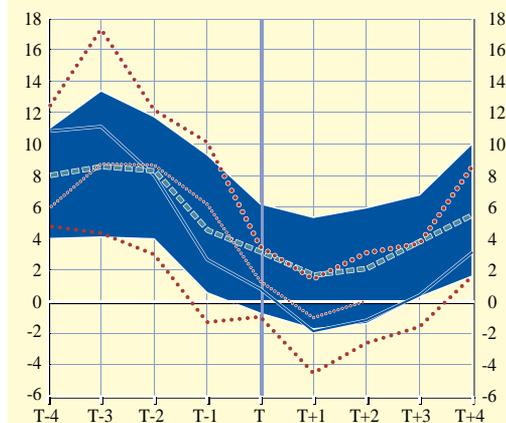
### CRESCITA MEDIA DEL CREDITO SULL'INTERNO IN PROSSIMITÀ DEI PERIODI DI CRISI

La crescita del credito sull'interno<sup>10)</sup> in termini reali tende a essere alquanto sincrona con quella del PIL reale e spesso segue con un leggero ritardo i punti di svolta nella crescita dell'attività economica reale. Ciò trova conferma nei profili che ha seguito in prossimità dei periodi di crisi nei paesi dell'OCSE nell'arco degli ultimi cinquant'anni. Ad esempio, l'espansione creditizia in termini reali è generalmente calata nei due anni immediatamente precedenti una recessione, per poi continuare a diminuire nell'anno seguente e riprendersi in modo soltanto graduale negli anni successivi (cfr. figura 6). La crescita del credito in termini reali tende generalmente a ridursi in misura più marcata nei casi delle recessioni accompagnate da crisi bancarie, divenendo addirittura negativa nei due anni successivi il primo anno di recessione. Ciò indica che la crescita della moneta in senso lato e quella della sua principale contropartita (ossia il credito sull'interno) seguono di norma andamenti divergenti dopo il primo anno di recessione. Tale fenomeno riflette probabilmente le frequenti riprese c.d. "senza credito" ed è riconducibile a vari fattori. In primo luogo, mentre l'aggregato monetario ampio è alimentato dalla sopraccitata riallocazione dei fondi verso attività più liquide, le banche potrebbero incontrare crescenti difficoltà ad attrarre fondi nei mercati dei capitali. Ciò comporta a sua volta un ridimensionamento dei loro bilanci, una riduzione dell'offerta di prestiti e la necessità di ridurre il grado di leva finanziaria durante le recessioni (e potenzialmente anche nella fase iniziale della ripresa fintantoché quest'ultima non si dimostri sostenibile). È evidente che questi problemi risultano più gravi nel caso delle recessioni accompagnate da crisi bancarie, che spesso si caratterizzano per una diminuzione delle attività bancarie totali e un ridimensionamento dei portafogli prestiti delle banche (in termini reali)<sup>11)</sup>. In secondo luogo, al fine di contenere la quota

**Figura 6 Crescita media del credito sull'interno in termini reali in prossimità delle recessioni e delle crisi bancarie**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; in punti percentuali)

— intervallo interquartile per l'insieme delle recessioni  
 ..... intervallo interquartile per le recessioni accompagnate da una crisi bancaria  
 - - - - - media per l'insieme delle recessioni  
 — media per le recessioni accompagnate da una crisi bancaria  
 ..... area dell'euro (T=2009)



Fonti: BCE, Commissione europea, BRI, FMI, OCSE ed elaborazioni della BCE.

Nota: sono considerati 23 paesi OCSE, di cui 12 appartenenti all'area dell'euro (cfr. nota 5). Le medie si basano sui dati per paese e non comprendono pertanto aggregati per l'area dell'euro. Il periodo "T" corrisponde al primo anno di recessione. Per una definizione delle recessioni e delle crisi bancarie, cfr. il testo principale e la nota 8. I dati per il 2011 relativi all'area dell'euro sono stime basate sui dati disponibili fino a novembre di quell'anno.

di prestiti in sofferenza (che tende ad aumentare durante le recessioni), e considerati i problemi di asimmetria informativa quali la selezione avversa e l'azzardo morale, le banche potrebbero decidere di

10) Il credito sull'interno è qui approssimato dai prestiti erogati dal settore bancario ai residenti nazionali diversi dalle banche. I dati storici si riferiscono principalmente al credito, anziché ai soli prestiti ai residenti (e includono cioè attività di altro tipo nei confronti del settore privato non finanziario, come le obbligazioni societarie), per cui le serie sulla crescita dei prestiti sono integrate, per gli anni iniziali, da dati sulla crescita del credito sull'interno. Le serie sono deflazionate in base agli indici armonizzati dei prezzi al consumo oppure, ove ciò non sia possibile, dagli indici dei prezzi al consumo. Le principali fonti statistiche sono BCE, BRI (*database BISM*) e FMI (*database IFS*). Le medie si basano sui dati per paese, e pertanto non includono gli aggregati per l'area dell'euro.

11) Cfr. ad esempio le evidenze riportate nel riquadro 3 ("Il settore bancario durante le crisi sistemiche: insegnamenti dall'esperienza passata") nell'articolo intitolato "La recente recessione nell'area dell'euro in una prospettiva storica", *Bollettino mensile*, BCE, novembre 2009.

restringere il volume dei prestiti accordati, anziché aggiustare in maniera preponderante i tassi attivi. In terzo luogo, è possibile che nella fase iniziale di ripresa le imprese non finanziarie preferiscano ricorrere all'autofinanziamento, ai mercati dei capitali o a prestiti intragruppo allo scopo di coprire il proprio fabbisogno di investimento, limitare l'esposizione nei confronti del sistema bancario e contenere gli indici di indebitamento.

Per quanto concerne il grado di variabilità osservato nella crescita del credito in termini reali in prossimità delle recessioni, esso appare relativamente elevato se confrontato con quello della crescita reale della moneta in senso lato, e solo leggermente inferiore a quello della crescita reale della moneta in senso stretto (con una differenza media di 8 punti percentuali fra il quartile superiore e quello inferiore). Gli andamenti dell'espansione reale del credito sull'interno nell'area dell'euro negli ultimi anni sono sostanzialmente in linea con quelli osservati nelle precedenti recessioni accompagnate da crisi bancarie.

Nel complesso, dalle evidenze presentate discendono le seguenti conclusioni. In media, in prossimità di una recessione la crescita reale della moneta in senso lato tende a muoversi in linea con quella del PIL in termini reali, mentre la crescita della moneta

in senso stretto anticipa la svolta dell'attività economica e l'espansione reale del credito sull'interno segue con un certo ritardo l'andamento del ciclo economico. Di conseguenza, sia la componente principale sia la contropartita principale della moneta in senso lato presentano la tendenza a discostarsi dalla crescita di M3 in prossimità di una recessione e nelle fasi iniziali di ripresa. Tale divergenza è in certa misura osservabile anche nel caso di alcuni episodi storici degni di nota, come la Grande Depressione negli Stati Uniti e il "decennio perduto" in Giappone (esaminati rispettivamente nei riquadri 1 e 2). Le evidenze presentate nei due riquadri confermano altresì l'importanza dell'eventuale concomitanza con una crisi bancaria per quanto riguarda l'andamento della crescita della moneta e del credito. L'espansione reale della moneta in senso stretto e, in misura minore, quella del credito sull'interno tendono a evidenziare un grado di variabilità assai maggiore della crescita reale della moneta in senso lato in prossimità delle recessioni accompagnate da crisi bancarie. Gli andamenti recenti degli aggregati monetari e creditizi nell'area dell'euro sono per lo più coerenti con questo profilo generale, specie se vengono prese a riferimento le recessioni accompagnate da crisi bancarie (con la possibile eccezione della crescita reale di M1, la cui volatilità è stata più accentuata del solito).

#### Riquadro 1

### LA MONETA E IL CREDITO NEGLI STATI UNITI DURANTE LA GRANDE DEPRESSIONE

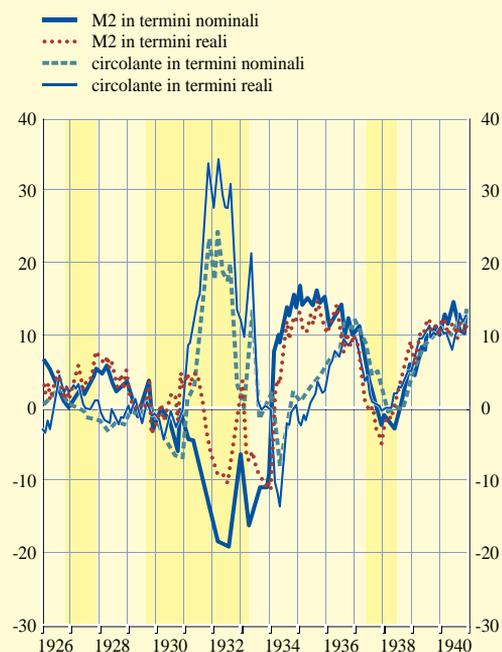
La gravità e la natura della recente crisi finanziaria hanno indotto vari commentatori a compararla con la Grande Depressione degli anni trenta negli Stati Uniti. Guardando in particolare agli andamenti della moneta e del credito, è possibile formulare due osservazioni specifiche. In primo luogo, durante la contrazione (ossia il periodo dal 1929 al 1933) la moneta e il credito si ridussero significativamente: il crollo del credito fu di entità grosso modo simile a quello osservato nello stesso periodo nell'attività economica, mentre la contrazione della moneta fu più contenuta. In secondo luogo, durante la ripresa economica la moneta e il credito seguirono andamenti divergenti. Mentre la prima crebbe in linea con l'attività economica, il livello del credito toccò il punto di svolta inferiore successivamente e non ricominciò a crescere prima della seconda metà del decennio, per cui l'economia visse una specie di ripresa "senza credito".

La Grande Depressione durò più di tre anni e mezzo. La grave contrazione si accompagnò a varie crisi bancarie (dal 1930 al 1933) e a un prolungato periodo di deflazione. L'ultima delle crisi bancarie culminò con la proclamazione di una settimana di chiusura delle banche a livello nazionale nel marzo 1933, dopodiché gli Stati Uniti sospesero il tallone aureo.

In termini sia nominali sia reali, durante questo episodio M2 subì delle flessioni sostanziali. Tali flessioni si protrassero per lungo tempo e furono assai pronunciate (il tasso annuo di contrazione raggiunse il 20 per cento in termini nominali e il 10 per cento in termini reali), aggravate da una serie di corse agli sportelli bancari a cominciare dall'autunno 1930 (cfr. figura A). Fu solo dopo la settimana di chiusura delle banche e la sospensione del tallone aureo che la moneta in senso lato si riprese in modo sostenibile. La moneta in senso lato e quella in senso stretto tornarono ai livelli pre-depressione nel 1936, ossia tre anni dopo la fine della recessione. Il calo della moneta rifletteva la conversione in contante dei depositi da parte delle famiglie negli episodi di corsa agli sportelli, come testimonia l'aumento del circolante agli inizi degli anni trenta. Nel contempo, i depositi a vista e a termine collocati presso le banche diminuirono in termini nominali e tornarono a crescere soltanto nel 1933. La crescita stabile registrata dalla moneta dopo il 1933 coincise con la ripresa economica e, stando a Romer<sup>1)</sup> nonché a Friedman e Schwartz<sup>2)</sup>, trasse origine dai flussi di capitali esteri i quali, a loro volta, riflettevano la situazione di instabilità politica in Europa (dove presto sarebbe scoppiata la seconda guerra mondiale) e la reintroduzione del tallone aureo negli Stati Uniti nel 1934.

**Figura A Crescita della moneta in senso lato e del circolante negli Stati Uniti durante la Grande Depressione**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: NBER, US Bureau of Labor Statistics ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati mensili relativi a M2 e al circolante nonché M2 e il circolante sono deflazionati utilizzando l'indice dei prezzi al consumo. Le aree ombreggiate indicano i periodi di recessione in base alla definizione del NBER.

Per quanto riguarda gli andamenti del credito, il credito reale subì una contrazione mai osservata prima, in termini sia nominali sia reali (cfr. figura B). La crescita del credito in termini reali cominciò a ridursi rapidamente nel 1929, e a metà 1930 era divenuta negativa, in linea con il calo del prodotto. Sebbene la contrazione nel primo anno della Grande Depressione non fosse senza precedenti quanto a entità, la situazione nel mercato del credito peggiorò drasticamente allorché, nell'ottobre 1930, presero avvio le gravi crisi bancarie. Fra il 1931 e il 1933 la contrazione del credito accelerò, toccando tassi annui in termini reali fra il 10 e il 20 per cento, e la tendenza negativa si protrasse anche dopo la fine della recessione economica. Il tasso di contrazione segnò una moderazione soltanto nel 1934 e la crescita annua del credito ridivenne positiva soltanto nel 1936, ossia tre anni dopo la fine della Grande Depressione. Fino a quel momento, la contrazione

- 1) Cfr. Romer, Christina, "What ended the Great Depression?", *The Journal of Economic History*, vol. 52, n. 4, 1992, pagg. 757-784. L'autrice conclude che l'impennata osservata nell'offerta di moneta (misurata da M1) non è attribuibile a correzioni endogene determinate da fattori di domanda, poiché né il rapporto fra depositi e riserve né quello fra depositi e circolante sono aumentati nel periodo fra il 1933 e il 1940. Siffatte variazioni rappresenterebbero una precondizione per un aumento endogeno di M1, dato un certo livello della base monetaria.
- 2) Cfr. Friedman, M. e Schwartz, A., *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton, 1963.

cumulata rispetto ai livelli pre-depressione fu di quasi il 50 per cento.

Vari fattori possono spiegare la rapida diminuzione e la lenta ripresa del credito. In primo luogo, considerata la gravità della contrazione economica, è possibile che il credito si sia semplicemente aggiustato in funzione del calo del prodotto e della domanda aggregati. Ciò non basta tuttavia a spiegare perché il credito abbia continuato a flettere anche dopo l'inizio della ripresa economica. In secondo luogo, gli andamenti del credito sono forse ascrivibili ai vincoli di offerta derivanti per le banche dalla necessità di ricostituire il proprio stock di informazioni sui debitori, che generalmente si accumula nel corso degli anni. Tali informazioni andarono perdute con i fallimenti eccezionalmente numerosi che interessarono le banche a partire dal 1930 e che finirono per quasi dimezzare il numero di istituti operanti. Inoltre, entrarono in gioco anche i cambiamenti di comportamento delle banche che, nel contesto di prevalente incertezza, innalzarono a fini precauzionali i rapporti riserve-depositi e mostrarono un'accresciuta preferenza per le attività liquide, come i titoli del Tesoro scontabili presso la Federal Reserve. Ne conseguì una riduzione nella quota di fondi a disposizione delle banche per erogare prestiti illiquidi e a lungo termine a favore di mutuatari privati<sup>3)</sup>. Infine, è possibile che siano intervenuti anche fattori relativi alla domanda di credito, in particolare la potenziale volontà di mantenere gli indici di indebitamento su livelli inferiori a quelli osservati prima della Grande Depressione.

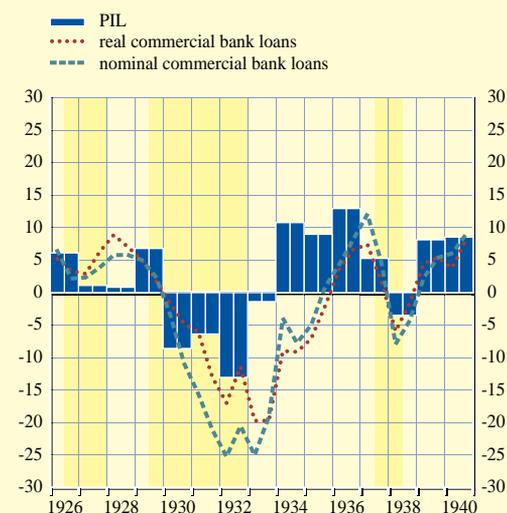
In conclusione, durante la Grande Depressione la moneta e il credito subirono un drastico calo. La successiva ripresa fu lenta e, nel caso del credito, occorre molto tempo prima che si completasse. L'andamento divergente seguito dalla moneta e dal credito nella fase di ripresa può essere spiegato come segue. Da un lato, l'evoluzione della moneta rispecchiò il graduale ritorno della fiducia nella stabilità del sistema bancario<sup>4)</sup>, favorito dal recupero dell'economia e da ingenti afflussi di capitali esteri. Dall'altro lato, le dinamiche moderate del credito furono generalmente il risultato dei vincoli di offerta derivanti dalla necessità per le banche di ricostituire lo stock di informazioni sui debitori, andato perso durante le varie crisi bancarie, nonché dell'accresciuta preferenza manifestata dalle banche per attività considerate più liquide o aventi migliori caratteristiche in termini di rischio.

3) Cfr. Bernanke, Ben, "Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression", *American Economic Review*, vol. 73, n. 3, 1983, pagg. 257-276.

4) Successivamente al panico osservato nel sistema bancario nel 1933, gli Stati Uniti introdussero varie misure volte a salvaguardare la stabilità finanziaria, fra cui un sistema permanente di assicurazione dei depositi.

**Figura B Crescita del credito sull'interno negli Stati Uniti durante la Grande Depressione**

(variazioni percentuali sull'anno precedente)



Fonti: US Bureau of Economic Analysis, US Bureau of Labor Statistics ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati semestrali relativi al credito si basano sui prestiti netti in essere in giugno e dicembre di ciascun anno. Il credito in termini reali è deflazionato utilizzando l'indice dei prezzi al consumo. Le aree ombreggiate indicano i periodi di recessione in base alla definizione del NBER.

## INSEGNAMENTI DALL'ASIA: LA CRESCITA DELLA MONETA E DEL CREDITO IN GIAPPONE DURANTE E DOPO IL "DECENNIO PERDUTO" E NELLE ECONOMIE EMERGENTI DELL'ASIA NEI PERIODI DI CRISI

La crisi che colpì il Giappone negli anni novanta (il cosiddetto "decennio perduto") e la crisi asiatica del 1997-1999 presentano alcune somiglianze con la recente crisi economica e finanziaria nell'area dell'euro. È pertanto possibile trarre alcuni insegnamenti dal raffronto con gli andamenti della crescita della moneta e del credito in questi episodi. A tal fine, il presente riquadro è strutturato in due sezioni dedicate all'analisi della crescita della moneta e del credito, la prima con riferimento al Giappone durante il decennio perduto, la seconda relativa alle economie emergenti dell'Asia durante la crisi asiatica.

### La moneta e il credito durante il decennio perduto giapponese

In questa sezione vengono documentate le tre principali osservazioni riguardo agli andamenti della moneta e del credito in Giappone durante gli anni novanta. In primo luogo, i tassi tendenziali di crescita della moneta e del credito calarono drasticamente dopo il crollo dei corsi azionari e dei prezzi dei terreni nel 1990 e nel 1991. In secondo luogo, dopo essersi inizialmente mosse in sintonia, la crescita della moneta e quella del credito cominciarono a seguire andamenti divergenti con lo scoppio della crisi asiatica nel 1997. Mentre gli aggregati monetari più ampi continuarono a crescere a un ritmo moderato ma stabile, la ripresa dell'attività economica dopo la crisi asiatica non si accompagnò a un'espansione del credito al settore privato, il quale continuò anzi a contrarsi per quasi un decennio. In terzo luogo, la crescita moderata della moneta in senso lato coincise con una forte espansione della moneta in senso stretto e con un'impennata del credito al settore pubblico. L'esperienza del Giappone indica che successivamente a un episodio di turbolenza finanziaria tanto la crescita della moneta quanto quella del credito potrebbero rimanere contenute per un protratto periodo di tempo e che la crescita del credito in particolare potrebbe rimanere debole fintantoché continuano a essere presenti diffuse carenze nel sistema bancario.

Due sono le principali ipotesi avanzate nella letteratura per spiegare lo "sganciamento" fra la moneta e il credito in Giappone durante il decennio perduto: la stretta del credito (*credit crunch*) e la trappola della liquidità (*liquidity trap*). La prima ipotesi pone l'accento sul ritardo della risposta degli organi di regolamentazione e sull'importanza delle condizioni di offerta del credito. Il netto calo dei corsi azionari e dei prezzi dei terreni agli inizi degli anni novanta provocò ingenti perdite per il settore societario e influi parimenti sul merito di credito delle imprese riducendo il valore delle garanzie da loro stanziabili. Ciò non indusse tuttavia una riduzione immediata del credito. Le banche continuarono a rinnovare i prestiti alle imprese in difficoltà (un fenomeno noto con il nome di *zombie lending*<sup>1)</sup>, letteralmente "credito a imprese zombie") al fine di contenere le insolvenze e lo stralcio dei crediti in sofferenza. Dal momento che nel periodo non si verificarono ingenti prelievi dai depositi, le banche ebbero scarsi incentivi a risanare i propri bilanci, e anzi cercarono di occultare i prestiti problematici. Inizialmente, quindi, lo stock di credito in essere a favore del settore privato rimase grosso modo invariato. La crescita del credito si ridusse quasi a zero e aumentò in misura solo modesta quando l'economia si riprese nel 1994 (cfr. figura A).

1) Caballero, R.J., Hoshi, T. e Kashyap, A.K., "Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan", *American Economic Review*, vol. 98, n. 5, 2008, pagg. 1943-1977.

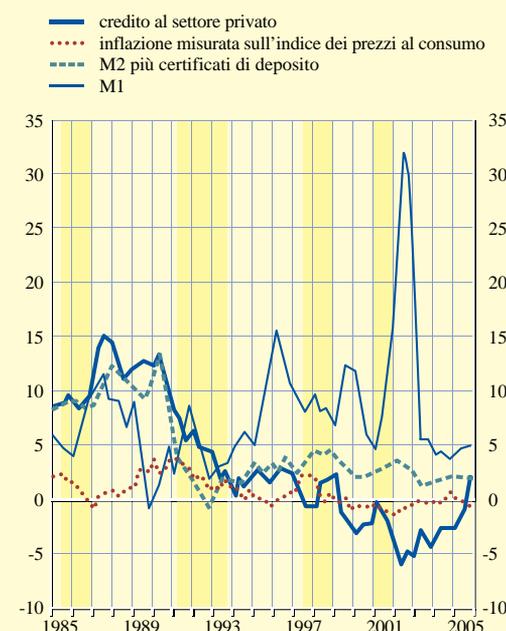
Fu solo nel 1997, dopo una serie di fallimenti bancari, che il governo affrontò il problema dei crediti in sofferenza adottando provvedimenti legislativi che limitavano l'acquiescenza e obbligavano le banche deboli a ricapitalizzarsi. Molti osservatori sono giunti alla conclusione che il protratto periodo di contrazione del credito che seguì fu una conseguenza del ritardo con cui si procedette alla risoluzione dei prestiti problematici<sup>2)</sup>. Di fatto, gli studi empirici mostrano che le perdite su crediti risultanti dalle riforme prudenziali nel 1997 ebbero ripercussioni negative sulle riserve di capitale delle banche, il che limitò a sua volta la loro capacità di erogare prestiti alle imprese private<sup>3)</sup>. Le banche accrebbero invece la propria esposizione al debito delle amministrazioni pubbliche, che in base alla regolamentazione era soggetto a una ponderazione di rischio nulla e non richiedeva pertanto un aumento della dotazione patrimoniale.

I sostenitori dell'ipotesi della trappola della liquidità affermano al contrario che lo sganciamento fra la crescita della moneta in senso stretto e quella della moneta in senso lato fu il risultato della particolare situazione in cui si trovò il Giappone, per cui i tassi di interesse nominali erano pari o prossimi allo zero e le politiche monetarie convenzionali di aumento della base monetaria sarebbero state di fatto inefficaci dal momento che per gli investitori privati la base monetaria e le obbligazioni erano divenute sostituti perfetti<sup>4)</sup>.

A partire da metà degli anni novanta, allorché i tassi di interesse si avvicinarono allo zero, la domanda di moneta si sganciò dagli andamenti dell'economia reale. In base all'ipotesi della trappola della liquidità, ciò rifletteva un incremento della domanda di moneta a fini precauzionali nel contesto di instabilità finanziaria e il volume sempre maggiore di attività in sofferenza all'interno dei bilanci bancari<sup>5)</sup>. Le banche mostrarono una crescente preferenza per le attività liquide, che cominciò a tradursi in una crescita più vigorosa del credito al settore pubblico (principalmente sotto forma di disponibilità di titoli del Tesoro). In aggiunta, la soglia zero dei tassi

**Figura A Crescita della moneta e del credito durante e dopo il decennio perduto in Giappone**

(credito al settore privato)



Fonti: Bank of Japan, Ufficio del Gabinetto giapponese, FMI ed elaborazioni della BCE.

Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi di recessione. I dati sono corretti per le incongruenze fra il Monetary Survey della Bank of Japan e le statistiche IFS dell'FMI.

2) Cfr. ad esempio Sekine, T., "Firm Investment and Balance Sheet Problems in Japan", *Working Paper Series*, n. 99/111, FMI, Washington D.C., 1999; Kanaya, A. e Woo, D., "The Japanese Banking Crisis of the 1990s: Sources and Lessons", *Working Paper Series*, n. 00/7, FMI, Washington D.C., 2000; e Callen, T. e Ostry, J.D., *Japan's Lost Decade. Policies for Economic Revival*, FMI, Washington D.C., 2003.

3) Cfr. ad esempio Watanabe, W., "Prudential Regulation and the 'Credit Crunch': Evidence from Japan", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 39, n. 2-3, 2007, pagg. 639-665; e Woo, D., "In Search of the 'Capital Crunch': Supply Factors Behind the Credit Slowdown in Japan", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 35, n. 6 (parte 1), 2003, pagg. 1019-1038.

4) Cfr. Krugman, P., "It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 29, n. 2, 1998, pagg. 137-206; e Bernanke, B., "Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis", in Mikitani, R. e Posen, A. (ed.), *Japan's financial crisis and its parallels to the US experience*, Institute for International Economics, Washington D.C., 2000, pagg. 149-166.

5) Iwata, K., *The role of money and monetary policy in Japan*, discorso tenuto alla quarta Central Banking Conference della BCE, dedicata al tema "The Role of Money: Money and Monetary Policy in the Twenty-First Century", Francoforte sul Meno, 9-10 novembre 2006.

di interesse limitava la capacità della banca centrale di promuovere ulteriormente la crescita del credito privato abbassando i tassi, che in termini reali continuavano a essere positivi nel contesto di deflazione. Krugman<sup>6)</sup> e Bernanke<sup>7)</sup> sostengono che una risposta più tempestiva sul piano delle politiche avrebbe potuto contribuire a evitare il raggiungimento della soglia zero dei tassi. Di fronte al permanere di persistenti pressioni deflazionistiche nell'economia, la Bank of Japan decise infine di introdurre misure non convenzionali di politica monetaria fra il 2001 e il 2006 perseguendo una politica di "allentamento quantitativo" (*quantitative easing*).

### La moneta e il credito nelle economie emergenti dell'Asia durante la crisi

Questa sezione esamina il comportamento degli aggregati monetari e creditizi nelle economie emergenti dell'Asia durante la crisi asiatica del 1997-1999. Gli andamenti di questo periodo sono messi a confronto con quelli registrati durante la crisi internazionale successiva al tracollo di Lehman Brothers nel 2008. Sebbene le due crisi siano assai diverse in termini di origini ed entità degli shock che hanno comportato, in entrambi i casi la presenza di ingenti deflussi di capitali ha esercitato pressioni sui tassi di cambio delle monete locali, provocando tensioni per la bilancia dei pagamenti. Tuttavia, nel 1997 e 1998 tale fenomeno finì per accompagnarsi a una crisi bancaria, mentre nel 2008 e 2009 le conseguenze per le banche sono state molto più contenute. Di conseguenza, negli anni novanta l'emergere di una "crisi gemella" (ossia di una crisi sia finanziaria sia del tasso di cambio) indusse un calo ingente e prolungato tanto del prodotto in termini reali quanto dell'offerta di credito al settore privato, contrariamente a quanto avvenuto negli ultimi anni, in cui la contrazione è stata più modesta e la ripresa più rapida. Nella parte restante di questa sezione i due episodi saranno analizzati dal punto di vista dell'evoluzione degli aggregati monetari e creditizi.

La crisi asiatica del 1997-1999 si aprì con un ingente disinvestimento dai mercati finanziari locali e finì per precipitare allorché gli investitori si resero conto che le banche della regione presentavano esposizioni massicce verso attività problematiche. L'instabilità politica che ne conseguì e l'incertezza riguardo all'effettiva attuazione delle riforme del settore bancario si tradussero in un'iperreazione dei mercati e in comportamenti gregari che portarono a un forte deprezzamento delle monete dei paesi interessati. La contrazione dei mercati finanziari indusse successivamente un crollo della crescita reale del PIL in tutta la regione.

Nel terzo trimestre del 2008 le economie emergenti dell'Asia risentirono inoltre significativamente della crisi finanziaria internazionale successiva al fallimento dei Lehman Brothers. La riduzione del grado di leva da parte delle società finanziarie di tutto il mondo e l'accresciuta avversione al rischio accrebbero il costo del finanziamento esterno nei mercati emergenti e ne ridussero la disponibilità. Tra la fine di agosto e la fine di novembre del 2008 i corsi azionari diminuirono e il costo dei *credit default swap* aumentò in tutta la regione, segnalando un incremento del rischio percepito dagli investitori; i tassi di cambio nei confronti del dollaro USA calarono, ma non si sviluppò una vera e propria crisi della bilancia dei pagamenti. Inoltre, grazie alle misure tempestivamente adottate dalle autorità e alla solidità dei fondamentali, il prodotto ritornò prontamente ai livelli pre-crisi.

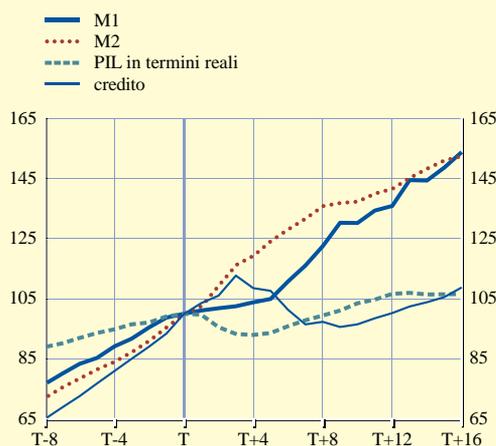
Le figure B e C mostrano l'evoluzione generale di importanti variabili monetarie per alcune economie asiatiche nell'arco di un periodo di sei anni comprendente la crisi asiatica e il tracollo

6) Cfr. il documento di cui alla nota 4.

7) Cfr. il documento di cui alla nota 4.

**Figura B Andamenti della crescita della moneta e del credito in prossimità della crisi asiatica del 1997-1999**

(indice: T=100; medie trimestrali)

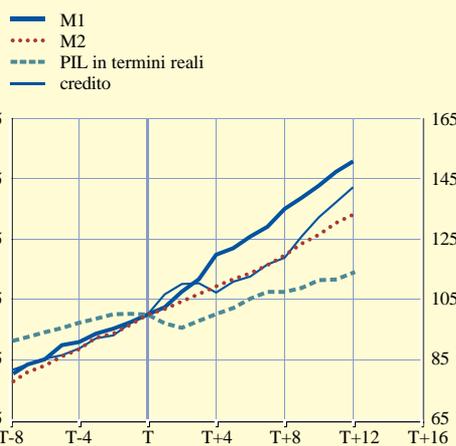


Fonte: Haver Analytics.

Nota: i dati si riferiscono a Corea del Sud, Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia e Thailandia. "T" corrisponde al terzo trimestre del 1997.

**Figura C Andamenti della crescita della moneta e del credito in prossimità del tracollo di Lehman Brothers nel 2008**

(indice: T=100; medie trimestrali)



Fonte: Haver Analytics.

Nota: i dati si riferiscono a Corea del Sud, Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia e Thailandia. "T" corrisponde al terzo trimestre del 1997.

dei Lehman Brothers nel 2008. Nel complesso, la crisi asiatica ebbe un impatto maggiore sugli andamenti monetari nelle economie considerate. Il credito sull'interno (definito come impieghi nei confronti del settore privato) segnò inizialmente un aumento all'indomani di entrambe le crisi, ma il suo successivo calo dal punto massimo al punto minimo fu ben più drastico nel caso della crisi asiatica. Inoltre, il credito sull'interno ritornò ai livelli pre-crisi soltanto 12 trimestri dopo lo shock del 1997, mentre in seguito al fallimento di Lehman Brothers esso si mantenne, con l'eccezione di un unico trimestre (il terzo del 2009), su una traiettoria positiva. Quanto alla crescita della moneta in senso stretto (M1), nei primi quattro trimestri dopo lo scoppio della crisi asiatica essa divenne più rapida, prima di segnare una moderazione nel periodo immediatamente successivo alla crisi; andamenti analoghi, seppur meno marcati, di M1 si registrarono dopo il tracollo di Lehman Brothers nel 2008. Analogamente, le due crisi non presentano differenze significative per quanto riguarda l'evoluzione della moneta in senso lato (M2). Per contro, il PIL in termini reali ritornò ai livelli pre-crisi soltanto tre anni dopo lo scoppio della crisi asiatica, mentre nel caso della più recente crisi furono necessari soltanto cinque trimestri dopo il fallimento di Lehman Brothers.

Nonostante le differenze in termini di origini ed entità degli shock, l'impatto eterogeneo esercitato dalle due crisi sulla crescita della moneta e del credito è in ampia misura ascrivibile al fatto che verso la fine degli anni novanta nelle economie emergenti dell'Asia il sistema bancario era significativamente più debole e il contesto politico risultava soggetto a vincoli. Il sistema bancario asiatico nel suo complesso era assai vulnerabile alle pressioni sul finanziamento esterno a breve termine; gran parte delle banche aveva inoltre investito eccessivamente in progetti rischiosi e scarsamente redditizi<sup>8)</sup>. In aggiunta, nei paesi beneficiari dei programmi dell'FMI

8) Corsetti, G., Pesenti, P. e Roubini, N., "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?", *Japan and the World Economy*, vol. 11, n. 3, 1998, pagg. 305-373.

le politiche monetarie e di tasso di interesse erano sottoposte a limiti e condizioni stringenti. All'opposto, nel 2008 e negli anni successivi le autorità delle economie emergenti asiatiche furono in grado di contrastare le turbolenze esterne allentando le politiche monetarie e fiscali in presenza di fondamentali molto più solidi e raccogliendo i frutti della ristrutturazione e del rafforzamento dei sistemi bancari che avevano avuto luogo nel decennio precedente.

### 3 I PRINCIPALI FATTORI ALLA BASE DELLA CRESCITA DELLA MONETA E DEL CREDITO IN PROSSIMITÀ DELLE CRISI

Vari fattori sono all'origine della divergenza fra gli andamenti della crescita della moneta e del credito in prossimità delle crisi economiche e finanziarie nelle economie avanzate. Questa sezione passa in rassegna alcuni dei principali fattori in gioco, analizzando quelli che potrebbero essere specifici per gli ultimi anni, e che potrebbero pertanto comportare scostamenti dalle medie storiche.

#### LE CAUSE PROSSIME E I CANALI DI PROPAGAZIONE DELLE CRISI

Gli andamenti degli aggregati monetari e creditizi in prossimità delle recessioni dipendono verosimilmente dalle cause prossime e dai principali canali di propagazione alla base della crisi economica. Più specificamente, è probabile che il ruolo svolto dai fattori finanziari nel precipitare e diffondere una crisi sia di primaria importanza per valutare gli andamenti dell'espansione monetaria e creditizia. Esiste pertanto un ampio filone della letteratura economica dedicato all'analisi storica del ruolo della moneta e del credito durante le recessioni e le crisi<sup>12)</sup>. Uno dei principali risultati cui si è giunti è che le maggiori crisi economiche e finanziarie internazionali sono spesso precedute da una forte crescita della moneta e del credito (tipicamente dovuta ad aspettative eccessivamente ottimistiche riguardo al vigore della crescita economica) e si accompagnano a squilibri macroeconomici, come disavanzi di bilancio o di conto corrente, con una conseguente abbondanza di liquidità. Al fine di beneficiare delle fasi di boom in atto e prendervi parte, gli operatori sono incentivati a focalizzarsi sulle plusvalenze a breve termine,

che progressivamente si "sganciano" dai guadagni reali di produttività. Al boom fa improvvisamente seguito un crollo allorché viene intaccata o evapora completamente la fiducia nella capacità dei debitori di onorare le proprie obbligazioni finanziarie. Di conseguenza, le quotazioni delle attività subiscono una netta flessione, il valore dei titoli diminuisce significativamente (o viene interamente cancellato) e i mercati finanziari si congelano, presentano disfunzioni o subiscono un vero e proprio collasso<sup>13)</sup>. A livello macroeconomico l'interazione fra i prezzi delle attività da un lato, e la moneta e il credito dall'altro avviene attraverso molteplici canali. I cicli di boom and bust dei corsi delle attività, ad esempio, influiscono sulla domanda di moneta, poiché i rendimenti delle diverse attività determinano la quota di moneta detenuta nel contesto della problematica più generale di allocazione dei portafogli. Anche le dinamiche del credito risentono di tali cicli, ad esempio per il tramite dei bilanci di imprese non finanziarie e famiglie o di altri canali. Più precisamente, i vincoli di indebitamento cui sono soggetti tali

12) La letteratura sul ruolo della moneta e del credito nella macroeconomia nell'arco del ciclo economico spazia dai contributi di Irving Fisher (ad esempio "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*, vol. 1, n. 4, 1933, pagg. 337-357), il quale esamina il ruolo dei fattori monetari e della deflazione da debiti nella propagazione delle contrazioni, a quelli di Friedman e Schwartz, nonché di Bernanke (cfr. le pubblicazioni citate rispettivamente nelle note 2 e 3 nel riquadro 1), i quali analizzano il ruolo della moneta e del credito nella Grande Depressione negli Stati Uniti. Per una trattazione più recente sul ruolo della moneta e del credito nella macroeconomia, cfr. la pubblicazione citata nella nota 1 (in particolare il capitolo 1), nonché Freixas, X. e Rochet, J.-C., *Microeconomics of Banking*, MIT Press, 2008 (in particolare il capitolo 6).

13) Cfr. ad esempio Kindleberger, C. e Aliber, R., *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, Palgrave Macmillan, 2005, che forniscono un'analisi storica approfondita del ruolo dei fattori monetari e creditizi nelle crisi finanziarie, e la pubblicazione citata nella nota 6, che esamina in dettaglio il ruolo svolto dal debito nel precipitare e propagare le crisi finanziarie.

operatori (derivanti dai problemi di asimmetria informativa nei mercati creditizi) si inaspriscono nel momento in cui, a seguito di un crollo dei prezzi delle attività, la loro ricchezza netta si riduce, abbassando così il valore delle attività utilizzabili a garanzia dei prestiti<sup>14</sup>).

Nel secondo dopoguerra si è assistito a un'espansione senza precedenti del settore finanziario, che ha coinciso con importanti cambiamenti, come l'innovazione finanziaria, l'allentamento della regolamentazione e la globalizzazione finanziaria degli ultimi decenni, specie prima dello scoppio della recente crisi<sup>15</sup>. Unitamente a numerosi benefici, come l'accresciuta disponibilità di credito per le famiglie e le imprese a fini di consumo e di investimento, tali cambiamenti hanno comportato un aumento dell'importanza del settore finanziario, sia come fonte di instabilità sia come canale di propagazione degli shock aventi origine in altre parti dell'economia.

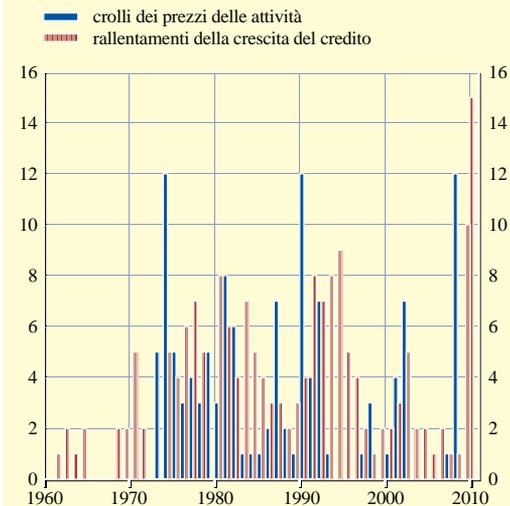
Le evidenze indicano che gran parte delle recessioni verificatesi nelle economie OCSE a partire dal 1960 (ossia a metà degli anni settanta, nei primi anni ottanta, nei primi anni novanta e nel triennio 2008-2010, come evidenziato nella figura 3) si è accompagnata anche a crisi finanziarie in più paesi. Ad esempio, come già accennato, in vari paesi le recessioni dei primi anni novanta e del 2008-2010 si sono caratterizzate per la compresenza di crisi bancarie sistemiche. Sono inoltre state osservate ondate di scoppi delle bolle finanziarie<sup>16</sup> e di rallentamento della crescita del credito<sup>17</sup>, che si sono generalmente sovrapposte alle recessioni (pur verificandosi in momenti diversi, come nei primi anni duemila; cfr. figura 7)<sup>18</sup>.

Nel complesso, le crisi economiche più vaste sono state accompagnate da una qualche forma di crisi finanziaria estesasi a più paesi simultaneamente. Di conseguenza, non sorprende il fatto che si osservino marcate oscillazioni in prossimità di gran parte delle recessioni. Gli ultimi anni, tuttavia, sono stati contraddistinti da una crisi economica e finanziaria più profonda e diffusa.

Il ruolo del settore finanziario nella genesi e nella propagazione delle crisi più recenti è indi-

**Figura 7** Crolli dei prezzi delle attività e rallentamenti della crescita del credito

(numero di episodi)



Fonti: BCE, Commissione europea, BRI, FMI, OCSE ed elaborazioni della BCE.

Nota: sono considerati 23 paesi OCSE, di cui 12 appartenenti all'area dell'euro (cfr. nota 5). Le medie si basano sui dati per paese e non comprendono pertanto aggregati per l'area dell'euro. Per una definizione dei crolli dei prezzi delle attività e dei rallentamenti della crescita del credito, cfr. il testo principale e le note 16 e 17. I dati sui crolli dei prezzi delle attività sono disponibili soltanto per il periodo 1970-2008.

14) Cfr. la pubblicazione citata nella nota 1 (in particolare il capitolo 6) per una rassegna più dettagliata dei canali che collegano prezzi delle attività, moneta e credito.

15) Cfr. ad esempio Schularick, M. e Taylor, A., "Credit booms gone bust: monetary policy, leverage cycles and financial crises, 1870-2008", *NBER Working Paper Series*, n. 15512, NBER, novembre 2009.

16) Stando a Gerdemesier, D., Reimers, H.E. e Roffia, B., "Asset price misalignments and the role of money and credit", *Working Paper Series*, n. 1068, BCE, luglio 2009, per il periodo tra il 1970 e il 2008 si riscontrano scoppi di bolle dei prezzi delle attività in 17 economie OCSE. Si ottengono risultati sostanzialmente analoghi (18 economie OCSE fra il 1970 e il 2007) utilizzando la cronologia proposta da Alessi, L. e Detken, C., "Quasi real time early warning indicators for costly asset price boom/bust cycles: a role for global liquidity", *European Journal of Political Economy*, vol. 27, n. 3, 2011, pagg.520-533.

17) I rallentamenti nella crescita del credito sono qui definiti come periodi in cui il tasso di crescita del credito sull'interno in termini reali è negativo.

18) Per maggiori evidenze sui nessi fra le recessioni e le crisi finanziarie, cfr. anche: Claessens, S., Kose, M.A. e Terrones, M., "What happens during recessions, crunches and busts?", *Economic Policy*, vol. 24, n. 60, ottobre 2009, pagg. 653-700; e Claessens, S., Kose, M.A. e Terrones, M., "How do the business and financial cycles interact?", *Working Paper Series*, n. 11/88, FMI, Washington D.C., aprile 2011. Questi autori concludono che l'interazione fra le variabili macroeconomiche e finanziarie svolge un ruolo determinante ai fini della gravità e della durata delle recessioni.

scusso e si ricollega, ad esempio, alle bolle nei mercati degli immobili residenziali e dei prestiti ipotecari, nonché ai cambiamenti fondamentali intervenuti nel sistema bancario (quali l'espansione dei mercati della cartolarizzazione)<sup>19)</sup>. In prospettiva, il ruolo senza precedenti che hanno avuto i mercati bancario e creditizio nelle ultime crisi, almeno per quanto riguarda il secondo dopoguerra, fa ritenere che non si possa escludere la possibilità che la crescita della moneta e del credito nell'area dell'euro si discosti dalle medie storiche. Una peculiarità degli anni recenti risiede nei livelli storicamente altissimi di indebitamento di entrambi i settori pubblico e privato in gran parte dei paesi OCSE<sup>20)</sup>. Al riguardo è lecito attendersi che la ripresa della crescita del credito dopo la recessione sia più debole del solito, poiché gli operatori economici potrebbero desiderare – o essere costretti a – contenere il proprio grado di indebitamento al fine di evitare che raggiunga livelli insostenibili. Ciò potrebbe quindi segnalare la necessità di risanamenti più drastici, con il rischio di ritardare un recupero più vigoroso del PIL in termini reali in varie economie avanzate, compresa l'area dell'euro. Pertanto, la minore crescita del credito inciderà verosimilmente sull'attività economica, il che, a causa dei fattori strutturali, eserciterà a sua volta un effetto frenante sull'espansione della moneta e del credito per un periodo di tempo prolungato.

#### LA DIMENSIONE INTERNAZIONALE DELLE CRISI

Anche la dimensione internazionale rappresenta probabilmente un aspetto importante per spiegare le dinamiche della crescita della moneta e del credito in prossimità delle recessioni e delle crisi bancarie. La gravità, la propagazione e la durata delle turbolenze economiche e finanziarie si troveranno naturalmente amplificate nel caso di una crisi internazionale diffusa che abbia ripercussioni negative per l'economia nazionale e offra scarse possibilità di trarre vantaggio dall'espansione economica in altri paesi.

L'analisi sovraesposta indica che in varie occasioni le crisi hanno interessato più economie contemporaneamente. Al riguardo, un altro

aspetto rilevante è che negli ultimi cinquant'anni nell'economia mondiale (e in particolare nelle economie maggiori) gli eventi sistemici sono stati più frequenti nei periodi di crescita relativamente vigorosa della liquidità globale, misurata dai tassi di crescita degli aggregati monetari e creditizi mondiali. Di conseguenza, nella misura in cui le condizioni di liquidità nelle principali economie avanzate sono sempre più interdipendenti, e considerata la natura sempre più integrata dei mercati finanziari internazionali, le condizioni di liquidità globali possono avere importanti implicazioni per le economie nazionali e non vanno trascurate.

Gli andamenti della crescita reale della moneta in senso lato in prossimità delle recessioni sono in genere variati a seconda del livello relativamente modesto o abbondante della liquidità globale. Nel primo caso si è registrata una moderazione solo lieve e di breve durata, mentre nel secondo caso la crescita della moneta in senso lato in termini reali ha subito una flessione prolungata durante la ripresa. Gli andamenti nell'area dell'euro durante e dopo la recente recessione risultano sostanzialmente in linea con il profilo osservato in presenza di un'abbondante liquidità globale (cfr. figura 8)<sup>21)</sup>, ed evidenze analoghe sono riscontrabili per la crescita del credito sull'interno. Tali evidenze concordano con l'assunto che la liquidità globale ha raggiunto livelli esuberanti prima della recessione, per poi subire una correzione significativa soltanto dopo il 2009.

19) Cfr. ad esempio Brunnermeier, M., "Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, n. 1, 2009, pagg. 77-100.

20) Cfr. Reinhart, C. e Rogoff, K., "A Decade of Debt", *NBER Working Paper Series*, n. 16827, NBER, febbraio 2011. Gli autori dimostrano che negli ultimi anni il debito pubblico delle economie avanzate ha raggiunto livelli che non hanno precedenti nel secondo dopoguerra, portandosi su valori ancora maggiori di quelli osservati durante la prima guerra mondiale e la Grande Depressione. Lo stesso vale per i livelli del debito privato. I risultati di Reinhart e Rogoff evidenziano, come regolarità empirica, che i massimi storici in termini di leva finanziaria si sono spesso associati a una crescita economica più lenta.

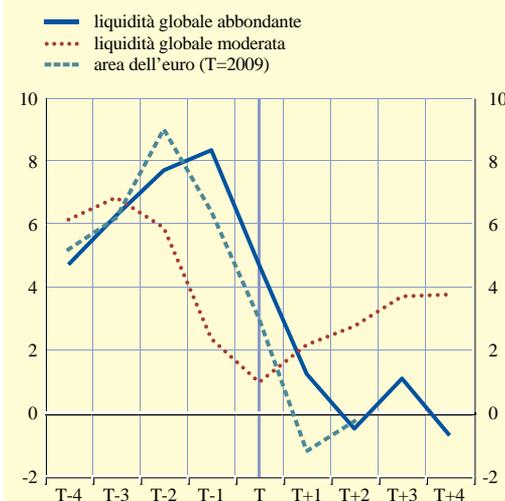
21) Ai fini della presente analisi, la liquidità globale è considerata abbondante allorché la crescita della moneta in senso lato e quella del credito sull'interno a livello mondiale si collocano al di sopra del 66° percentile. Una crescita inferiore a questa soglia denota una liquidità globale moderata.

Il motivo per cui gli andamenti della moneta e del credito variano a seconda del livello della liquidità globale è che le condizioni di liquidità globale, i flussi internazionali di capitali e la moneta e il credito sull'interno sono direttamente collegati per il tramite di vari canali, rilevabili nella bilancia dei pagamenti e nella sua presentazione monetaria. In primo luogo, i flussi internazionali di capitali, che comprendono le transazioni con il settore nazionale detentore di moneta (incluse quelle relative ai titoli emessi da questo settore) regolate mediante il settore bancario residente, comportano variazioni sia nella posizione finanziaria netta sull'estero delle banche sia, spesso, nello stock complessivo di moneta. Gli afflussi di capitali, pertanto, possono in determinate circostanze contribuire alla crescita degli aggregati monetari internazionali e, talvolta, a una crescita eccessiva della moneta. Analogamente, i deflussi di capitali possono limitare la disponibilità di moneta, e in definitiva del credito, nell'economia nazionale, con conseguenze avverse per il settore finanziario e l'economia reale. In realtà, alcune evidenze collegate indicano che, in media, i paesi che si configuravano come importatori netti di capitali prima di una recessione registrano un calo più marcato dello stock nazionale di moneta rispetto a quelli che si configuravano come esportatori netti di capitali. In secondo luogo, la disponibilità di finanziamenti internazionali può esercitare sul credito interno un impatto diretto di gran lunga maggiore di quello implicito nelle condizioni monetarie a livello nazionale. Il credito interbancario transfrontaliero è infatti uno dei canali attraverso i quali il sistema bancario nazionale può erogare credito in misura di gran lunga maggiore rispetto ai limiti stabiliti dall'insieme dei finanziamenti interni disponibili. Ciò contribuisce a spiegare perché le dinamiche dell'espansione creditizia saranno probabilmente più pronunciate di quelle della crescita della moneta in prossimità dei periodi di crisi.

Nel complesso, la dimensione internazionale rappresenta un aspetto rilevante da considerare in sede di valutazione dei profili della crescita della moneta e del credito in prossimità dei periodi di crisi. Di fatto, nel caso della crisi più

**Figura 8** Crescita media della moneta in senso lato in prossimità delle recessioni caratterizzate da una liquidità globale abbondante o moderata

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: BCE, Commissione europea, BRI, FMI, OCSE ed elaborazioni della BCE.

Nota: sono considerati 23 paesi OCSE, di cui 12 appartenenti all'area dell'euro (cfr. nota 5). Il periodo "T" corrisponde al primo anno di recessione. Per una definizione di liquidità globale abbondante e moderata, cfr. la nota 21.

recente tale dimensione è assai significativa, per quanto non sia affatto senza precedenti fra i paesi OCSE se si considerano la fine del sistema di Bretton Woods e la progressiva liberalizzazione dei flussi internazionali di capitali negli anni settanta<sup>22</sup>). Ciò detto, l'ultima crisi in particolare è stata la più estesa a livello internazionale del secondo dopoguerra, a indicare che anche questo fattore potrebbe essere all'origine di scostamenti dalle medie storiche.

#### POLITICHE ECONOMICHE E ALTRI FATTORI

Coerentemente con la gravità senza precedenti (quantomeno nel secondo dopoguerra) della recente crisi economica e finanziaria, le autorità in diverse economie avanzate hanno messo in atto misure di politica economica anch'esse senza precedenti. Alcune di queste misure erano specificamente finalizzate a favorire la crescita del

22) Va notato che, poiché gran parte delle crisi nel campione considerato coincidono con l'assenza di controlli sui movimenti di capitale, risulta difficile valutare l'impatto che siffatti controlli producono sulle dinamiche della moneta e del credito in prossimità dei periodi di crisi.

credito interno, considerata un aspetto importante per la ripresa. Essendo il credito sull'interno la principale contropartita della moneta in senso lato, ciò ha avuto conseguenze anche per gli andamenti degli aggregati monetari. Ai massicci interventi di politica economica, comprese le misure non convenzionali di politica monetaria, è probabilmente riconducibile il fatto che negli ultimi tre-quattro anni la crescita della moneta e del credito nell'area dell'euro non abbia deviato significativamente dalle medie storiche dei periodi di crisi. Ad esempio, le misure non convenzionali di politica monetaria della BCE sono state strumentali nel sostenere il sistema bancario dell'area dell'euro, migliorando considerevolmente le condizioni di liquidità. Vi sono inoltre evidenze che indicano che queste misure hanno contribuito a evitare un calo significativo degli aggregati monetari e creditizi, e con esso effetti di retroazione con conseguenze potenzialmente negative per le variabili macroeconomiche<sup>23)</sup>.

Allo stesso tempo permangono fonti importanti di incertezza. Ad esempio, non è chiaro quali saranno la durata e l'impatto della crisi del debito sovrano in alcuni paesi europei, né quale sia il grado di solidità dei bilanci bancari in vari paesi OCSE. È probabile che questa incertezza abbia fortemente accentuato l'avversione al rischio degli operatori economici e concorso all'accresciuta volatilità dei flussi monetari negli anni recenti. L'avversione al rischio induce un'espansione della moneta in senso stretto – e, in certa misura, di quella in senso lato – in presenza di una crescita del credito moderata. Questi fattori potrebbero pertanto provocare deviazioni dalle medie storiche. Di fatto, è probabile che siano proprio questi fattori all'origine delle oscillazioni insolitamente ampie osservate nell'andamento della moneta in senso stretto in termini reali nel 2009 e nel 2010.

#### 4 CONCLUSIONI

I profili della crescita della moneta e del credito in prossimità delle passate crisi economiche e finanziarie potrebbero fornire un utile parametro di riferimento per valutare gli andamenti

correnti e futuri della moneta, del credito e del prodotto. In questo articolo sono state presentate evidenze che mostrano come, al fine di poter utilizzare proficuamente tale parametro, sia necessario distinguere fra due tipi di recessione, ossia le recessioni che hanno coinciso con una crisi finanziaria e le altre recessioni. Ciò comprova l'interazione significativa esistente fra moneta, credito e prodotto, specie durante tali periodi. Raffrontando la recente contrazione economica con le passate recessioni accompagnate da crisi bancarie sistemiche, gli andamenti recenti della crescita della moneta e del credito nell'area dell'euro risultano sostanzialmente in linea con i profili generali osservati durante le precedenti recessioni e riprese. Di fatto, il lento recupero osservato nella crescita della moneta in senso lato e in quella del credito sull'interno nel 2011 è coerente con la modesta ripresa segnata dall'attività economica nel 2010 e nel 2011 a seguito della grave recessione del 2008-2009. È altresì probabile che la lenta ripresa degli aggregati monetari e creditizi rifletta la correzione dell'eccedenza di crescita accumulata prima della crisi. In aggiunta, la crescita della moneta in senso lato, quella della moneta in senso stretto e quella del credito sull'interno seguono tipicamente andamenti divergenti in periodi di questo tipo: la crescita di M1, infatti, anticipa generalmente il punto di svolta del ciclo economico, quella dell'aggregato monetario ampio si muove in linea con gli andamenti congiunturali (seppure in maniera meno pronunciata durante le contrazioni) e la crescita del credito segue di norma con un certo ritardo la ripresa dell'attività economica. Sebbene l'evoluzione recente nell'area dell'euro si conformi in ampia misura con queste regolarità, la crescita della moneta in senso stretto ha segnato oscillazioni più marcate del solito negli ultimi anni (rispetto agli andamenti tipicamente registrati in prossimità delle crisi economiche e finanziarie), forse di riflesso ai livelli eccezionalmente elevati di volatilità e incertezza osservati nell'area dell'euro negli anni recenti.

23) Per le evidenze relative all'impatto sugli aggregati monetari e creditizi, cfr. l'articolo "Impatto e graduale rientro delle misure non convenzionali della BCE", *Bollettino mensile*, BCE, luglio 2011 (in particolare il riquadro 2).

In prospettiva, è impossibile escludere che l'interazione fra gli aggregati monetari e creditizi nell'area dell'euro si intensifichi (con la possibilità che il prodotto si discosti di conseguenza dalle medie storiche), soprattutto a causa della compresenza di vari fattori. Quest'ultima potrebbe essere collegata a: a) i livelli insolitamen-

te elevati di indebitamento dei settori pubblico e privato osservati negli anni recenti; b) l'interazione fra la crisi del debito sovrano, i timori degli investitori e le pressioni sulla raccolta e il capitale delle banche in vari paesi europei; c) la maniera più pronunciata con cui la crisi si è propagata internazionalmente.

#### ARTICOLI

La crescita della moneta e del credito dopo le crisi economiche e finanziarie: una prospettiva storica internazionale



# L'INDEBITAMENTO DELLE IMPRESE NELL'AREA DELL'EURO

ARTICOLI  
L'indebitamento  
delle imprese  
nell'area  
dell'euro

*Dalla seconda metà del 2009 gli indici di indebitamento delle società non finanziarie si sono gradualmente ridotti dai livelli elevati accumulati in precedenza. Ciò è avvenuto in un contesto mutato dopo lo scoppio della crisi finanziaria alla fine dell'estate del 2007 e contraddistinto da un sostanziale aumento del rischio di credito e dell'avversione al rischio, nonché in generale da maggiori timori per la sostenibilità del debito. Il rapporto fra debito e attività totali delle società non finanziarie si è moderatamente ridotto, dal 46 per cento nel secondo trimestre del 2009 al 43 per cento nel primo trimestre del 2011, stabilizzandosi nel trimestre successivo<sup>1)</sup>.*

*La graduale riduzione degli indici di indebitamento riflette l'influenza sul credito di fattori sia dal lato della domanda sia dal lato dell'offerta. Per quanto riguarda la domanda, al ridotto fabbisogno di finanziamento esterno delle imprese hanno concorso i livelli più bassi dell'attività economica e, in particolare, l'indebolimento degli investimenti fissi lordi, nonché una maggiore propensione a trattenere gli utili. Dal lato dell'offerta, l'irrigidimento dei criteri di erogazione del credito applicati dalle banche ha contenuto la crescita dei prestiti bancari al settore delle società non finanziarie. Questo ha contribuito a una riduzione della leva finanziaria delle imprese e a una modifica complessiva della loro struttura finanziaria verso una minore incidenza del finanziamento bancario rispetto a quello raccolto sui mercati. Tuttavia, il grado di indebitamento rimane su livelli storicamente elevati, come si può riscontrare in particolare in un confronto di lungo termine con le imprese non finanziarie negli Stati Uniti.*

*Un aspetto importante dell'indebitamento societario nell'area dell'euro è costituito dall'elevato grado di eterogeneità tra i paesi che ne fanno parte, principalmente in termini di livelli di debito delle imprese allo scoppio della crisi finanziaria, ma anche in relazione alla velocità di riduzione della leva finanziaria dalla metà del 2009. Nondimeno, nella maggior parte dei paesi più grandi dell'area dell'euro le imprese hanno iniziato a ridurre gradualmente i livelli di indebitamento a metà 2009, riflettendo così il quadro generale dell'area dell'euro. Un altro importante elemento dell'eterogeneità dell'indebitamento societario dell'area risiede nel ruolo svolto dalla dimensione dell'impresa. Secondo le informazioni tratte da alcune indagini, tra il 2009 e il 2011 le grandi imprese che hanno segnalato un calo del rapporto tra debito e attivo hanno rappresentato nel complesso una percentuale più alta rispetto alle piccole e medie imprese (PMI).*

*Quanto all'impatto di questa riduzione della leva finanziaria sulle prospettive per la sostenibilità del debito, le società non finanziarie hanno in qualche misura ridotto la propria vulnerabilità a tale riguardo, come dimostra il fatto che il rispettivo onere per il servizio del debito è diminuito dal picco del 2009. Nonostante questo segnale positivo, il livello di indebitamento delle società non finanziarie, tuttora storicamente elevato, indica il persistere di vulnerabilità, in particolare in scenari di aumento del costo del debito.*

## I INTRODUZIONE

L'indebitamento del settore privato non finanziario (che include famiglie e società non finanziarie) nell'area dell'euro è rapidamente aumentato nell'ultimo decennio, all'incirca fino al 2009. Gli elevati livelli raggiunti hanno accresciuto la vulnerabilità del settore alla dinamica dei tassi di interesse e alle valutazio-

ni negative sul rischio di credito da parte degli operatori di mercato.

Pur avendo in qualche modo effetti positivi per la crescita, in quanto fonte di finanziamento attraverso l'assunzione di prestiti o l'emissione di

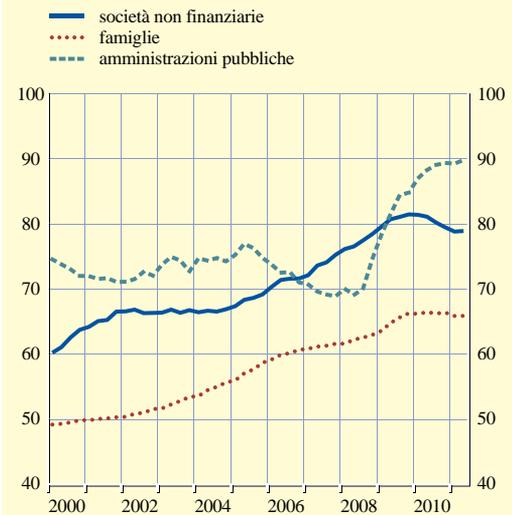
1) Il presente articolo riporta dati dei conti integrati dell'area dell'euro fino al secondo trimestre del 2011.

titoli di debito, il debito può nuocere all'espansione dell'attività economica se diventa troppo elevato<sup>2)</sup>. La crisi finanziaria, iniziata a metà 2007 e acuitasi nel settembre del 2008, ha indotto a riconsiderare il livello di debito sostenibile, nonché a riscoprire i rischi di credito. Questo, a sua volta, ha spinto i debitori ad adoperarsi per ridurre l'indebitamento. Sebbene la debolezza dell'attività economica abbia comportato un ulteriore aumento nel grado di indebitamento nel corso del 2009, il rapporto debito/PIL delle società non finanziarie ha iniziato a scendere progressivamente, dall'81 per cento dell'ultimo trimestre del 2009 al 79 per cento del secondo trimestre del 2011 (cfr. figura 1). Il debito delle famiglie in rapporto al PIL ha continuato ad aumentare fino al secondo trimestre del 2010, per poi diminuire lievemente fino al secondo trimestre del 2011. A differenza del settore privato non finanziario, il debito delle amministrazioni pubbliche ha seguito un'evoluzione in direzione opposta durante la crisi<sup>3)</sup>. Il rallentamento economico e, di conseguenza, le minori entrate fiscali insieme all'aumento delle spese hanno determinato un brusco aumento degli indici di indebitamento delle amministrazioni pubbliche fino al secondo trimestre del 2011. L'aumento del debito del settore pubblico ha ripercussioni sul finanziamento del settore privato quando aumentano i premi per il rischio paese e il rischio sovrano si propaga alle condizioni di erogazione dei prestiti bancari e alle condizioni di finanziamento delle società sul mercato. Pertanto, la crisi finanziaria ha messo chiaramente in luce l'interconnessione tra i bilanci dei settori pubblico e privato.

Partendo da questo quadro generale dell'evoluzione del debito nei vari settori, il presente articolo si incentra sulla dinamica del debito per le società non finanziarie dell'area dell'euro. La sezione 2 descrive in dettaglio l'andamento del debito nell'area dell'euro e nei paesi che vi appartengono durante l'ultimo decennio e ne spiega le ragioni. Inoltre, tale sezione riporta un riquadro che confronta l'evoluzione del debito delle società non finanziarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. La sezione 3 verte

**Figura 1 Rapporto debito/PIL dei settori non finanziari nell'area dell'euro**

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

Note: il debito delle famiglie è costituito da prestiti. Il debito delle società non finanziarie e delle amministrazioni pubbliche consiste in prestiti (esclusi quelli intersocietari), titoli di debito e riserve tecniche di assicurazione. Il debito delle amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL è conforme ai conti integrati dell'area dell'euro.

sulla composizione del finanziamento esterno e sul ruolo del debito. Analizza in particolare i cambiamenti nella struttura finanziaria delle società non finanziarie durante la crisi finanziaria. La sezione 4 esamina il fabbisogno di finanziamento esterno e l'andamento del debito delle piccole e medie imprese e delle grandi aziende nell'area dell'euro sulla base dei dati a livello di impresa, nonché i debiti finanziari nei principali settori industriali. La sezione 5 si incentra sulla questione basilare della sostenibilità del debito ed esamina gli indicatori in grado di contribuire alla valutazione della sostenibilità del debito societario. Infine, la sezione 6 trae le conclusioni riassumendo i punti essenziali del presente articolo.

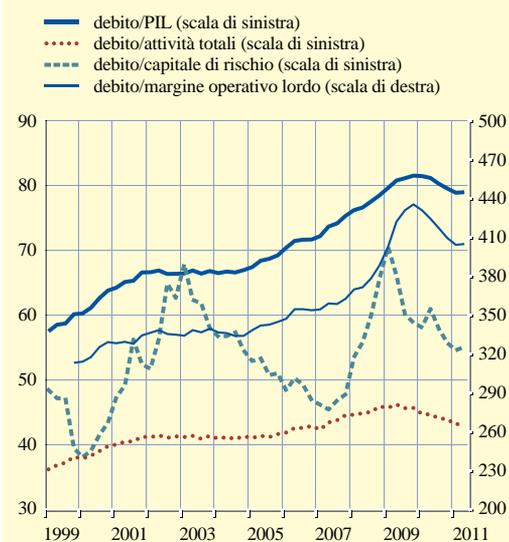
- 2) Cecchetti, S.G., M.S. Mohanty e F. Zampolli, *The real effects of debt*, Working Paper della BRI, n. 352. Cfr. anche la sezione 5 del presente articolo.
- 3) La definizione del debito delle amministrazioni pubbliche in base ai conti integrati dell'area dell'euro differisce da quella di Maastricht del debito pubblico in quanto i dati non sono consolidati e la contabilizzazione avviene al valore di mercato.

## 2 DINAMICA DELL'INDEBITAMENTO DELLE IMPRESE NELL'AREA DELL'EURO

Il forte incremento del debito delle società non finanziarie dell'area dell'euro, dal 57 per cento del PIL nel primo trimestre del 1999 al livello massimo dell'81 per cento nel quarto trimestre del 2009, è conseguenza dell'accumulo di debito societario in diverse fasi (cfr. figura 2; per una prospettiva di più lungo periodo cfr. anche il riquadro)<sup>4)</sup>. Dalla seconda metà degli anni '90 fino all'inizio del 2002 il grado di indebitamento delle società non finanziarie è aumentato nel periodo del boom della "nuova economia", quando le condizioni di finanziamento per gli investimenti reali e finanziari delle imprese erano favorevoli e la crescita dei prestiti era sostenuta. Dopo un successivo periodo di risanamento dei bilanci, il debito delle società non finanziarie dell'area dell'euro in rapporto al PIL è nuovamente aumentato a partire dal 2005 raggiungendo il livello massimo nel 2009. Tale andamento è riscontrabile in vari indicatori del debito. Mentre il rapporto debito/PIL riguarda il livello di indebitamento societario rispetto all'attività economica, quello tra debito e margine operativo lordo rispecchia il debito societario in relazione alla capacità di generare reddito. Questo rapporto è particolarmente interessante ai fini della valutazione della sostenibilità del debito, poiché il margine operativo lordo è utilizzato per il rimborso del debito (cfr. sezione 5). Il rapporto debito/margine operativo lordo è salito dal 313 per cento nel 1999 al 437 per cento nel quarto trimestre del 2009, per poi diminuire al 405 per cento nel secondo trimestre del 2011 (cfr. figura 2). Il brusco incremento nella seconda metà del 2008 e nel 2009 è ascrivibile principalmente a un calo del margine operativo lordo a seguito della debole attività economica. L'incremento è stato meno pronunciato per il rapporto tra debito e attivo che, comprendendo sia le immobilizzazioni sia le attività finanziarie, tiene conto in maniera più completa delle attività delle società non finanziarie che possono, all'occorrenza, generare redditi o essere cedute. Il rapporto tra debito e attività totali<sup>5)</sup> è aumentato dal 36,2 per cento del primo tri-

Figura 2 Indici di indebitamento delle società non finanziarie nell'area dell'euro

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

Note: il debito delle società non finanziarie comprende prestiti (esclusi quelli intersocietari), titoli di debito e riserve tecniche di assicurazione. Le attività finanziarie sono state consolidate con i prestiti intersocietari, le azioni e gli altri conti attivi al netto dei crediti commerciali attivi.

mestre del 1999 e ha toccato un massimo nel secondo trimestre del 2009 al 46,2 per cento. In seguito è gradualmente diminuito, al 43 per cento nel secondo trimestre del 2011. A differenza degli altri indici di indebitamento, il rapporto tra debito e capitale di rischio delle società non finanziarie è più variabile, per effetto prevalentemente degli effetti di valutazione dovuti alle variazioni dei corsi azionari.

Gli indici di indebitamento delle società non finanziarie dell'area dell'euro, quindi, hanno toccato per la maggior parte un livello massimo nel corso del 2009 per poi, gradualmente, diminuire fino al 2011, quando si sarebbe os-

- 4) Il debito delle società non finanziarie è costituito dai prestiti (esclusi i prestiti intersocietari, cioè i prestiti concessi tra società non finanziarie), dai titoli di debito emessi dalle società non finanziarie e dalle riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie.
- 5) Il debito e le attività non comprendono i prestiti intersocietari. Dalla definizione di attività sono stati esclusi azioni e altri titoli di capitale (eccetto le quote in fondi comuni) nonché altri conti (senza crediti commerciali).

### ARTICOLI

L'indebitamento delle imprese nell'area dell'euro

servata una certa stabilità. L'andamento riflette l'impatto del ciclo economico e gli sforzi delle società non finanziarie tesi a ridurre la leva finanziaria in un contesto di accresciuta sensibilità nei confronti del rischio di credito. Nel rapporto tra debito e attivo si è registrato in generale un aumento più moderato rispetto a quello riscontrato nel rapporto tra debito e attività economica. Ciò dimostra che l'incremento dell'indebitamento delle società non finanziarie è stato ampiamente sostenuto da un aumento delle attività che, essendo stanziabili in garanzia, hanno consentito alle imprese di contrarre ulteriore debito. Tuttavia, l'aumento dell'indebitamento rispetto al reddito di impresa solleva timori in merito alla sostenibilità del debito societario (cfr. sezione 5).

Il marcato calo dell'attività economica nel 2008 e nel 2009 ha indotto una forte flessione della domanda di credito per effetto di minori investimenti fissi e di un fabbisogno più basso di capitale circolante da parte delle società non finanziarie. Inoltre, la notevole diminuzione dell'attività di fusione e acquisizione delle società non finanziarie dal 2008 fino al primo trimestre del 2010 ha ridotto la domanda di finanziamento esterno. La crescita del debito è quindi diminuita considerevolmente sulla scorta dei fattori dal lato della domanda. Ciò risulta evidente anche dall'indagine sul credito bancario, in cui le banche intervistate hanno segnalato un calo della domanda netta di prestiti da parte delle imprese dal primo trimestre del 2008 al secondo del 2010, nonché nuovamente nel terzo trimestre del 2011.

Inoltre, alla riduzione della leva finanziaria delle imprese potrebbero aver concorso vincoli nell'offerta di prestiti bancari. Nel periodo precedente alla crisi finanziaria si è prestata scarsa attenzione all'innalzamento dei livelli di debito delle imprese, soprattutto perché il costo dei debiti finanziari e l'onere per interessi per le società non finanziarie si collocavano su livelli contenuti. L'atteggiamento delle banche e degli operatori di mercato è però mutato durante la crisi finanziaria, quando le banche stesse si sono trovate esposte a pressioni nell'accesso alla

provvista a causa di timori sui loro bilanci. Nel 2008 e nel 2009 nonché nuovamente nel terzo trimestre del 2011 gli istituti interpellati nell'indagine sul credito bancario dell'area dell'euro hanno indicato che il costo della raccolta e i vincoli di bilancio con cui si erano confrontati avevano contribuito in misura considerevole all'irrigidimento netto dei criteri per l'erogazione dei prestiti alle imprese<sup>6)</sup>. Nello stesso periodo, inoltre, una considerevole percentuale netta di banche ha segnalato un ampliamento dei margini sui prestiti, che è stato maggiore per i prestiti più rischiosi. Per quanto concerne la raccolta di fondi sul mercato da parte delle società non finanziarie, nel 2008 il costo del finanziamento tramite titoli di debito è aumentato in misura considerevole in relazione ai crescenti timori sul merito di credito dei prenditori. In risposta a tali andamenti del credito bancario e del finanziamento tramite l'emissione di titoli di debito sul mercato, nonché in aggiunta alla flessione congiunturale della domanda di finanziamento esterno, le imprese potrebbero essersi maggiormente adoperate nella riduzione della leva finanziaria al fine di consolidare o migliorare il proprio merito creditizio.

La riduzione del livello di indebitamento da parte delle società non finanziarie è riscontrabile anche nella dinamica della crescita, in termini reali, sia del debito sia del PIL (cfr. figura 3). Nel 2008 e nel 2009 la crescita del debito è marcatamente diminuita per divenire negativa dal quarto trimestre del 2009 fino al primo trimestre del 2011. Inoltre, il calo si è protratto fino al secondo trimestre del 2010, mentre la crescita del PIL aveva già iniziato a recuperare nel 2009. Ciò è in linea con l'evidenza storica dei prestiti alle società non finanziarie, che tendono a mostrare un ritardo di circa tre trimestri rispetto al ciclo economico<sup>7)</sup>. Dalla figura 3 si evince altresì che la diminuzione del rapporto debito/PIL delle società non finanziarie dell'area dell'euro dal massimo dell'ultimo

6) Cfr. i risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro nel sito Internet della BCE.

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

**Figura 3 Crescita, in termini reali, del debito delle società non finanziarie e del PIL**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, deflazionate utilizzando il deflatore del PIL; valori percentuali)

- crescita del debito in termini reali delle società non finanziarie dell'area dell'euro
- ... crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro
- - - rapporto debito/PIL delle società non finanziarie dell'area dell'euro



Fonte: BCE.  
Nota: il debito comprende prestiti (esclusi quelli intersocietari), titoli di debito e riserve dei fondi pensione.

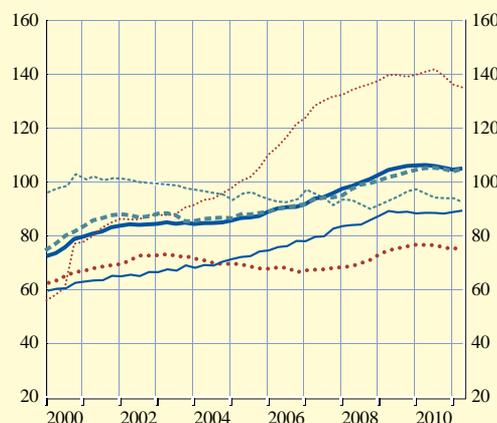
trimestre del 2009 è iniziata circa uno-due anni dopo il calo nella crescita del PIL.

La riduzione dei livelli di indebitamento da parte delle società non finanziarie è stata favorita dalle considerevoli risorse interne che le imprese avevano accumulato. Dal terzo trimestre del 2009 al secondo del 2010 le società non finanziarie hanno aumentato notevolmente gli utili non distribuiti, come riflette il risparmio delle imprese (insieme ai trasferimenti netti di capitale). Il risparmio delle imprese è rimasto sostanzialmente stabile rispetto al PIL dal periodo menzionato fino al secondo trimestre del 2011 (cfr. figura D nel riquadro). Questo andamento, unitamente al marcato calo degli investimenti fissi, ha indotto una considerevole contrazione del fabbisogno finanziario delle società non finanziarie (costituito dall'accREDITAMENTO netto (+) / indebitamento netto (-) in rapporto al PIL), che addirittura è stato temporaneamente in avanzo (dal quarto trimestre del 2009 al quarto trimestre del 2010). L'andamento degli utili societari è sostanzial-

**Figura 4 Rapporto debito/PIL delle società non finanziarie in alcuni paesi dell'area dell'euro**

(valori percentuali)

- area dell'euro
- ... Germania
- - - Francia
- Italia
- ... Spagna
- - - Paesi Bassi



Fonte: BCE ed Eurostat.  
Nota: il debito comprende tutte le tipologie di prestiti, i titoli di debito e le riserve dei fondi pensione.

mente in linea con la dinamica dei profitti del settore in base ai dati a livello di singola impresa. Secondo tale evidenza, il rendimento delle attività delle imprese è aumentato dalla seconda metà del 2009 a metà 2010 ed è poi rimasto sostanzialmente stabile fino a metà 2011 in un contesto di crescenti pressioni sui costi e di un rallentamento delle vendite.

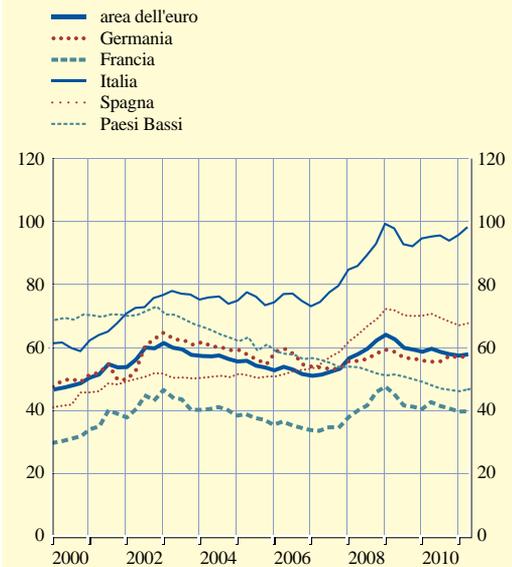
A fronte della moderata riduzione dei vari indicatori del debito per le società non finanziarie dell'area dell'euro nel 2010 e nel primo trimestre del 2011, il quadro si presenta eterogeneo tra i vari paesi che la compongono<sup>8)</sup>. Innanzitutto, dal quarto trimestre del 2004 le società non finanziarie in Germania hanno riportato il rapporto debito/PIL più basso tra i cinque maggiori paesi dell'area dell'euro (cfr. figura 4). Per contro, in Spagna tale rapporto è stato notevolmente superiore al livello

8) Il presente articolo si incentra prevalentemente sui cinque maggiori paesi dell'area dell'euro.

dell'area dell'euro per gran parte del periodo. Per quanto riguarda il rapporto tra debito e attività finanziarie, le società non finanziarie francesi hanno registrato valori inferiori alla media dell'area dell'euro per l'intero periodo in esame, mentre quelle italiane hanno riportato un livello considerevolmente superiore (cfr. figura 5). Quanto alla dinamica del debito dal 2000 al secondo trimestre del 2011, tra i cinque maggiori paesi dell'area dell'euro, il rapporto tra debito e attività finanziarie è aumentato soprattutto in Italia e Spagna, mentre è stato più stabile in Francia e Germania. In tutti e quattro i paesi, gli indici di indebitamento delle società non finanziarie hanno iniziato a calare nel secondo trimestre del 2009, riflettendo gli andamenti nell'area dell'euro. Tuttavia, nei primi due trimestri del 2011 il rapporto tra debito e attività finanziarie in Germania, Francia e Spagna è rimasto sostanzialmente stabile, mentre in Italia ha iniziato ad aumentare nuovamente. Inoltre, in termini di rapporto debito/attività finanziarie, le società olandesi hanno iniziato molto prima a ridurre la leva finanziaria (dal primo trimestre del 2003) rispetto alle società degli altri quattro paesi.

**Figura 5 Rapporto debito/attività finanziarie delle società non finanziarie in alcuni paesi dell'area dell'euro**

(valori percentuali)



Fonte: BCE ed Eurostat.

Nota: il debito comprende tutte le tipologie di prestiti, i titoli di debito e le riserve dei fondi pensione. Nelle attività finanziarie rientrano circolante e depositi, prestiti, titoli di debito, azioni e altri titoli di capitale, altri conti attivi e riserve tecniche di assicurazione.

## Riquadro

### CONFRONTO DELL'INDEBITAMENTO SOCIETARIO NELL'AREA DELL'EURO E NEGLI STATI UNITI

Il presente riquadro confronta l'indebitamento delle società non finanziarie dell'area dell'euro con quello delle imprese non finanziarie degli Stati Uniti, che rappresentano il settore più confrontabile<sup>1)</sup>. Allo scoppio della crisi finanziaria le società non finanziarie di entrambe le economie registravano un livello elevato di indebitamento e nel corso della crisi hanno iniziato a ridurre la leva finanziaria dal 2009. Alla diminuzione degli indici di indebitamento delle società non finanziarie hanno concorso sia fattori di domanda, dato il brusco calo dell'attività economica dall'ultimo trimestre del 2008, sia vincoli dal lato dell'offerta, in termini di erogazione di prestiti bancari. Inoltre, la riduzione della leva è stata favorita da un aumento degli utili.

1) Il settore delle imprese non finanziarie statunitensi comprende tutte le imprese non finanziarie costituite o meno in forma di società. A differenza del comparto delle società non finanziarie dell'area dell'euro, include anche le imprese individuali, che nei conti integrati dell'area dell'euro rientrano nel settore delle famiglie. Cfr. anche il riquadro *Evoluzione del finanziamento alle imprese: un confronto tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti* all'interno dell'articolo *Evoluzione del finanziamento alle imprese nell'area dell'euro* pubblicato nel numero di novembre 2005 di questo Bollettino; nonché il riquadro *Comparabilità dei dati di contabilità nazionale negli Stati Uniti e nell'area dell'euro* all'interno dell'articolo *Andamenti dei bilanci del settore privato nell'area dell'euro e negli Stati Uniti* riportato nel numero di febbraio 2004 sempre di questo Bollettino.

## Gli indici di indebitamento delle società non finanziarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti in una prospettiva di lungo termine

La figura A mostra il rapporto debito/PIL delle imprese non finanziarie statunitensi in una prospettiva di lungo termine: il rapporto è sostanzialmente raddoppiato negli ultimi 50 anni, dal 37 per cento del 1960 al 74 per cento nel secondo trimestre del 2011. L'aumento del rapporto debito/attività finanziarie è stato quasi altrettanto pronunciato, dal 21 per cento del 1960 al 45 per cento nel secondo trimestre del 2011. L'incremento del rapporto debito/PIL delle imprese non finanziarie statunitensi è stato particolarmente marcato negli anni '80, in un contesto di inflazione e tassi di interesse elevati, mentre si è notevolmente ridotto nella prima metà degli anni '90. Tra la seconda metà degli anni '90 e il 2002 il rapporto debito/PIL è di nuovo aumentato rapidamente nel corso del boom della "nuova economia" raggiungendo livelli analoghi a quelli osservati nel 1989. Tale incremento del debito ha rispecchiato principalmente una crescita dei prestiti molto sostenuta, dalla seconda metà degli anni '90 fino al 2000, che ha finanziato investimenti considerevoli stimolati da livelli elevati di fiducia in una forte crescita della produttività. Dopo un periodo di risanamento dei bilanci, il rapporto debito/PIL delle imprese non finanziarie statunitensi è aumentato nuovamente al 79 per cento nel secondo trimestre del 2009, il livello più elevato degli ultimi 50 anni.

Benché per l'area dell'euro non siano disponibili dati paragonabili per un periodo così lungo, la figura A mostra che dal 1999 il rapporto debito/PIL delle società non finanziarie dell'area dell'euro e delle imprese non finanziarie statunitensi ha seguito un'evoluzione simile. Nel secondo trimestre del 2011 il rapporto debito/PIL delle società non finanziarie nell'area dell'euro (78,9 per cento) è stato in qualche misura superiore a quello per le imprese non finanziarie statunitensi (74,3 per cento). Il debito in rapporto alle attività totali è stato sostanzialmente analogo in entrambe le economie, collocandosi al 43,4 per cento per le società non finanziarie dell'area dell'euro e al 44,7 per cento per le imprese non finanziarie statunitensi.

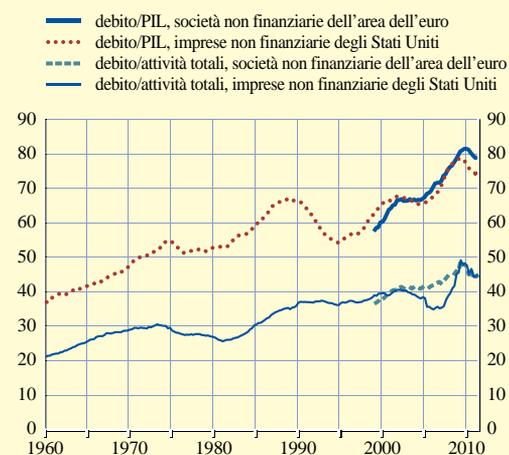
Sebbene le strutture e il contesto economico siano cambiati radicalmente in questi cinquant'anni, il notevole livello di indebitamento raggiunto dalle imprese non finanziarie nel 2009, nonché i livelli elevati che tuttora si continuano a registrare le rendono vulnerabili ad aumenti del costo del finanziamento.

### Evidenze di riduzione della leva finanziaria durante la crisi finanziaria

Nel corso della crisi finanziaria il rapporto debito/PIL delle società non finanziarie ha iniziato a diminuire in entrambe le economie nel 2009. Come si evince dalle figure B e C, il tasso di crescita sul

**Figura A Indici di indebitamento delle società non finanziarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti**

(valori percentuali)

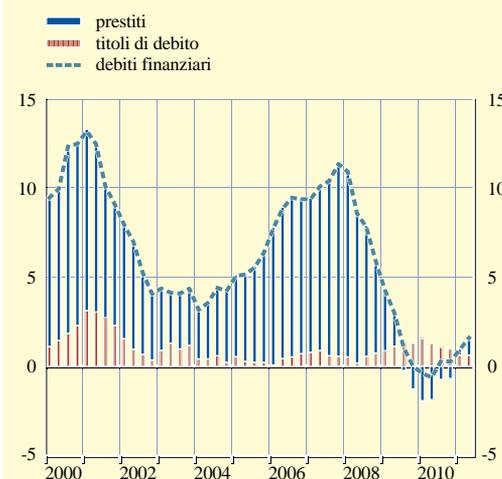


Fonti: Bureau of Economic Analysis, Board of Governors del Federal Reserve System e BCE.

Note: il debito non comprende i prestiti intersocietari. Per l'area dell'euro le attività sono state consolidate con i prestiti intersocietari, le azioni e gli altri conti attivi (al netto dei crediti commerciali attivi). Le azioni e gli altri titoli di capitale (eccetto le quote di fondi comuni di investimento) nonché gli altri conti attivi (senza crediti commerciali) sono stati esclusi dalla definizione di attività, poiché non rientrano nei dati per gli Stati Uniti.

**Figura B Contributi alla crescita dei debiti finanziari delle società non finanziarie nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; punti percentuali)



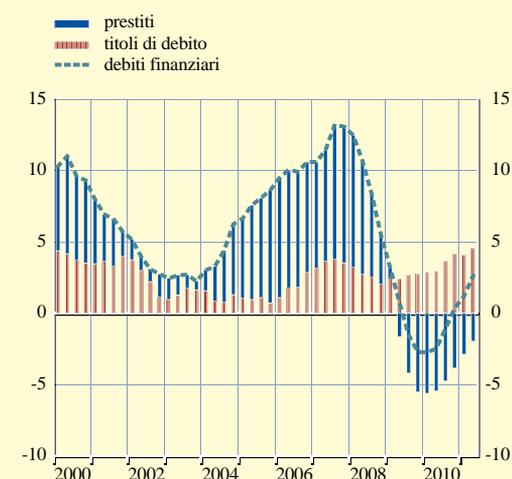
Fonte: BCE.  
 Nota: i debiti finanziari comprendono prestiti (esclusi quelli intersocietari) e titoli di debito.

periodo corrispondente dei debiti finanziari ha registrato una marcata flessione tra la seconda metà del 2007, quando è iniziata la crisi finanziaria, e il primo trimestre del 2010. Il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei debiti finanziari è diminuito più bruscamente negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro e, in particolare, è stato negativo per le imprese non finanziarie statunitensi dal terzo trimestre del 2009 al terzo del 2010. Per le società non finanziarie dell'area dell'euro, è stato solo lievemente negativo nella prima metà del 2010. Ciò ha comportato un calo in qualche misura più marcato del rapporto debito/PIL delle imprese non finanziarie statunitensi dal massimo del secondo trimestre del 2009 al secondo trimestre del 2011, mentre per le società non finanziarie dell'area dell'euro la flessione di tale rapporto dal livello massimo del quarto trimestre del 2009 è stata più graduale.

Il calo dei debiti finanziari nelle due economie è legato al considerevole rallentamento dell'attività economica durante la crisi finanziaria. Inoltre, l'indagine statunitense condotta presso

**Figura C Contributi alla crescita dei debiti finanziari delle imprese non finanziarie negli Stati Uniti**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; punti percentuali)



Fonte: Board of Governors del Federal Reserve System.  
 Nota: i debiti finanziari sono definiti come strumenti dei mercati del credito secondo le statistiche statunitensi sui flussi di fondi.

funzionari di grado elevato competenti in materia di prestiti e l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro indicano che i criteri di concessione dei prestiti alle imprese sono stati notevolmente irrigiditi dalle banche durante la crisi finanziaria, a partire dal terzo trimestre del 2007 raggiungendo un picco nel quarto trimestre del 2008. Si tratta di un fenomeno di particolare rilievo per le società non finanziarie dell'area dell'euro, soprattutto per le imprese di minore dimensione, che dipendono in larga misura dai prestiti bancari per il loro finanziamento esterno. Dal 2009 al 2011 l'irrigidimento netto dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese è per lo più diminuito e si è tramutato in un allentamento netto negli Stati Uniti, mentre nel terzo trimestre del 2011 si è osservata una ripresa dell'irrigidimento netto dei criteri di erogazione dei prestiti alle imprese dell'area dell'euro. Pertanto, soprattutto nella prima fase della crisi finanziaria, l'offerta di prestiti bancari sarebbe stata soggetta a vincoli. Sia la domanda sia l'offerta di credito hanno pertanto concorso al rallentamento della crescita dei debiti finanziari in entrambe le economie.

Durante la crisi finanziaria hanno avuto luogo cambiamenti importanti nella composizione del finanziamento esterno delle società non finanziarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. In entrambe le economie il finanziamento sul mercato delle società non finanziarie ha acquisito maggiore importanza durante la crisi (cfr. figure B e C). Peraltro, le imprese non finanziarie statunitensi hanno ridotto il finanziamento mediante prestiti bancari dal secondo trimestre del 2009 al secondo del 2011. Anche le società non finanziarie dell'area dell'euro hanno ridotto il ricorso a tale fonte tra il terzo trimestre del 2009 e il quarto del 2010, ma in misura inferiore rispetto alle imprese statunitensi.

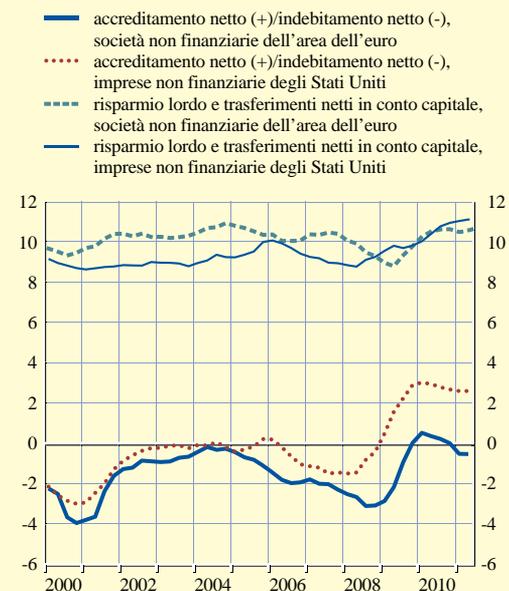
In entrambe le economie, i considerevoli aumenti degli utili non distribuiti hanno favorito la riduzione degli indici di indebitamento e, pertanto, della dipendenza dal debito da parte delle società non finanziarie. Negli Stati Uniti l'incremento degli utili societari si rispecchia nel rapporto tra il risparmio lordo delle imprese non finanziarie sommato ai trasferimenti netti di capitale, e il PIL, che è aumentato dall'8,7 per cento nel secondo trimestre del 2008 all'11,1 per cento nel secondo trimestre del 2011 (cfr. figura D). Per le società non finanziarie dell'area dell'euro l'incremento è stato analogo, dall'8,8 per cento nel secondo trimestre del 2009 al 10,5 per cento nel secondo trimestre del 2011. Inoltre, nel 2008 e nel 2009 gli investimenti fissi hanno registrato un forte calo a causa della crisi. Entrambi gli andamenti fanno sì che il fabbisogno di finanziamento esterno delle società non finanziarie sia diminuito nettamente. Il fabbisogno finanziario (definito come l'accreditamento netto (+)/l'indebitamento netto (-) in rapporto al PIL), in genere negativo per le società che necessitano di finanziare gli investimenti con fondi esterni, è divenuto positivo per le imprese non finanziarie statunitensi tra il primo trimestre del 2009 (0,5 per cento) e il secondo del 2011 (2,6 per cento) e per le società non finanziarie dell'area dell'euro tra il quarto trimestre del 2009 e il quarto del 2010.

## Conclusioni

Nel complesso, gli indici di indebitamento delle società non finanziarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti risultano sostanzialmente analoghi sia per i livelli raggiunti sia per le modalità con cui si sono sviluppati. In entrambe le economie, le società non finanziarie avevano accumulato un livello di debito storicamente molto elevato prima dello scoppio della crisi finanziaria alla fine dell'estate del 2007, ma successivamente gli indici di indebitamento hanno iniziato a scendere. Ciò nonostante, continuano a essere storicamente elevati e costituiscono un'importante fonte di vulnerabilità per le prospettive del settore delle imprese, soprattutto per quanto riguarda i rischi associati a un incremento del costo del debito.

**Figura D Fabbisogno finanziario e utili non distribuiti delle società non finanziarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti**

(percentuali del PIL)



Fonti: Board of Governors del Federal Reserve System e BCE.  
Nota: il fabbisogno finanziario è dato dal rapporto tra accreditamento netto (+)/indebitamento netto (-) e PIL; corrisponde sostanzialmente alla differenza tra risparmio lordo e trasferimenti netti in conto capitale, da un lato, e investimenti fissi lordi, dall'altro, in relazione al PIL.

### 3 IL RUOLO DEL DEBITO NEL FINANZIAMENTO ESTERNO DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE DELL'AREA DELL'EURO

La scelta sulla struttura finanziaria di un'impresa è una delle decisioni più importanti che i dirigenti assumono. Dopo l'influente contributo di Modigliani e Miller<sup>9)</sup> con la formulazione dell'ipotesi di irrilevanza che risale al 1958, è ora ampiamente riconosciuto che le imperfezioni del mercato dei capitali fanno sì che la struttura patrimoniale di un'impresa influisca sul suo valore. Vari approcci teorici, basati sull'allentamento dell'ipotesi di Modigliani e Miller, reputano che, in scenari alternativi, costi di agenzia, informazioni asimmetriche, considerazioni di controllo societario e imposte siano fattori atti a determinare le decisioni delle imprese in merito alla propria struttura patrimoniale. Secondo la teoria dell'ordine gerarchico (*pecking order*), i dirigenti ritengono che le asimmetrie informative siano tali per cui i mercati in genere sottostimano il valore delle azioni di un'impresa e pertanto preferiscono l'autofinanziamento al finanziamento esterno e i titoli di debito a quelli azionari<sup>10)</sup>. Secondo questa teoria, la leva finanziaria di un'impresa riflette principalmente la redditività storica e le opportunità di investimento. Quando, al contrario, i manager cercano di sfruttare le informazioni asimmetriche a vantaggio degli azionisti, tendono a vendere azioni quando il valore dell'impresa è elevato, collegando in questo modo la struttura patrimoniale alle oscillazioni dei prezzi azionari<sup>11)</sup>. In entrambe le teorie, i dirigenti non sono realmente interessati a fissare un determinato obiettivo per il debito e, inoltre, non hanno motivo di cercare di modificare la leva finanziaria al variare del valore dell'impresa. Un'altra teoria, nota come teoria del *trade-off*, asserisce che le imperfezioni dei mercati generano un collegamento tra la leva finanziaria e il valore di un'impresa<sup>12)</sup>. Questa teoria sostiene che la struttura patrimoniale ottimale per una data impresa riflette l'equilibrio tra i vantaggi del debito in termini fiscali e l'aumento dei costi di agenzia e di insolvenza (come quelli del fallimento) associati

a livelli di debito elevati. In questo caso, i dirigenti intervengono attivamente per compensare le deviazioni dagli indici di indebitamento ottimali.

Stando alle recenti indagini<sup>13)</sup>, la maggior parte delle imprese ha indicato di avere obiettivi specifici per quanto concerne la ripartizione fra debito a tasso fisso/variabile nonché a breve/lungo termine, la scadenza media, la durata e l'incidenza dell'indebitamento nei confronti del settore bancario. Nel considerare l'ammontare adeguato del debito si è ritenuto estremamente importante incentrarsi sulle determinanti degli indici obiettivo, della flessibilità finanziaria, dei *rating*, della volatilità degli utili, nonché sui vantaggi fiscali delle spese per interessi.

Il rapporto tra debito e capitale di rischio delle società non finanziarie fornisce alcune informazioni sull'importanza del debito rispetto alle disponibilità azionarie delle imprese e, quindi, sulla struttura patrimoniale delle stesse. Dal 2000 questo rapporto si è collocato in media al 69 per cento per l'area dell'euro (cfr. figura 6). Sebbene il rapporto subisca notevoli oscillazioni a causa della volatilità dei corsi azionari, ciò implica che la struttura patrimoniale di un'impresa consiste generalmente di una quota maggiore di azioni, soprattutto non quotate<sup>14)</sup>, rispetto al debito. Nel periodo in ras-

9) Modigliani, F. e H.M. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, vol. 48(3), giugno 1958, pp. 261-297.

10) Myers, S.C. (1984), "The capital structure puzzle", *Journal of Finance*, n. 39, pp. 575-592.

11) Baker, M.P. e J.A. Wurgler (2002), "Market timing and capital structure", *Journal of Finance*, vol. 57(1), pp. 1-32.

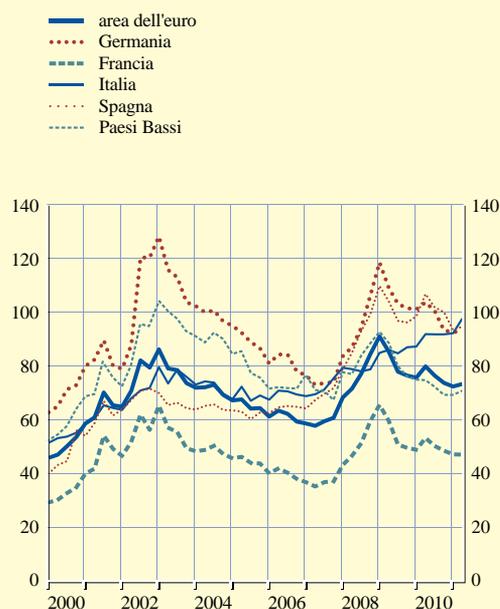
12) DeAngelo, H. e R. Masulis (1980), "Optimal capital structure under corporate and personal taxation", *Journal of Financial Economics*, vol. 8, pp. 3-29.

13) Graham, J.R. e C.R. Harvey (2001), "The theory and practice of corporate finance: evidence from the field", *Journal of Financial Economics*, n. 60, pp. 187-243; Brounen, D., A. de Jong e K. Koedijk (2006), "Capital structure policies in Europe: Survey evidence", *Journal of Banking and Finance*, vol. 30(5), pp. 1409-1442; nonché Servaes, H. e P. Tufano (2006), *The Theory and Practice of Corporate Debt Structure*, Deutsche Bank.

14) Mentre le azioni quotate rappresentavano il 17 per cento delle passività totali delle società non finanziarie in media dal 2000 al secondo trimestre del 2011, quelle non quotate ne costituivano il 34 per cento.

**Figura 6 Rapporto debito/capitale di rischio delle società non finanziarie in alcuni paesi dell'area dell'euro**

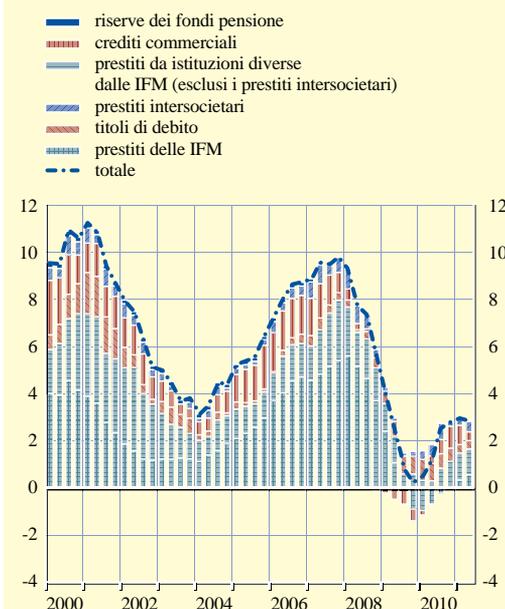
(valori percentuali)



Fonte: BCE.

**Figura 7 Contributi al tasso di crescita del debito delle società non finanziarie nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; punti percentuali)



Fonte: BCE.

Nota: il debito comprende tutte le tipologie di prestiti, i titoli di debito, i crediti commerciali e le riserve dei fondi pensione.

segna la quota di debito rispetto al capitale di rischio delle imprese è stata inferiore alla media dell'area dell'euro in Francia e superiore in Germania. Nel complesso sembra esserci una certa eterogeneità nella struttura patrimoniale tra i paesi dell'area dell'euro.

Quanto alla struttura del debito delle imprese, storicamente, il debito delle società non finanziarie dell'area dell'euro è costituito in larga misura da prestiti bancari<sup>15)</sup>. Le imprese più piccole, in particolare, ricorrono spesso a questa fonte di finanziamento esterno, in quanto il loro accesso al finanziamento sul mercato è limitato. Tuttavia, durante la crisi finanziaria questo profilo è profondamente cambiato (cfr. figura 7). Il contributo dei prestiti bancari al debito totale è diminuito a partire dal secondo trimestre del 2008, a indicazione di una tendenza verso la disintermediazione, ed è divenuto negativo tra il terzo trimestre del 2009 e il terzo trimestre del 2010. Per contro, hanno acquisito

maggiore rilievo le altre fonti di debito. In particolare, è cresciuta l'importanza dell'emissione di titoli di debito. Per quanto concerne il costo del finanziamento, il costo del debito contratto sul mercato dalle società non finanziarie è sceso in misura considerevole dal livello massimo del novembre 2008, poco dopo il fallimento di Lehman Brothers, fino al settembre 2010 e in seguito ha evidenziato un moderato incremento. Analogamente, dopo un lieve aumento dei tassi sui prestiti bancari fino all'ottobre 2008, le misure di politica monetaria adottate dal Consiglio direttivo della BCE hanno determinato un calo dei tassi sui prestiti bancari fino agli inizi del 2010, che sono poi moderatamente saliti fino a metà 2011. Benché l'evoluzione del costo del finanziamento fornisca quindi scarse indicazioni sulla variazione della struttura finanziaria del-

15) Il debito è definito in questa sede come prestiti (compresi i prestiti intersocietari), titoli di debito e debiti commerciali netti al fine di rispecchiare l'importanza relativa dei vari strumenti.

le società non finanziarie, le informazioni tratte dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro suggeriscono che la modifica della struttura dei debiti finanziari a scapito dei prestiti bancari potrebbe essere stata connessa alle limitazioni nell'offerta dei prestiti bancari stessi (cfr. sezione 2).

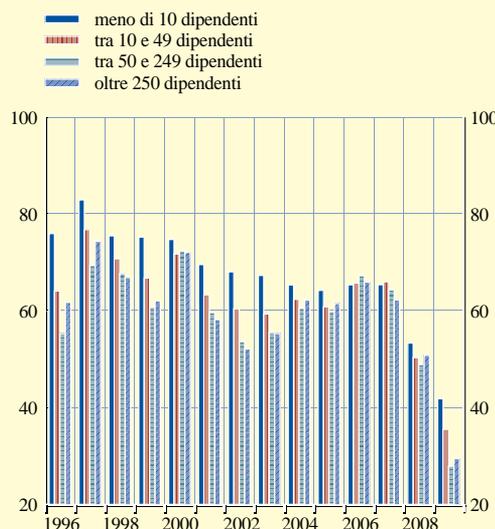
In aggiunta, il finanziamento tra imprese potrebbe aver attenuato gli effetti di una minore offerta di credito bancario<sup>16)</sup>. In particolare, i prestiti delle capogruppo alle controllate (prestiti intersocietari) potrebbero aver aiutato le società di piccole dimensioni ad accedere al finanziamento. Inoltre, sono diventati più importanti i crediti commerciali, connessi allo scambio di beni, suggerendo così una certa funzione di compensazione<sup>17)</sup>.

#### 4 FABBISOGNO DI FINANZIAMENTO ESTERNO E DINAMICA DEL DEBITO PER DIMENSIONI DI IMPRESA E PER SETTORI INDUSTRIALI NELL'AREA DELL'EURO

Una fonte importante di eterogeneità del grado di indebitamento societario all'interno dell'area dell'euro è legato alla dimensione delle imprese. Si ritiene comunemente che le piccole imprese abbiano problemi di finanziamento diversi e spesso maggiori rispetto alle grandi imprese a causa principalmente delle particolarità del loro finanziamento<sup>18)</sup>. In primo luogo, si ritiene spesso che le piccole imprese siano meno trasparenti e maggiormente a rischio di fallimento rispetto a quelle di grandi dimensioni. In secondo luogo, sovente sono meno affermate e non hanno avuto il tempo di costruirsi una buona reputazione. In terzo luogo, le PMI di norma non emettono titoli negoziabili oggetto di valutazione continua nei mercati ufficiali, per cui non possono contare su questo aspetto per fornire informazioni al mercato. Allo stesso tempo, le piccole imprese dipendono dal finanziamento esterno, e in particolare dai prestiti bancari, per finanziare la propria crescita. Pertanto, ostacoli importanti al finanziamento possono essere una sfida con-

**Figura 8 Imprese con una crescita superiore a quanto presupposto dai fondi interni<sup>1)</sup>**

(percentuali di imprese)



Fonti: Bureau van Dijk (banca dati AMADEUS) ed elaborazioni della BCE.

1) Seguendo l'approccio di Demirtüç-Kunt e Maksimovic in "Funding growth in bank-based and market-based financial systems: evidence from firm-level data", *Journal of Financial Economics*, vol. 65, pp. 337-363, tramite il modello di pianificazione finanziaria basato sulla "percentuale delle vendite", si calcola per ciascuna impresa il tasso di crescita massimo al quale potrebbe espandersi se fossero disponibili unicamente i fondi interni.

siderevole per le PMI, il che a sua volta può accrescere i rischi di credito nel settore societario e anche incidere negativamente sulla produttività nell'economia. Queste considerazioni sembrano assumere ancora maggior rilievo in questo periodo, poiché durante la crisi finanziaria le fonti di finanziamento delle società sono diminuite e la disponibilità di strumenti di finanziamento si è ridotta.

Per dare un'idea dell'importanza del finanziamento esterno delle imprese in base alle loro dimensioni, si riporta nella figura 8 la percentuale

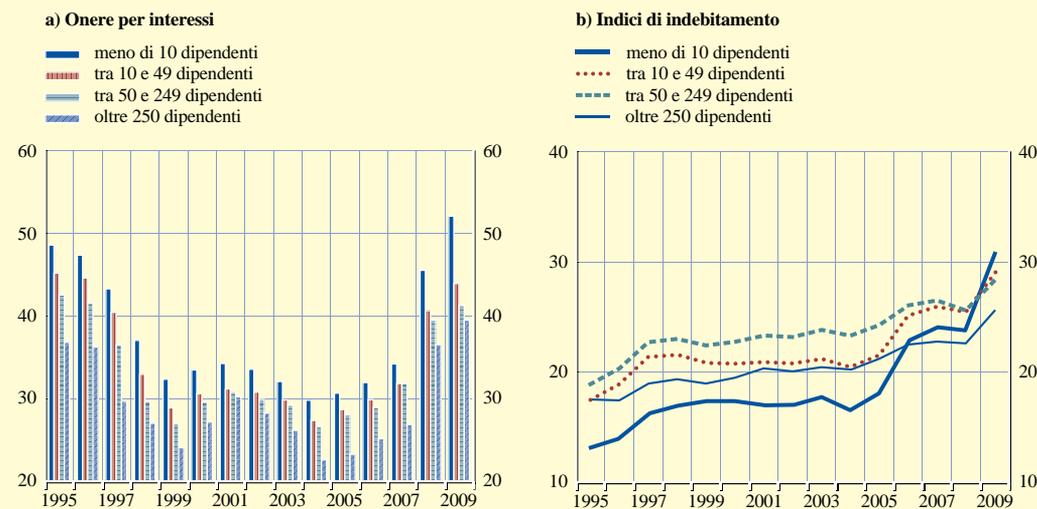
16) Cfr. anche l'articolo *La crisi finanziaria alla luce dei conti dell'area dell'euro nella prospettiva dei flussi di fondi* nel numero di ottobre 2011 di questo Bollettino.

17) Sui recenti andamenti del credito al commercio, cfr. il riquadro *L'impiego dei crediti commerciali da parte delle imprese non finanziarie dell'area dell'euro* nel numero di aprile 2011 di questo Bollettino.

18) Per una rassegna, cfr. *Corporate finance in the euro area*, Occasional Paper della BCE, n. 63, giugno 2007.

**Figura 9 Spesa per interessi e indici di indebitamento in base alla dimensione delle imprese**

(valori percentuali)



Fonti: Bureau van Dijk (banca dati AMADEUS) ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'onere per interessi corrisponde al rapporto tra spesa per interessi e utili al lordo di interessi, imposte, ammortamenti e accantonamenti, sommati ai proventi finanziari.

di imprese che ricorrono al finanziamento esterno per sostenere la propria crescita<sup>19)</sup>.

Dalla figura emergono due fatti stilizzati. In primo luogo, una larga parte delle piccole imprese ha mostrato la tendenza a ricorrere al finanziamento esterno alla fine degli anni '90 per crescere a un tasso superiore a quello determinato esclusivamente dalle risorse interne. In secondo luogo, questa proporzione è diminuita nel tempo poiché si è ridotta la capacità delle imprese di sostenere la spesa per interessi mediante il reddito generato. Infatti, l'indice dell'onere per interessi, che rispecchia l'impatto combinato delle variazioni dei tassi di interesse (connesse alle generali condizioni di credito a livello di paese) nonché della redditività delle società e dei loro livelli di indebitamento, aveva già iniziato ad aumentare nel 2005 per raggiungere un livello massimo nel 2009, ultimo anno dell'analisi (cfr. figura 9). Nel complesso, se da un lato l'onere per interessi è stato in proporzione superiore per le piccole imprese, dall'altro i loro indici di indebitamento sono aumentati durante la crisi finanziaria fino al 2009.

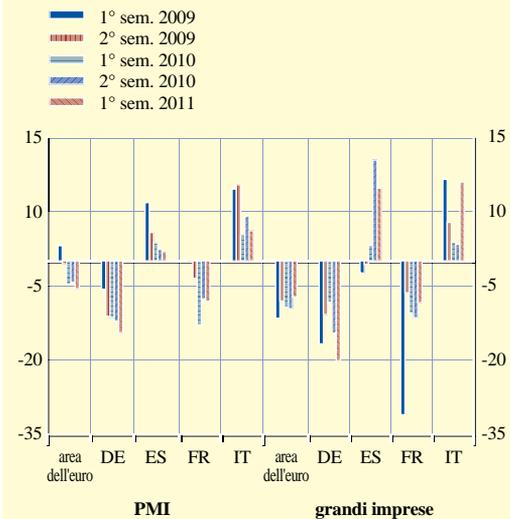
Le informazioni fornite direttamente dalle imprese attraverso un'indagine a livello di singola impresa su un campione di società non finanziarie nell'UE (l'indagine sull'accesso al credito delle PMI nell'area dell'euro)<sup>20)</sup> illustrano gli andamenti più recenti del debito societario per le varie dimensioni aziendali. Questa indagine è stata condotta cinque volte tra l'estate del 2009 e il settembre del 2011 e pertanto rispecchia le valutazioni delle imprese sulla dinamica di breve periodo relativa al fabbisogno di finanziamento e all'accesso al credito con l'acuirsi della crisi finanziaria. In particolare, le imprese hanno segnalato che l'ammontare del loro debito rispetto alle attività detenute aveva mostrato la tendenza a diminuire a livello dell'area

19) L'analisi presentata in questa sezione si basa su dati a livello di impresa, desunti dalla banca dati AMADEUS predisposta da Bureau van Dijk. Il campione comprende principalmente imprese non finanziarie non quotate che non appartengono ai settori dell'agricoltura, della silvicoltura, della pesca e dell'estrazione mineraria e che provengono da nove paesi dell'area dell'euro (BE, DE, ES, GR, FR, IT, NL, PT e FI). Il campione è costituito da circa 300.000 imprese presenti almeno per quattro anni consecutivi nel periodo 1994-2009.

20) Per maggiori informazioni in merito all'indagine, nonché per i rapporti sulle singole edizioni, cfr. il sito Internet <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>.

**Figura 10 Rapporto tra debito e attività totali**

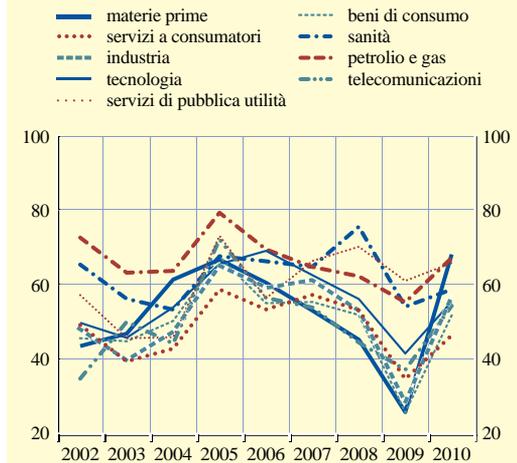
(sul semestre precedente; percentuale netta delle imprese interpellate)



Fonte: indagine della BCE e della Commissione europea sull'accesso al credito delle piccole e medie imprese nell'area dell'euro. Nota: le percentuali nette corrispondono alla differenza tra le imprese che segnalano un aumento per un dato fattore e quelle che ne segnalano un calo.

**Figura 11 Imprese con un fabbisogno finanziario positivo suddivise per settore**

(valori percentuali)



Fonti: Thompson Datastream ed elaborazioni della BCE. Nota: l'indicatore mostra la percentuale di imprese con un fabbisogno finanziario positivo. Il fabbisogno finanziario è dato dagli investimenti fissi meno i fondi interni disponibili delle imprese divisi per gli investimenti fissi. Gli investimenti in immobilizzazioni non finanziarie sono calcolati come differenza tra immobilizzazioni materiali e immateriali più l'ammortamento. Il flusso di cassa netto è definito come il flusso di cassa (utile nel periodo più ammortamento) al netto dell'aumento delle attività correnti diverse da quelle di cassa (scorte più crediti) sommato all'aumento dei crediti commerciali.

dell'euro dall'inizio dell'indagine (cfr. figura 10), indicando il tentativo di ridurre la leva finanziaria, che sembra essere più rilevante per le grandi imprese rispetto alle PMI. A livello di paese, le società spagnole e, in misura minore, quelle italiane hanno riportato un ulteriore aumento dei rispettivi indici di indebitamento durante il 2010 e il 2011. È interessante notare che tali dinamiche ricalcano i macro-andamenti riportati nella figura 5.

L'indagine fornisce altresì informazioni utili sul fattore che ha maggiormente limitato l'accesso al finanziamento da parte delle PMI tra il 2009 e il 2011. Sebbene oltre un terzo delle imprese abbia asserito di non aver incontrato ostacoli nell'ottenere finanziamenti a livello dell'area dell'euro, le difficoltà di finanziamento esistenti sono state principalmente connesse alla mancanza di sufficienti garanzie reali o

personali e ai tassi di interesse o ai prezzi considerati troppo elevati.

Per quanto riguarda i principali settori industriali, la figura 11 mostra l'evoluzione temporale del fabbisogno finanziario delle grandi società quotate. L'indicatore mostra la percentuale di imprese con un fabbisogno finanziario positivo, vale a dire la percentuale di imprese i cui investimenti non sono coperti internamente dai flussi di cassa, e che pertanto devono finanziarsi mediante il ricorso a fonti esterne. Poiché le società quotate hanno accesso a varie fonti di finanziamento (titoli e prestiti) e possono sfruttare al meglio le opportunità di crescita a livello mondiale nei mercati internazionali, si presume che queste imprese abbiano minori difficoltà nell'accesso al finanziamento esterno. Di conseguenza, il ricorso al finanziamento esterno delle società quotate appartenenti a un

determinato settore dovrebbe rifletterne da vicino l'esigenza effettiva<sup>21)</sup>.

L'indicatore indica con chiarezza la prociclicità del fabbisogno finanziario, ma mostra anche differenze strutturali tra comparti. Le società appartenenti ai settori del petrolio e del gas, della sanità e dei servizi di pubblica utilità si avvalgono in misura maggiore del finanziamento esterno, circostanza che potrebbe rispecchiare i tassi di investimento eccezionalmente elevati in questi comparti. Per contro, le imprese nei settori delle materie prime e dei beni di consumo fanno un ricorso meno intensivo al finanziamento esterno, ma ciò è ascrivibile con ogni probabilità non a utili elevati, bensì a investimenti contenuti. La crisi economica e finanziaria ha avuto un impatto sulle esigenze di finanziamento settoriali che è sostanzialmente analogo per tutti i comparti. Nel 2009 la percentuale di imprese che necessitavano di finanziamento esterno ha raggiunto il livello più basso dall'inizio del 2000 in tutti i settori ad eccezione di quello dei servizi di pubblica utilità.

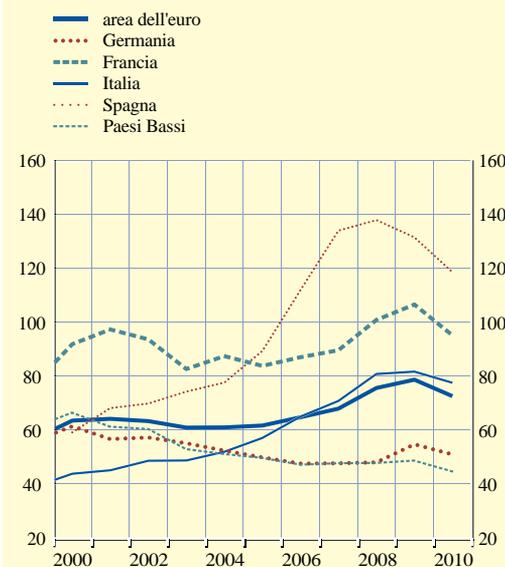
## 5 SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE NELL'AREA DELL'EURO

Pur avendo registrato una certa diminuzione dal 2009 nel corso della crisi finanziaria, gli indici di indebitamento delle società non finanziarie rimangono storicamente elevati (cfr. riquadro nella sezione 2). Al contempo, i dati sul livello degli indici di indebitamento da soli non sono sufficienti per valutare la sostenibilità del debito. Anche la solidità delle imprese in termini di produzione di redditi, nonché i tassi di interesse e la distribuzione per scadenze del debito delle imprese concorrono a stabilire tale sostenibilità.

Un fattore importante per la valutazione della sostenibilità del debito è l'onere per il servizio del debito delle imprese. Questo corrisponde all'onere combinato derivante dalla spesa per interessi e dagli obblighi di rimborso del debito. La figura 12 mostra l'onere per il servizio

**Figura 12 Onere per il servizio del debito delle società non finanziarie in alcuni paesi dell'area dell'euro**

(in percentuale del margine operativo lordo)



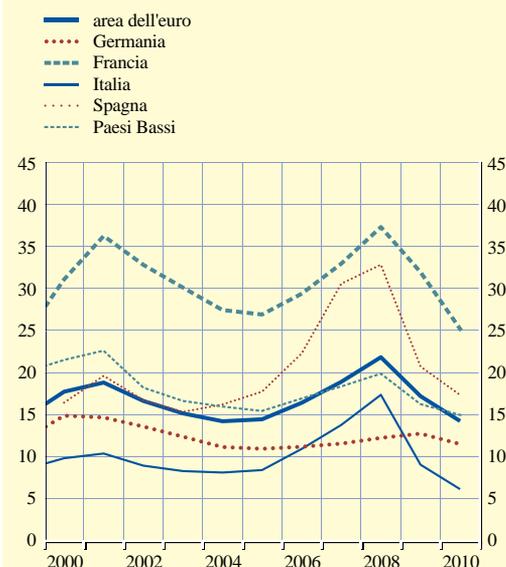
Fonti: BCE, Dealogic (scadenza dei titoli di debito), indagine dell'ENSR per il 2002 (scadenza dei prestiti bancari).  
Nota: l'onere per il servizio del debito corrisponde alla somma della spesa lorda per interessi e dei rimborsi del debito stimati (sulla base degli importi in essere relativi a prestiti a lungo termine netti, titoli di debito a lungo termine e riserve dei fondi pensione, nonché delle scadenze medie del debito), calcolata in percentuale del margine operativo lordo.

del debito in relazione al margine operativo lordo delle società non finanziarie. Tale variabile nell'area dell'euro ha mostrato la tendenza a ridursi dal picco del 2009. L'andamento è legato al calo della spesa lorda per interessi da parte delle società non finanziarie dell'area dell'euro tra l'ultimo trimestre del 2008 e il secondo del 2010 e a una ripresa del margine operativo lordo nel 2010, mentre il rimborso del debito è rimasto sostanzialmente stabile. Nei cinque maggiori paesi dell'area dell'euro, l'onere per il servizio del debito delle società non finanziarie è aumentato fino al 2008 in Spagna e fino al 2009 in Francia e Italia, per poi segnare un certo calo. In linea con le evidenze presentate

21) L'approccio è simile a quello proposto per le società quotate statunitensi in Rajan, G.R. e L. Zingales (1998), "Financial Dependence and Growth", *The American Economic Review*, vol. 88(3), pp. 559-586.

**Figura 13 Onere per interessi delle società non finanziarie in alcuni paesi dell'area dell'euro**

(in percentuale del margine operativo lordo)



Fonte: BCE.  
Nota: rapporto tra spesa lorda per interessi e margine operativo lordo.

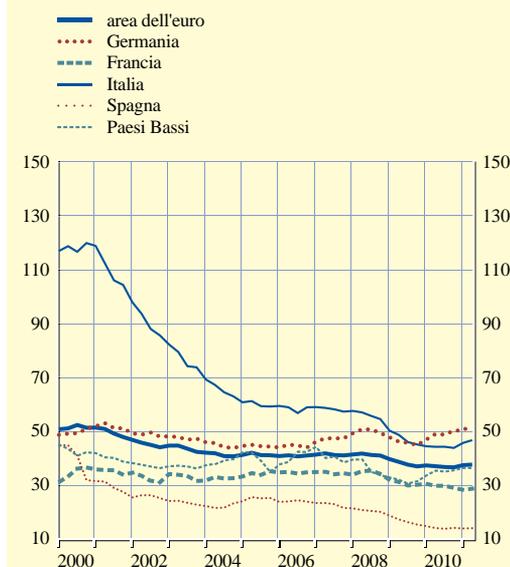
nella figura 13 sull'onere per interessi, l'onere per il servizio del debito è superiore alla media dell'area dell'euro per le società non finanziarie francesi e spagnole, mentre è inferiore in Germania e Paesi Bassi. In questi due paesi, è lievemente diminuito per la maggior parte del periodo in esame.

Analizzando esclusivamente l'onere per interessi delle società non finanziarie, il calo di quest'ultimo nel 2009 e nel 2010, in percentuale sul margine operativo lordo, risulta evidente nella figura 13. Per le società non finanziarie dell'area dell'euro, questo rapporto è sceso dal livello massimo del 22 per cento nell'ultimo trimestre del 2008 al 15 per cento nel secondo trimestre del 2011. Nei cinque maggiori paesi dell'area dell'euro l'onere per interessi si è ridotto nettamente dopo il 2008, ad eccezione della Germania dove è rimasto sostanzialmente stabile.

Anche la distribuzione per scadenze del debito delle società fornisce alcune indicazioni sul-

**Figura 14 Rapporto tra debito a breve e lungo termine delle società non finanziarie in alcuni paesi dell'area dell'euro**

(valori percentuali)



Fonte: BCE.  
Nota: il debito comprende tutte le tipologie di prestiti, i titoli di debito e le riserve dei fondi pensione.

la presenza di rischi di tasso di interesse e di liquidità ed è pertanto importante ai fini della valutazione della sostenibilità del debito. In genere, una quota minore di debito a breve termine riduce la vulnerabilità delle società in quanto i rimborsi del debito e il rinnovo dello stesso si verificano con minore frequenza.

Durante la crisi finanziaria, la struttura per scadenza del debito delle società non finanziarie si è modificata in quanto è diminuito il debito a breve termine in proporzione a quello a lungo termine, dal 42 per cento del secondo trimestre del 2008 al 37 per cento nel quarto trimestre del 2010, rimanendo in seguito sostanzialmente stabile fino al secondo trimestre del 2011 (cfr. figura 14). Il calo dell'incidenza del debito a breve termine delle società non finanziarie è stato generalizzato nei maggiori paesi dell'area dell'euro, ad eccezione della Germania. In Germania e Italia le imprese avevano la quota più elevata di debito a breve termine, mentre per le imprese francesi e spagnole la percentuale era inferiore alla media dell'area dell'euro.

**Scadenza media delle obbligazioni societarie in alcuni paesi dell'area dell'euro**

(in anni)	1999-2007	2008	2009	2010	2011
Belgio	12,4	6,0	8,7	6,0	7,1
Germania	4,7	5,1	5,9	5,0	4,8
Irlanda	8,8	9,0	7,0	8,4	9,0
Grecia	7,8	5,0	7,5	8,5	5,8
Spagna	7,3	10,1	8,0	6,2	9,2
Francia	6,3	6,7	7,5	9,2	8,3
Italia	8,5	8,8	8,9	8,3	7,3
Lussemburgo	7,5	5,7	8,9	11,2	10,2
Paesi Bassi	7,6	9,7	8,3	8,6	8,7
Austria	7,6	5,3	7,3	8,1	7,8
Portogallo	7,5	7,2	7,8	7,8	7,0
Finlandia	6,8	5,0	8,0	5,7	6,1

Fonte: Dealogic.

Per quanto riguarda il debito contratto sul mercato, tra il 2010 e il 2011, la scadenza media delle obbligazioni societarie è scesa nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro riportati nella tavola 1. Allo stesso tempo, si è avuta una notevole eterogeneità tra i paesi. Per i cinque più grandi, tra il 2010 e il 2011, la scadenza media delle obbligazioni societarie si è ridotta considerevolmente in Francia e Italia, mentre è aumentata soprattutto in Spagna ed è rimasta sostanzialmente stabile in Germania e Paesi Bassi. Inoltre, sempre tra le cinque maggiori economie dell'area dell'euro, la scadenza media delle obbligazioni societarie più bassa si è osservata in Germania.

Benché non esistano evidenze certe nella letteratura sul livello di debito ottimale nell'economia, valori elevati sono fonte di vulnerabilità poiché accrescono la fragilità delle società a fronte delle variazioni del ciclo economico, dell'inflazione e dei tassi di interesse. Inoltre, quando gli indici di indebitamento superano un certo livello, le crisi finanziarie diventano più probabili e anche più gravi e tendono a essere seguite da protratti periodi di riduzione del debito<sup>22)</sup>. Alcune economie, tuttavia, possono essere in grado di sostenere livelli di leva finanziaria molto più alti rispetto ad altre, per effetto di caratteristiche istituzionali specifiche del paese, in particolare relative al sistema finanziario, o di differenziali di produttività che danno luogo a una crescita

economica relativa più elevata. Pertanto, l'indice di leva finanziaria non dovrebbe essere considerato come un indicatore preciso della sostenibilità, bensì andrebbe valutato unitamente ad altri fattori. Nondimeno, suoi aumenti significativi o rapidi rispetto alle tendenze di lungo periodo oppure a fronte dei rispettivi incrementi in paesi simili possono indicare una forte espansione del credito che potrebbe non essere giustificata dai fondamentali macroeconomici<sup>23)</sup>.

Un'analisi condotta di recente dalla BRI in merito all'impatto del debito sull'attività economica per un campione di paesi dell'OCSE mostra che vi sono soglie per il debito oltre le quali l'incremento del debito riduce la crescita tendenziale<sup>24)</sup>. La figura 15 mostra la relazione tra il rapporto debito/PIL dell'area dell'euro e la crescita del

22) Cfr. Tang, G. e C. Upper, "Debt reduction after crises", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2010.

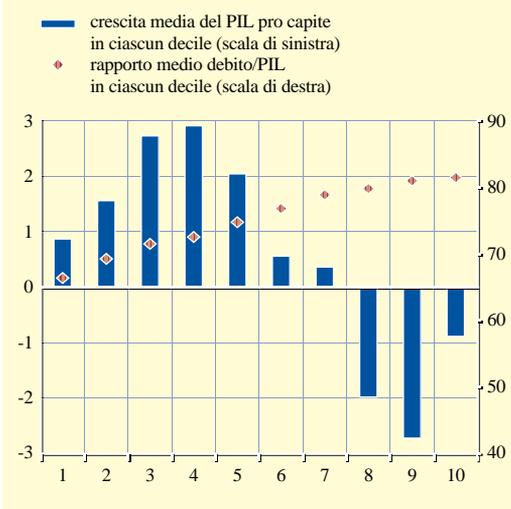
23) Ad esempio, nell'elaborazione del quadro di valutazione (*scoreboard*) per la sorveglianza degli squilibri macroeconomici, la Commissione europea ha di recente considerato alcune soglie connesse ai rapporti debito/PIL e flusso di credito/PIL per il settore privato (società non finanziarie e famiglie) nel suo complesso. La soglia del debito in rapporto al PIL (160 per cento) corrisponde al quartile superiore utilizzando le informazioni per il periodo 1994-2007 nell'UE27.

24) Cecchetti, S.G., M.S. Mohanty e F. Zampolli (2011), *The real effects of debt*, Working Paper della BRI, n. 352. Nella ricerca della BRI, la soglia stimata per il settore delle società oltre la quale un aumento del rapporto debito/PIL determina un rallentamento del PIL è pari a circa il 90 per cento. La serie del debito è definita su base non consolidata.



**Figura 15 Debito e crescita del prodotto**

(valori percentuali e tasso di crescita sul periodo corrispondente)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Nota: il debito comprende prestiti (esclusi quelli intersocietari), titoli di debito e riserve dei fondi pensione, mentre il prodotto è dato dalla crescita del PIL pro capite. I dati si riferiscono al periodo marzo 1999-giugno 2011.

PIL pro capite nel periodo 1999-2011. La relazione è calcolata ripartendo la crescita del PIL pro capite dell'area dell'euro sulla distribuzione per decili del rapporto debito aggregato dell'area dell'euro/PIL (nella cui definizione non rientrano i prestiti intersocietari). La crescita media del PIL pro capite aumenta dal primo decile al quarto, che corrisponde a un rapporto medio debito/PIL pari al 73 per cento. Con l'aumento dell'indice di leva finanziaria il tasso di crescita del PIL diminuisce e negli ultimi decili diventa negativo. Per un raffronto con i dati disponibili più recenti, il debito aggregato in rapporto al PIL nell'area dell'euro ha raggiunto il 79 per cento nel secondo trimestre del 2011, mentre il tasso di crescita sul periodo corrispondente del PIL pro capite si è collocato all'1,6 per cento. La figura 15 mostra che, storicamente, livelli più elevati del rapporto debito/PIL sono stati effettivamente associati nell'area dell'euro a tassi di crescita in-

feriori (e negativi) del prodotto pro capite. Questa semplice analisi, tuttavia, non può fornire alcuna indicazione in merito all'andamento futuro della leva finanziaria e al probabile impatto sulla crescita del prodotto.

## 6 CONCLUSIONE

Nel complesso, le società non finanziarie dell'area dell'euro hanno accumulato livelli elevati di debito prima della crisi finanziaria, cominciata alla fine dell'estate 2007. Pur avendo iniziato a ridursi gradualmente nel corso della crisi finanziaria, gli indici di indebitamento si sono mantenuti su un livello elevato fino al secondo trimestre del 2011, come si può vedere da un confronto storico con i dati delle imprese non finanziarie statunitensi.

Tra i paesi e i settori dell'area dell'euro, gli indici di indebitamento delle società non finanziarie sono eterogenei, soprattutto per quanto riguarda i livelli registrati al momento dello scoppio della crisi finanziaria, ma anche in relazione alla velocità di riduzione della leva finanziaria dalla metà del 2009. Ciò nonostante, dalla metà del 2009 il rapporto debito/attività finanziarie ha iniziato a diminuire nella maggior parte dei cinque maggiori paesi dell'area dell'euro, sostanzialmente in linea con la dinamica complessiva dell'area. Analogamente, dal 2009 è diminuito nei vari settori il fabbisogno di finanziamento esterno delle società non finanziarie.

Quanto alla sostenibilità del debito, le società non finanziarie dell'area dell'euro hanno in qualche misura ridotto la loro vulnerabilità dal 2009 poiché è sceso l'onere per il servizio del debito. Ciò nonostante, il livello di indebitamento rimane storicamente elevato, un'importante fonte di vulnerabilità per le prospettive del settore, in particolare per quanto concerne i rischi associati a un maggiore costo del debito.

# I FLUSSI FINANZIARI TRANSFRONTALIERI DELL'AREA DELL'EURO

ARTICOLI

I flussi finanziari transfrontalieri dell'area dell'euro

*Dall'introduzione della moneta unica nel 1999, l'Unione monetaria europea ha concorso in misura fondamentale al processo di integrazione finanziaria non soltanto all'interno dell'area dell'euro ma anche su scala internazionale. La crisi finanziaria mondiale iniziata alla metà del 2007 e giunta al culmine dopo il tracollo di Lehman Brothers nel settembre 2008 ha improvvisamente interrotto il costante avanzamento di tale processo a livello globale. In questo contesto, il presente articolo esamina il ruolo dell'area*

*dell'euro nell'attività finanziaria transfrontaliera su scala mondiale sia prima sia dopo lo scoppio della crisi.*

## I IL RUOLO DELL'AREA DELL'EURO NELL'ATTIVITÀ FINANZIARIA TRANSFRONTALIERA SU SCALA MONDIALE

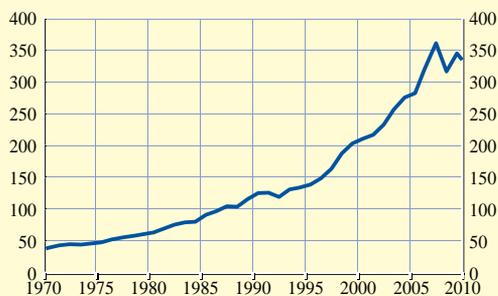
Il processo di integrazione finanziaria mondiale si manifesta attraverso l'incremento costante dei flussi transfrontalieri di capitale e l'accumulo di attività e passività sull'estero ampie e crescenti, che possono ad esempio assumere la forma di: investimenti di portafoglio in obbligazioni o azioni, investimenti diretti esteri in imprese o prestiti fra residenti di paesi diversi <sup>1)</sup>. I suddetti flussi costituiscono quindi, nel loro insieme, una misura aggregata dell'entità delle transazioni in attività finanziarie e – più in generale – dell'intensità dei collegamenti finanziari tra economie diverse.

Fra il 1980 e l'inizio della crisi finanziaria internazionale nel 2007 l'incidenza delle attività e delle passività globali verso l'estero sul PIL mondiale è aumentata di sei volte, da circa il 60 a oltre il 360 per cento, il che corrisponde una crescita media annua superiore al 10 per cento (cfr. figura 1). Nello stesso periodo la quota dei flussi finanziari globali lordi sul PIL mondiale è salita a ritmi altrettanto elevati, passando dal 6 al 36 per cento. Gli scambi di attività misurati su questa base restano inferiori a quelli di beni e servizi, che nel periodo considerato hanno tuttavia evidenziato una dinamica molto più debole salendo da circa il 40 ad approssimati-

1) Una presentazione più dettagliata di una possibile categorizzazione dei flussi finanziari internazionali e della loro rappresentazione nelle statistiche di bilancia dei pagamenti è fornita nella sezione 2.

**Figura 1 Attività e passività finanziarie totali in essere sull'estero**

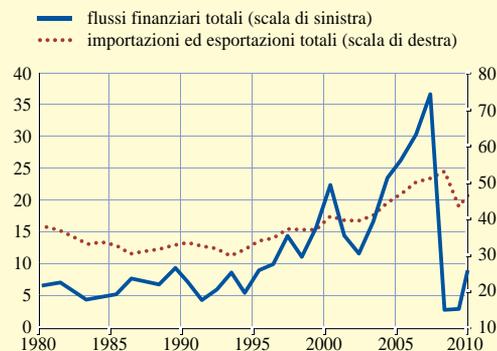
(in percentuale del PIL mondiale)



Fonti: FMI ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
 Note: L'ultima osservazione si riferisce al 2010. I dati si basano sulle statistiche finanziarie internazionali (*International Financial Statistics*, IFS) dell'FMI e le lacune di queste ultime vengono colmate utilizzando la metodologia presentata in Lane, P.R. e Milesi-Ferretti, G.M., "The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004", *Journal of International Economics*, Vol. 73, n. 2, 2007, pagg. 223-250.

**Figura 2 Flussi finanziari totali sull'estero e importazioni ed esportazioni totali di beni**

(in percentuale del PIL mondiale)



Fonte: *World Economic Outlook* dell'FMI.  
 Nota: L'ultima osservazione si riferisce al 2010.

vamente il 50 per cento del PIL mondiale (cfr. figura 2).

La crisi è stata accompagnata da un crollo degli scambi sia di beni sia di attività finanziarie. Fra il 2007 e il 2008 gli investimenti transfrontalieri su scala mondiale, misurati dai flussi globali di capitale dal lato delle attività e delle passività, sono scesi da oltre 20.000 a circa 1.500 miliardi

di dollari statunitensi, passando da più del 35 a meno del 5 per cento del PIL mondiale (cfr. figura 2). Hanno poi registrato una ripresa costante e superano oggi i 10.000 miliardi di dollari su base annua. Ciò mostra che il processo di crescente integrazione finanziaria ha subito una battuta d'arresto solo temporanea per effetto della crisi e che l'economia mondiale continuerà verosimilmente a cogliere anche in futuro i con-

#### Riquadro I

### I BENEFICI E LE SFIDE CONNESSI ALL'INTEGRAZIONE FINANZIARIA TRANSFRONTALIERA

Gran parte della letteratura in materia di integrazione finanziaria internazionale concorda nell'affermare che gli investimenti transfrontalieri su scala mondiale beneficiano sia le economie investitrici sia quelle destinatarie e che, in particolare sugli orizzonti lunghi, i vantaggi possono essere consistenti<sup>1)</sup>.

In primo luogo, le attività e le passività sull'estero permettono alle economie di condividere i rischi connessi ai cicli economici interni<sup>2)</sup>. Permettendo a un paese di finanziarsi durante le fasi di rallentamento e di prestare fondi in quelle di ripresa, l'apertura finanziaria migliora la condivisione dei rischi connessi al reddito e ai consumi riducendo al tempo stesso la volatilità di questi ultimi. L'effetto anticiclico dei mercati mondiali dei capitali sulle variabili reali riveste un ruolo particolarmente importante, poiché gli *shock* sono di norma temporanei o idiosincratichi. Va inoltre aggiunto che una migliore condivisione dei rischi accresce a sua volta la capacità dei singoli paesi di specializzarsi nei settori più produttivi e, quindi, l'efficienza dell'economia<sup>3)</sup>.

I flussi finanziari internazionali sono in secondo luogo essenziali per indirizzare i capitali mondiali verso le aree in cui possono essere impiegati in modo più produttivo. Tale osservazione si basa sul modello di crescita neoclassico, il quale prevede che, nell'ipotesi di rendimenti marginali decrescenti, i capitali si dirigano dalle economie in cui il loro utilizzo frutta un rendimento marginale relativamente inferiore verso quelle in cui è maggiore. La possibilità di attingere a un *pool* di risorse internazionali influisce a sua volta sugli investimenti e sul prodotto di un'economia, in quanto permette a quest'ultima di accrescerli al di là dei vincoli imposti dal risparmio interno. In molti paesi emergenti, la capacità di risparmio è limitata dal basso livello dei redditi. Gli afflussi netti di capitali possono quindi integrare il risparmio interno e aumentare il livello di capitale utilizzato, aiutando l'economia destinataria ad accelerare la crescita e migliorare il tenore di vita della popolazione<sup>4)</sup>.

1) Cfr. Kaminsky, G.L. e Schmukler, S.L., *Short-run pain, long-run gain: the effects of financial liberalisation*, Working Paper dell'NBER, n. 9787, 2003.

2) Cfr. Fratzscher, M. e Imbs, J., "Risk sharing, finance, and institutions in international portfolios", *Journal of Financial Economics*, Vol. 94, n. 3, 2009, pagg. 428-447.

3) Cfr. Kalemli-Özcan, S., Sorensen, B. e Yosha, O., "Risk Sharing and Industrial Specialization: Regional and International Evidence", *American Economic Review*, Vol. 93, n. 3, 2003, pagg. 903-918.

4) Cfr. Levine, R., "International financial liberalization and economic growth", *Review of International Economics*, Vol. 9, n. 4, 2001, pagg. 688-702.

In terzo luogo, viene spesso affermato che la presenza di investitori esteri fa aumentare la produttività del paese destinatario. Ciò può ad esempio avvenire attraverso un contestuale trasferimento di conoscenze che non trova riflesso nei flussi di capitali<sup>5)</sup>. L'apertura finanziaria può inoltre esercitare un impatto positivo sull'efficienza del sistema bancario interno accrescendo lo spessore e l'ampiezza dei mercati finanziari nazionali e abbassando i costi connessi all'esistenza di mercati oligopolistici<sup>6)</sup>.

Esiste in quarto luogo un altro effetto indiretto – o “beneficio collaterale” – dell'integrazione finanziaria transfrontaliera, il quale emerge come conseguenza dell'effetto disciplinante che essa può esercitare sulle politiche economiche e sulla *governance* nel settore sia pubblico sia societario nel paese in questione<sup>7)</sup>. La letteratura sugli investimenti transfrontalieri riscontra di norma che gli investitori esteri sono particolarmente sensibili alle asimmetrie di informazione e preferiscono investire in economie con istituzioni solide e un'esperienza passata di stabilità macroeconomica<sup>8)</sup>. Nella misura in cui le autorità di un paese intendono godere di alcuni dei benefici richiamati in precedenza e quindi attrarre gli investimenti esteri, l'integrazione finanziaria può esercitare un impatto disciplinante sulle autorità nazionali incoraggiandole a riportare l'attenzione su politiche economiche e monetarie sostenibili e orientate verso la stabilità<sup>9)</sup>. Dal momento che una maggiore disciplina sul piano delle politiche si traduce in un'accresciuta stabilità macroeconomica, questo determina di per sé un'accelerazione dell'attività – al pari degli effetti diretti dell'integrazione finanziaria – come sottolineato nella letteratura recente in materia di crescita endogena.

Sullo sfondo della crisi finanziaria mondiale, il ruolo della disciplina e della stabilità macroeconomica si è recentemente spostato al centro del dibattito pubblico e della ricerca economica in materia di integrazione finanziaria internazionale. Ciò è dovuto al fatto che, nonostante gli effetti innegabilmente positivi dell'integrazione finanziaria sulla crescita e sul benessere generale della società nel lungo periodo, flussi di capitali non equilibrati possono altresì presentare problemi considerevoli e comportare rischi significativi per l'economia di un paese in presenza di politiche interne insostenibili che non perseguono un allineamento tra gli obiettivi di stabilità esterna e interna.

Afflussi netti di capitali ampi ed eccessivamente prolungati possono di fatto esercitare effetti macroeconomici indesiderabili, come ad esempio una rapida espansione monetaria e spinte inflazionistiche. Questo può gonfiare i prezzi delle attività e alimentare la crescita del credito, facendo aumentare il rischio di cicli di *boom* e *bust*. I flussi finanziari indotti da fattori volatili quali il comportamento gregario degli investitori e la ricerca di rendimenti più elevati possono, in un contesto di accresciuta propensione al rischio, dare origine ad anomalie nella fissazione

5) Cfr. Kose, M.A., Prasad, E.S. e Terrones, E.M., “Does Openness to International Financial Flows Raise Productivity Growth?”, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 28, n. 4, 2009, pagg. 554-580.

6) Cfr. Levine, R., “Finance and development: Issues and experience”, *Journal of International Economics*, Vol. 37, n. 3, 1994, pagg. 273-277.

7) Cfr. Kose, M.A., Prasad, E., Rogoff, K. e Wei, S.-J., “Financial Globalization: A Reappraisal”, *Staff Papers* dell'FMI, Vol. 56, n. 1, 2009, pagg. 8-62.

8) Per un approfondimento sul ruolo delle istituzioni, cfr. Alfaro, L., Kalemli-Özcan, S. e Volosovych, V., *Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions*, Working Paper dell'NBER, n. 11696, 2005; Fidora, M., Fratzscher, M. e Thimann, C., “Home bias in global bond and equity markets: the role of real exchange rate volatility”, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 26, n. 4, 2007, pagg. 631-655; Gelos, R.G. e Wei, S.-J., “Transparency and International Portfolio Holdings”, *Journal of Finance*, Vol. 60, n. 6, 2005, pagg. 2987-3020.

9) Cfr. “Financial Globalization and Monetary Policy Discipline: A Survey With New Evidence from Financial Remoteness”, *Staff Papers* dell'FMI, Vol. 56, n. 1, 2009, pagg. 198-221.

dei prezzi delle attività finanziarie e il connesso rischio di correzioni repentine può generare conseguenze gravose per l'economia reale. Al tempo stesso questi afflussi di natura speculativa potrebbero esercitare un impatto inferiore sulla crescita nel lungo periodo se fossero impiegati per finanziare investimenti interni speculativi o di bassa qualità.

L'insegnamento che può essere tratto dalla letteratura economica sull'integrazione finanziaria e i flussi transfrontalieri di capitale è quindi che, per poter godere dei vantaggi derivanti dall'integrazione finanziaria mondiale, sono necessarie politiche macroeconomiche equilibrate e sostenibili. Esse permettono infatti di richiamare flussi di capitale stabili ed equilibrati, i quali favoriscono la crescita di lungo periodo dell'economia. Le politiche economiche devono inoltre essere attentamente allineate agli obiettivi di sostenibilità esterna, poiché – in assenza di politiche economiche, monetarie e valutarie orientate verso la stabilità – la volatilità intrinseca nei flussi finanziari transfrontalieri può esercitare un impatto significativo su quella delle variabili macroeconomiche interne.

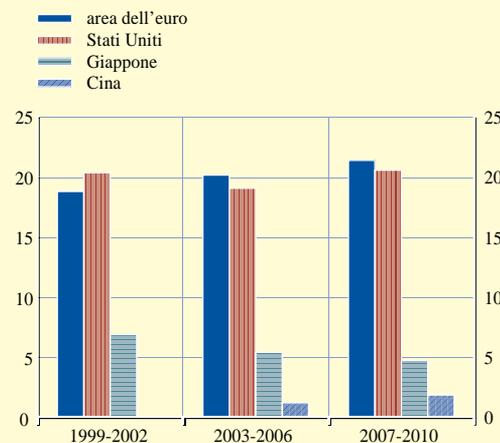
siderevoli benefici da esso offerti ai paesi partecipanti (come spiegato in maggiore dettaglio nel riquadro 1).

L'area dell'euro ha svolto un ruolo importante nella rapida espansione dei flussi transfrontalieri di capitale a livello mondiale, agevolando l'intensificazione dei collegamenti finanziari non solo al suo interno ma anche su scala internazionale. Per quanto riguarda i collegamenti tra paesi appartenenti all'area, la letteratura in materia di integrazione finanziaria offre ampi riscontri del fatto che l'Unione monetaria europea ha agito da catalizzatore promuovendo una crescita costante del grado di integrazione dei mercati finanziari europei e facendo impennare gli investimenti transfrontalieri all'interno dell'area<sup>2)</sup>. Con l'introduzione della moneta unica, l'Unione monetaria europea ha fatto altresì crescere i flussi finanziari con l'esterno dell'area e aumentare costantemente la quota di quest'ultima sul totale degli scambi mondiali di attività finanziarie (cfr. figura 3).

In base alle misure convenzionali del grado di integrazione finanziaria con il resto del mondo, l'area dell'euro figura al primo posto tra le principali economie mondiali. Fra il 2007 e il 2010 l'incidenza del suo *stock* di attività e passività verso l'estero sul totale globale è stata mediamente pari al 21 per cento, lievemente superiore a quella degli Stati Uniti. Ciò riflette il peso relativamente elevato delle due regioni sull'economia mondiale, ma anche la quota calcolata in

**Figura 3 Attività e passività sull'estero in percentuale del totale mondiale**

(valori medi; in percentuale del totale mondiale)



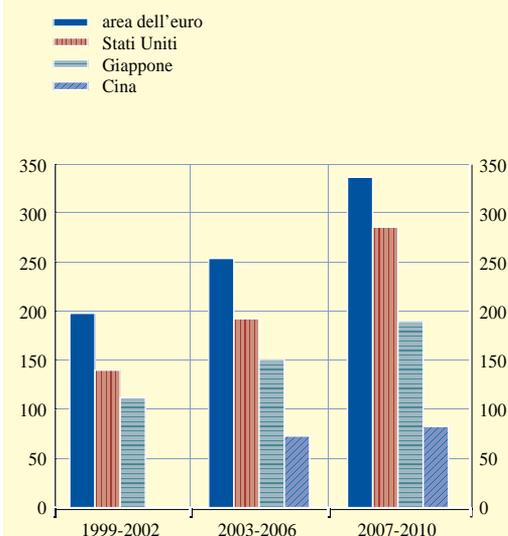
Fonti: FMI, BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
 Note: i dati riferiti all'area dell'euro sono al netto degli investimenti transfrontalieri interni all'area<sup>1)</sup>. Le statistiche concernenti la Cina sono disponibili soltanto per il periodo 2005-09.  
 1) Cfr. nota alla figura 1.

rapporto al rispettivo PIL è maggiore nell'area che negli Stati Uniti e nelle altre economie principali (cfr. figura 4). Tale profilo appare anco-

2) Cfr. Lane, P. R., "Global Bond Portfolios and EMU", *International Journal of Central Banking*, Vol. 2, n. 2, 2006, pagg. 1-23. Cfr. anche gli articoli *Il contributo della BCE e dell'Eurosistema all'integrazione finanziaria europea e il processo di integrazione dei mercati finanziari in Europa*, rispettivamente nei numeri di maggio 2006 e maggio 2003 di questo Bollettino.

**Figura 4 Attività e passività sull'estero in percentuale del PIL rispettivo**

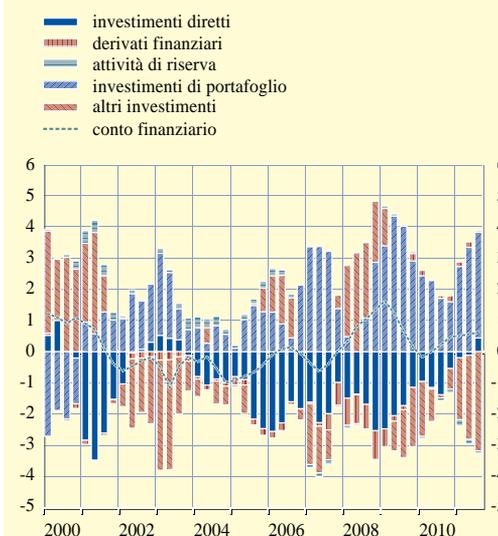
(valori medi; in percentuale del PIL)



Fonti: FMI, BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
 Note: i dati riferiti all'area dell'euro sono al netto degli investimenti transfrontalieri interni all'area<sup>1)</sup>. Le statistiche concernenti la Cina sono disponibili soltanto per il periodo 2005-09.  
 1) Cfr. nota alla figura 1.

**Figura 5 Conto finanziario dell'area dell'euro per tipologia di investimento**

(flussi trimestrali; somma di quattro trimestri in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.  
 Nota: l'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre del 2011.

ra più pronunciato quando l'attività finanziaria transfrontaliera delle singole economie – in termini sia di *stock* e flussi sia di attività e passività – viene messa a confronto con misure di quella interna quali la capitalizzazione di borsa, la quota delle consistenze in essere di titoli di debito e gli scambi totali nei mercati finanziari a livello nazionale.

Di conseguenza l'area dell'euro non solo svolge un ruolo prominente nei mercati finanziari internazionali (evidenziato dalla sua forte incidenza sul totale di *stock* e flussi finanziari globali), ma presenta anche un grado elevato di integrazione finanziaria con il resto del mondo (come mostra il livello elevato degli *stock* e dei flussi di attività e passività verso l'estero in rapporto al suo PIL). Ciò segnala nell'insieme l'importanza dei flussi transfrontalieri di capitali dell'area per la valutazione degli andamenti nei mercati finanziari mondiali, oltre che per l'analisi dell'impatto di questi ultimi sul settore finanziario e l'economia reale dell'area.

Questo articolo analizza le principali tendenze dell'attività finanziaria transfrontaliera dell'area dell'euro dall'avvio dell'Unione monetaria europea, ponendo particolare enfasi sugli sviluppi successivi allo scoppio della crisi finanziaria mondiale nel 2007. Considera inoltre alcune determinanti di rilievo dei flussi di capitali dell'area nel periodo recente, per poi concludere con un esame delle implicazioni sul piano delle politiche.

## 2 TENDENZE DELL'ATTIVITÀ FINANZIARIA TRANSFRONTALIERA DELL'AREA DELL'EURO

Le operazioni finanziarie transfrontaliere dell'area dell'euro sono rappresentate nel conto finanziario della bilancia dei pagamenti dell'area (come brevemente descritto nel riquadro 2). Dall'avvio dell'Unione monetaria europea, tale conto si è mantenuto stabile e, nel contempo, in sostanziale equilibrio. Di fatto, dal 1999 il suo saldo in percentuale del PIL è

## IL CONTO FINANZIARIO DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI DELL'AREA DELL'EURO

Le operazioni economiche tra l'area dell'euro e il resto del mondo sono registrate nella bilancia dei pagamenti dell'area<sup>1)</sup>. In una bilancia dei pagamenti il saldo del conto corrente sommato a quello del conto capitale – di norma molto inferiore in gran parte delle principali economie avanzate ed emergenti – fornisce (fatti salvi errori e omissioni) un risultato pari al saldo del conto finanziario, che include tutte le operazioni con l'estero aventi per oggetto capitali finanziari<sup>2)</sup>. Nel caso specifico dell'area dell'euro, il conto finanziario registra soltanto le operazioni con il resto del mondo (escludendo cioè quelle tra i paesi membri) dividendole in cinque categorie: investimenti diretti, investimenti di portafoglio, derivati finanziari, altri investimenti e attività di riserva.

Gli investimenti diretti riflettono l'obiettivo di un soggetto residente in una determinata economia di ottenere un interesse durevole in una società residente in un'altra. Il concetto di interesse durevole implica sia l'esistenza di un rapporto economico di lungo periodo sia un grado significativo di influenza sulla gestione dell'impresa da parte dell'investitore. In linea con gli standard e le migliori prassi internazionali, come stabilito nel Manuale della bilancia dei pagamenti (*Balance of Payments Manual*) del Fondo monetario internazionale, per investimenti diretti esteri si intendono le operazioni attraverso le quali il soggetto acquirente ottiene una partecipazione non inferiore al 10 per cento della società oggetto dell'investimento.

Gli investimenti di portafoglio includono le transazioni in titoli di debito e in azioni e altre partecipazioni, al netto di quanto iscritto fra gli investimenti diretti o le attività di riserva (cfr. oltre). I derivati finanziari sono strumenti finanziari collegati a un'attività o a un indice sottostante specifico. Le tipologie più comuni sono rappresentate da opzioni, *future*, *swap*, acquisti e vendite a termine di valuta e derivati creditizi.

Le attività di riserva dell'area dell'euro sono costituite dalle attività sull'estero dell'Eurosistema, vale a dire dalle attività di riserva detenute dalla BCE e dalle banche centrali nazionali degli Stati membri dell'UE appartenenti all'area dell'euro. Comprendono oro monetario, diritti speciali di prelievo, posizioni di riserva presso il Fondo monetario internazionale, attività in valuta (composte da banconote, monete e depositi, oltre che da titoli) e altri crediti.

Gli "altri investimenti" sono infine una categoria residua in cui rientrano tutte le operazioni finanziarie con l'estero che non sono comprese nelle altre quattro componenti del conto finanziario e non riflettono variazioni delle attività di riserva dell'area dell'euro. Vi figurano più in particolare i prestiti e i depositi sull'estero, oltre che i crediti commerciali e altre attività e passività.

- 1) Nella compilazione delle sue statistiche esterne la BCE segue le raccomandazioni del Manuale della bilancia dei pagamenti dell'FMI.
- 2) Per semplificare, e seguendo la prassi comune nella letteratura economica, in questo articolo le espressioni "flussi finanziari e "flussi di capitali" vengono utilizzate con riferimento alle operazioni registrate nel conto finanziario.

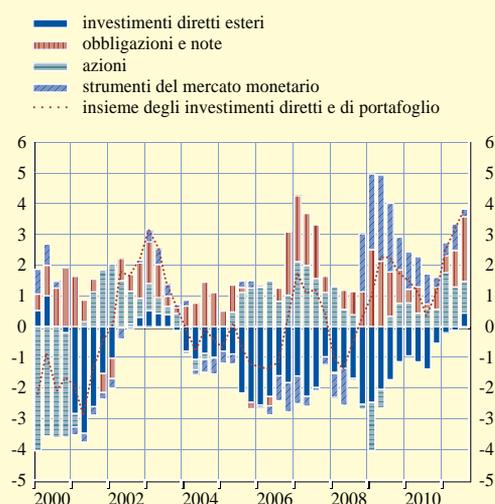
mediamente pari allo 0,1 per cento e compreso entro un intervallo ristretto di circa  $\pm 1$  per cento (cfr. figura 5).

L'area dell'euro si finanzia soprattutto attraverso gli investimenti di portafoglio e dal 2001 ne

è importatrice netta sia nel comparto dei titoli di debito (sotto forma di obbligazioni, *note* e strumenti del mercato monetario), riflettendo l'entità e lo spessore del mercato di tali prodotti, sia in quello delle azioni (cfr. figure 5 e 6).

**Figura 6 Insieme degli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro**

(flussi trimestrali; somma di quattro trimestri in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre del 2011.

Al tempo stesso è tipicamente esportatrice netta d'investimenti diretti esteri, in particolare azioni e altre partecipazioni, oltre che – in misura minore – utili reinvestiti e debito (principalmente, prestiti intersocietari).

L'esistenza di deflussi netti per investimenti diretti esteri generalmente controbilanciati da afflussi netti per investimenti di portafoglio costituisce una caratteristica comune dei flussi finanziari transfrontalieri delle economie avanzate, per i motivi esposti qui di seguito. In primo luogo, tali economie presentano mercati mobiliari di dimensioni e spessore sufficienti a richiamare considerevoli flussi di investimenti di portafoglio. In secondo luogo, i loro investitori preferiscono spesso gli investimenti diretti (i quali permettono di assumere la titolarità e il controllo immediati di un'impresa) a quelli di portafoglio nelle economie emergenti, che hanno di norma mercati finanziari meno spessi e un quadro istituzionale meno sviluppato contraddistinto da una *governance* pubblica e societaria più carente<sup>3)</sup>. Inoltre gli investimenti diretti esteri fanno frequentemente parte delle strategie

di penetrazione dei mercati poste in essere dalle grandi multinazionali aventi sede nelle economie avanzate.

Se gli strumenti derivati e le riserve ufficiali costituiscono di norma una percentuale solo ridotta del conto finanziario, la componente residua degli "altri investimenti" è in genere ampia e volatile. Questo rispecchia principalmente il fatto che le attività bancarie dell'area dell'euro riguardano per loro natura prestiti, valute e depositi.

### 3 DETERMINANTI DEI FLUSSI FINANZIARI DELL'AREA DELL'EURO DALL'INIZIO DELLA CRISI

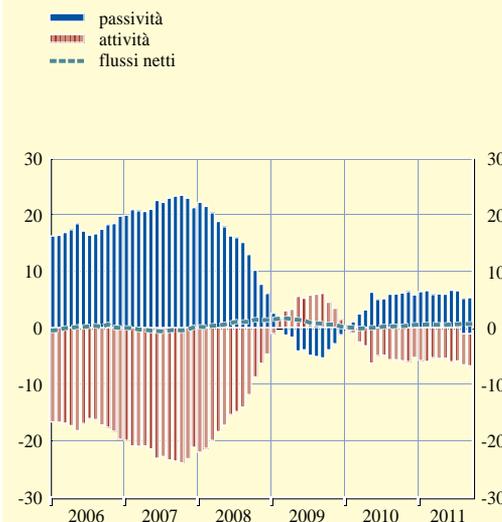
Il profilo generale dei flussi netti di capitale non si è sostanzialmente modificato durante la crisi mondiale, ma la stabilità del saldo netto del conto finanziario e della sua scomposizione per strumenti cela modifiche significative sia nei flussi transfrontalieri di attività e passività finanziarie sia nella loro composizione settoriale. A questo riguardo, il recente ridimensionamento dell'attività nel settore finanziario evidenzia tre aspetti importanti di cui occorre tenere conto nell'analisi dei flussi transfrontalieri di capitale. In primo luogo, i flussi di attività e passività possono essere molto maggiori di quelli netti. In secondo luogo, i flussi finanziari con l'estero possono presentare una volatilità elevata e cambiare facilmente di direzione. In terzo e ultimo luogo, flussi netti in equilibrio possono occultare un accumulo graduale di squilibri macroeconomici e rischi finanziari poiché la crescita parallela di attività e passività in percentuale del PIL aumenta la vulnerabilità di un paese a modifiche repentine delle condizioni nei mercati finanziari e a shock avversi di ricchezza e di bilancio.

Dopo l'emergere del primo periodo di turbolenze nei mercati finanziari, che ha segnato l'inizio della crisi mondiale nel 2007, i flussi di attività

3) Cfr. anche Daude, C. e Fratzscher, M., "The pecking order of cross-border investment", *Journal of International Economics*, Vol. 74, n. 1, 2008, pagg. 94-119.

**Figura 7 Flussi di attività e passività finanziarie dell'area dell'euro**

(flussi mensili cumulati su dodici mesi in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.  
 Nota: l'ultima osservazione si riferisce a settembre 2011.

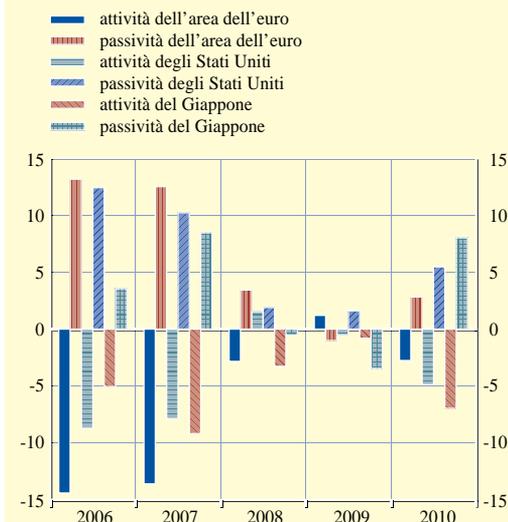
e passività finanziarie dell'area dell'euro sono scesi rapidamente passando dal 20 a meno del 5 per cento del PIL nel 2008 e gli investitori internazionali – sia nell'area sia nelle altre economie principali – hanno rimpatriato investimenti esteri su base netta nel 2009 (cfr. figura 7).

Anche se la successiva ripresa dei movimenti di capitale ha fatto crescere i flussi finanziari transfrontalieri sia mondiali sia dell'area dell'euro, l'attività finanziaria transfrontaliera globale resta ben inferiore ai livelli pre-crisi antecedenti il suo ridimensionamento nel 2008 e 2009 (cfr. figura 8).

Il processo di riduzione della leva finanziaria ha altresì comportato una ristrutturazione significativa dei bilanci delle banche dell'area dell'euro e un conseguente calo dei prestiti transfrontalieri erogati da queste ultime. Le banche hanno ridotto le attività sull'estero e hanno visto scendere le passività nei confronti degli investitori stranieri. Ciò vale in particolare per l'ultimo trimestre del 2008, subito dopo il tracollo di Lehman Brothers, quando le passività per altri investimenti (principalmen-

**Figura 8 Flussi di attività e passività finanziarie di alcune economie avanzate**

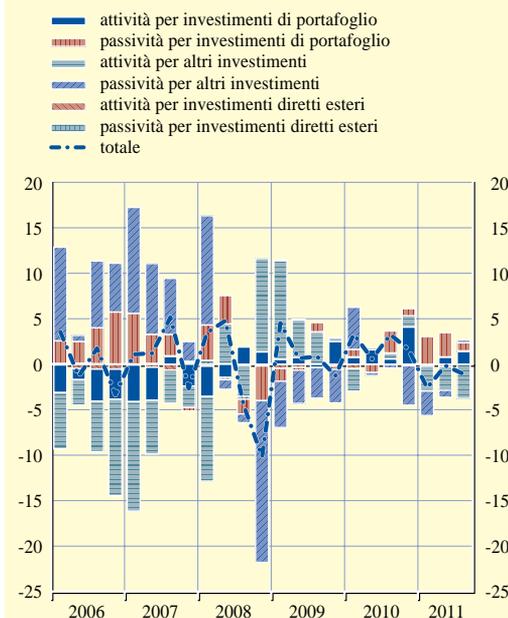
(flussi annui in percentuale dello stock rispettivo)



Fonti: Haver ed elaborazioni degli esperti della BCE.

**Figura 9 Conto finanziario delle IFM dell'area dell'euro**

(flussi trimestrali; in percentuale del PIL)



Fonti: BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
 Note: l'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre del 2011. I derivati finanziari non sono inclusi.

te depositi e prestiti) hanno registrato un calo corrispondente a oltre il 20 per cento del PIL dell'area (cfr. figura 9).

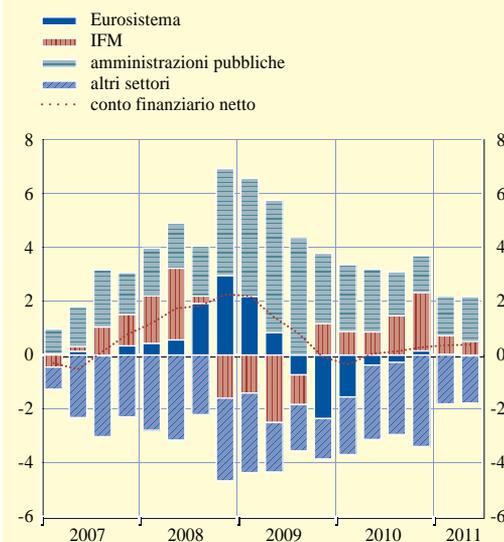
Circostanze straordinarie ulteriori hanno amplificato la flessione degli investimenti transfrontalieri dal lato sia delle attività sia delle passività. In primo luogo, la scarsa liquidità risultante dalle disfunzioni del mercato interbancario e di quello delle attività cartolarizzate ha inizialmente dato origine a vendite significative di altre attività da parte di investitori internazionali intenzionati ad accrescere la propria liquidità. In secondo luogo, le maggiori incertezze e l'asimmetria delle informazioni tra prestatori e mutuatari ha indotto un repentino aumento dell'avversione al rischio ed è probabile che ciò abbia provocato comportamenti gregari tra gli investitori internazionali. Data la carenza di liquidità nel settore bancario mondiale, le banche dell'area dell'euro – prima prenditrici nette – sono diventate prestatrici nette nell'ultimo trimestre del 2008 e sono rimaste tali per gran parte del 2009 (cfr. figura 10)<sup>4</sup>.

La riduzione del grado di leva finanziaria del settore bancario è stata accompagnata da un aumento di quello dei governi dell'area dell'euro, che durante la crisi finanziaria mondiale hanno sostituito l'indebitamento del settore privato (cfr. figura 10).

Il crescente fabbisogno di finanziamento dei governi dell'area dell'euro dovuto all'azione degli stabilizzatori automatici e le misure di stimolo fiscale attuate come reazione alla crisi finanziaria mondiale hanno fatto salire il saldo netto del conto finanziario (vale a dire, l'indebitamento netto estero) del settore pubblico da circa il 2 per cento del PIL negli anni antecedenti la crisi a oltre il 4 nell'ultimo trimestre del 2008 e nei primi tre trimestri del 2009 (cfr. figura 10). L'espansione moderata di tale saldo durante la crisi è ascrivibile soprattutto all'aumento del grado di leva dei governi dell'area – riflesso nei crescenti afflussi per investimenti di portafoglio che hanno assorbito parte delle emissioni di titoli di Stato dell'area – e ai meccanismi temporanei di scambio di valute (linee di *swap*) con autorità monetarie estere. La successiva inversio-

Figura 10 Il conto finanziario dell'area dell'euro per settore

(flussi trimestrali; somma di quattro trimestri in percentuale del PIL)



Fonti: BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Note: l'ultima osservazione si riferisce al secondo trimestre del 2011. I derivati finanziari non sono inclusi.

ne, che ha rispecchiato le misure di risanamento fiscale, ha ridotto il fabbisogno finanziario delle amministrazioni pubbliche dell'area.

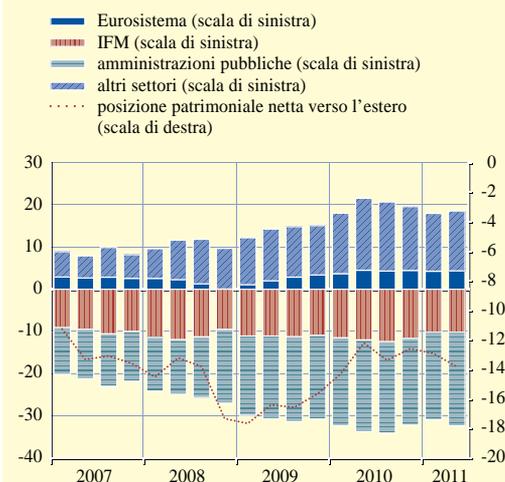
Il momentaneo incremento degli afflussi netti nell'area dell'euro ha altresì fatto crescere temporaneamente il saldo debitorio netto della posizione patrimoniale verso l'estero dell'area, che comprende le attività e le passività sull'estero. Ciò è ascrivibile in larga misura al fatto che l'incremento di quasi il 10 per cento del PIL registrato dalla posizione passiva netta del settore delle amministrazioni pubbliche è stato compensato solo in parte dalla maggiore posizione attiva netta degli "altri settori" (cfr. figura 11)<sup>5</sup>. Dal 2009 la posizione patrimoniale verso l'estero dell'area dell'euro si è avvicinata ai livelli antecedenti la crisi grazie al rallentamento degli afflussi netti,

4) Cfr. anche Forster, K., Vasardani, M. e Ca' Zorzi, M., *Euro area cross-border financial flows and the global financial crisis*, Occasional Paper della BCE, n.126, luglio 2011.

5) La voce "altri settori" include le società non finanziarie, le società finanziarie diverse dalle IFM (vale a dire fondi di investimento, imprese di assicurazione, fondi pensione e altre società finanziarie) e le famiglie.

**Figura 11 La posizione patrimoniale netta verso l'estero dell'area dell'euro per settore**

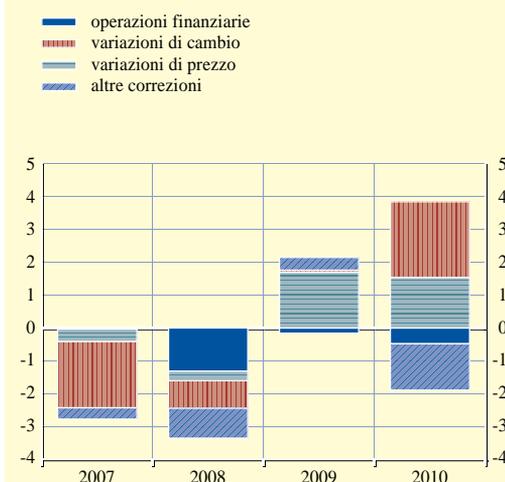
(importi trimestrali in essere a fine periodo in percentuale del PIL)



Fonti: BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
 Note: l'ultima osservazione si riferisce al secondo trimestre del 2011. I derivati finanziari non sono inclusi.

**Figura 12 Scomposizione delle variazioni nella posizione patrimoniale verso l'estero dell'area dell'euro**

(flussi annui; in percentuale del PIL)



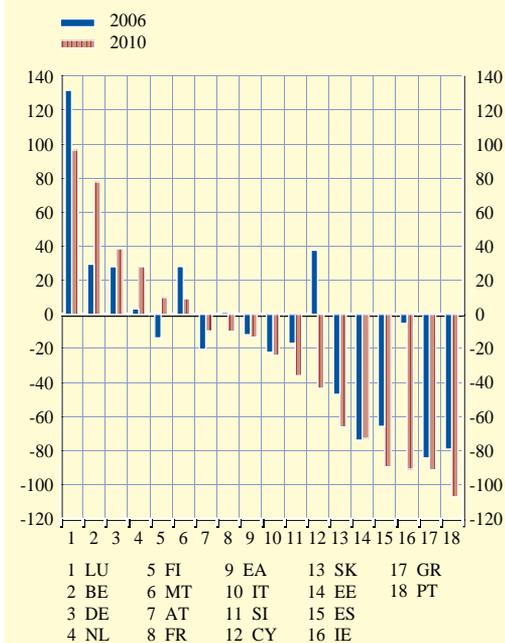
Fonte: BCE.  
 Nota: l'ultima osservazione si riferisce al 2010.

al deprezzamento della moneta unica nel 2010 (che ha accresciuto il valore delle attività estere denominate in divise diverse dall'euro) e ai risultati lievemente più deboli dei mercati azionari dell'area rispetto a quelli del resto del mondo (cfr. figura 12).

La generale stabilità della posizione patrimoniale verso l'estero e dei flussi finanziari transfrontalieri netti dell'area dell'euro cela tuttavia differenze significative tra paesi (cfr. fig. 13): alcuni sono stati esportatori netti di capitali negli ultimi anni, mentre altri hanno evidenziato un ampio e persistente fabbisogno di finanziamento e hanno importato capitali su base netta per un arco di tempo prolungato. In certi casi, i persistenti afflussi finanziari netti hanno altresì riflesso periodi protratti di forte espansione della domanda interna, che hanno dato origine ad aspettative di reddito e profitti eccessivamente ottimistiche. Tale andamento è stato spesso accompagnato o amplificato da politiche interne non equilibrate e, in particolare da un orientamento fiscale insufficientemente restrittivo che ha in ultima istanza minato il potenziale di crescita di lungo periodo e innescato una progressiva perdita di competitività.

**Figura 13 La posizione patrimoniale verso l'estero dei paesi appartenenti all'area dell'euro nel 2006 e nel 2010**

(in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.  
 Nota: i paesi sono posizionati in base alla loro posizione patrimoniale verso l'estero in percentuale del PIL rispettivo nel 2010.

Ne è conseguito un ulteriore peggioramento della posizione patrimoniale netta verso l'estero di alcuni paesi dell'area, che ha suscitato timori crescenti nei mercati finanziari mondiali riguardo al fabbisogno finanziario di queste economie. Le tensioni si sono intensificate a partire dalla prima metà del 2010, quando è riemersa l'avversione al rischio ed è aumentata la volatilità nei mercati finanziari.

Gli eventi verificatisi durante la crisi hanno mostrato come i flussi di capitali possano reagire rapidamente agli *shock* avversi. Episodi che provocano incertezza possono più in particolare indurre rapidi cambiamenti nel clima di fiducia

degli investitori, che potrebbero manifestarsi come oscillazioni repentine. Benché le prospettive economiche e finanziarie mondiali abbiano costituito in una prima fase la determinante principale della dinamica dei flussi transfrontalieri dell'area dell'euro, i fattori di rischio legati ai singoli paesi hanno acquisito crescente importanza. Ciò è apparso ad esempio evidente agli inizi del 2010, quando i flussi transfrontalieri verso gli strumenti di debito dell'area sono diminuiti al riemergere delle tensioni in alcuni segmenti del mercato finanziario. Il riquadro 3 approfondisce l'impatto dell'avversione al rischio sui flussi di capitali attingendo a un'analisi della correlazione fra questi ultimi e le misure

### Riquadro 3

#### IL RUOLO DELL'AVVERSIONE AL RISCHIO NEI FLUSSI DI CAPITALI DELL'AREA DELL'EURO DALL'INIZIO DELLA CRISI

L'esistenza di un'ampia letteratura sulle determinanti dei flussi finanziari internazionali non desta sorpresa. Come osservato nel riquadro 1, infatti, l'integrazione finanziaria e i flussi transfrontalieri di capitale risultano di norma svolgere un ruolo importante nella promozione degli investimenti e della crescita nei paesi che partecipano agli scambi internazionali di attività<sup>1)</sup>. L'interesse del mondo accademico nei confronti di tali determinanti è stato al tempo stesso accresciuto dalla volatilità evidenziata dai flussi di capitale negli ultimi decenni e in particolare nei periodi di acute tensioni finanziarie. Più di recente la letteratura ha dedicato un'attenzione sempre maggiore alle cause delle diverse "ondate" di flussi finanziari, definite in termini di "arresto", "impennata", "fuga" o "ridimensionamento" a seconda dell'origine e della direzione (da o verso l'economia nazionale o il resto del mondo)<sup>2)</sup>.

Gli studi esistenti si sono tuttavia generalmente concentrati su campioni più lunghi di dati, per la natura di lungo periodo del processo di integrazione finanziaria. In questo riquadro, quindi, le determinanti dei flussi transfrontalieri di capitale dell'area dell'euro nel periodo di tempo relativamente breve trascorso dallo scoppio della crisi vengono valutate attraverso una metodologia atta a rilevare la variabilità nel tempo dei fattori che hanno svolto un ruolo nelle diverse fasi della crisi.

La quantificazione dell'impatto variabile nel tempo esercitato dalle diverse determinanti sui flussi netti di portafoglio dell'area dell'euro si fonda su un modello nel quale i coefficienti di re-

1) La letteratura sulle determinanti dei flussi finanziari transfrontalieri è talmente ampia da rendere impossibile tracciarne una panoramica completa in questa sede. Oltre agli studi citati nell'articolo, si ricordano tra l'altro i seguenti contributi significativi: Ahearne, A.G., Grier, W.L. e Warnock, F.E., "Information costs and home bias: an analysis of U.S. holdings of foreign equities", *Journal of International Economics*, Vol. 62, n. 2, 2004, pagg. 313-363; Chan, K., Covrig, V. e Ng, L., "What Determines the Domestic Bias and the Foreign Bias? Evidence from Mutual Fund Equity Allocations Worldwide", *Journal of Finance*, Vol. 60, n. 3, 2005, pagg. 1495-1534; Rey, H. e Oh, Y., "Information and Capital Flows: The Determinants of Transactions in Financial Assets", *European Economic Review*, Vol. 45, n. 4, 2001, pagg. 783-796.

2) Cfr. ad esempio Forbes, K. e Warnock, F., *Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight and Retrenchment*, Working Paper dell'NBER, n. 17351, 2011.

gressione sono lasciati liberi di variare in ciascun periodo. L'utilizzo di questo tipo di coefficienti per rilevare le possibili variazioni del clima di mercato è dettato dal fatto che sia le attese degli operatori sia, di conseguenza, le determinanti dei flussi di portafoglio si modificano nel tempo<sup>3)</sup>.

Più in particolare, i flussi netti mensili per investimenti di portafoglio e per altri investimenti dell'area dell'euro sono modellati sulla base dell'equazione di regressione in forma ridotta

$$y_t = \sum_i^n \beta_{i,t} x_{i,t-1} + \varepsilon_t,$$

in cui la variabile  $y_t$  rappresenta gli investimenti netti di portafoglio o – in alternativa – gli altri investimenti netti e le quattro variabili  $x_{it}$  corrispondono a: un indice di volatilità implicita nei mercati azionari che costituisce una misura indiretta dell'avversione mondiale al rischio; il differenziale di rendimento fra i titoli di Stato dell'area e una misura aggregata delle obbligazioni pubbliche delle economie avanzate non appartenenti all'area; la variazione del tasso di cambio effettivo dell'euro; il differenziale di crescita della produzione industriale dell'area rispetto alle altre economie avanzate, il quale offre una misurazione indiretta dei fondamentali che influiscono sullo stato dell'economia reale.

La reazione dei flussi netti per investimenti di portafoglio e altri investimenti alle variazioni di ciascuna delle rispettive determinanti, vale a dire  $\beta_{it}$ , è lasciata a sua volta libera di modificarsi nel tempo in risposta a eventuali cambiamenti del clima di fiducia del mercato non spiegati nel modello<sup>4)</sup>.

$$\beta_{i,t} = \beta_{i,t-1} + \mu_{i,t}$$

Le stime della suddetta reazione e le variazioni effettive delle determinanti possono poi essere trasformate in contributi alla variazione complessiva dei flussi sulla base del modello in forma ridotta. In assenza di un modello strutturale microfondato, tali contributi possono essere interpretati in termini econometrici come coefficienti di correlazione condizionale variabili nel tempo tra i flussi netti per investimenti di portafoglio e altri investimenti da un lato e le rispettive determinanti dall'altro.

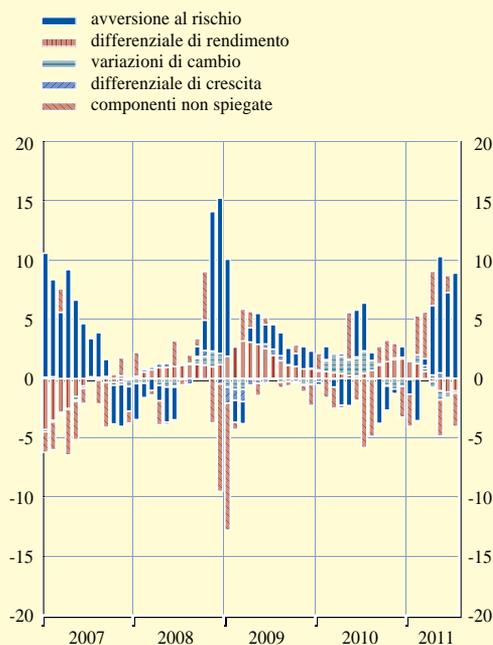
Dall'analisi basata sul modello emerge soprattutto che l'avversione al rischio costituisce la determinante fondamentale dei flussi di capitale dell'area dell'euro dall'inizio della crisi finanziaria mondiale e, più in particolare, che il suo impatto sulla direzione degli stessi si è modificato nelle varie fasi della crisi. Altre determinanti dei flussi finanziari transfrontalieri dell'area dell'euro che svolgono di norma un ruolo predominante, quali ad esempio gli andamenti valutari e i differenziali di tasso di interesse, hanno invece avuto un peso solo modesto. In una certa misura, tuttavia, il differenziale di rendimento fra i titoli di Stato dell'area dell'euro e quelli delle altre economie avanzate principali (in particolare, gli Stati Uniti) – generalmente positivo dagli inizi della crisi – ha sostenuto gli afflussi finanziari netti nell'area (cfr. figure A e B).

3) Per una descrizione dettagliata della metodologia e della sua applicazione ai flussi di capitale delle economie emergenti, cfr. la monografia "Portfolio flows to emerging market economies: determinants and domestic impact", *Financial Stability Review*, BCE, Francoforte sul Meno, giugno 2011.

4) Il modello può essere stimato utilizzando il filtro di Kalman attraverso il criterio di massima probabilità (come suggerito in Kim, C.-J. e Nelson, E., *State Space Models with Regime Switching: Classical and Gibbs-Sampling Approaches with Applications*, MIT Press, 1998) oppure, in alternativa, impiegando metodi bayesiani.

**Figura A Investimenti netti di portafoglio: determinanti stimate**

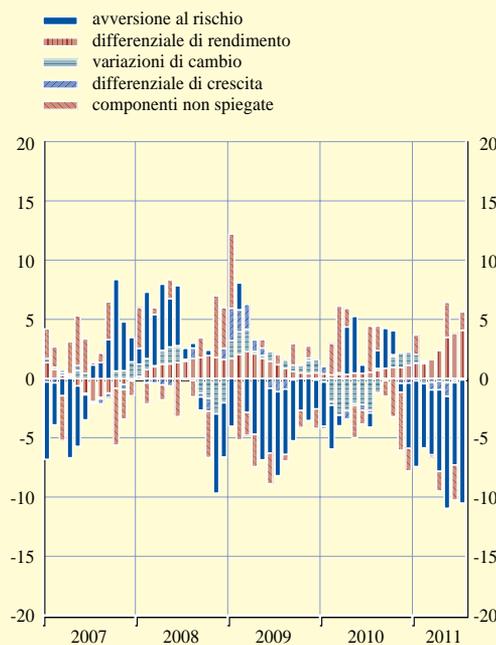
(in percentuale del PIL; flussi cumulati su tre mesi)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.  
Nota: l'ultima osservazione si riferisce a luglio 2011.

**Figura B Altri investimenti netti: determinanti stimate**

(in percentuale del PIL; flussi cumulati su tre mesi)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.  
Nota: l'ultima osservazione si riferisce a luglio 2011.

Per quanto concerne gli investimenti di portafoglio, il modello associa l'aumento degli afflussi osservato alla fine del 2008 con la sostanziale crescita dell'avversione al rischio sulla scia del fallimento di Lehman Brothers (cfr. figura A). Secondo il modello, l'avversione al rischio agli inizi della crisi ha generalmente favorito gli afflussi netti nell'area. Ciò è probabilmente dovuto alla percezione, all'epoca diffusa, che la principale fonte di rischio di trovasse al di fuori dell'area e che quindi quest'ultima costituisse un approdo sicuro per gli investitori sia interni sia internazionali.

Nel 2009 il riacutizzarsi delle tensioni nei mercati finanziari (soprattutto europei) evidenziato da un nuovo aumento dell'avversione al rischio avrebbe favorito una graduale riduzione degli afflussi per investimenti di portafoglio nell'area dell'euro e, successivamente, un'inversione di direzione degli stessi come conseguenza probabile dell'attenzione rivolta alle difficoltà nei mercati del debito sovrano di alcuni paesi (cfr. figura A).

Dal 2010 alla metà del 2011 il modello associa l'avversione al rischio a un'impennata complessiva dei consistenti afflussi netti per investimenti di portafoglio nell'area dell'euro. Ciò potrebbe di fatto rispecchiare flussi originati da investimenti esteri in titoli di debito (sovrano) emessi dai paesi *core* dell'area dell'euro e percepiti come "rifugio" (cfr. figura A). Al tempo stesso l'avversione al rischio continua a sostenere i deflussi netti per altri investimenti, una componente residua che include principalmente operazioni cui prende parte il settore bancario dell'area dell'euro (cfr. figura B).

dell'avversione al rischio durante la crisi, oltre che altre determinanti potenziali.

#### 4 CONCLUSIONI

La crisi attuale ha modificato significativamente il profilo dei flussi finanziari transfrontalieri. Le modifiche, provocate da oscillazioni repentine e dall'aumento della volatilità, hanno indotto a prestare maggiore attenzione a tali flussi e a riconoscerne l'importanza per la stabilità macroeconomica e finanziaria nelle economie sia avanzate sia emergenti<sup>6)</sup>. L'analisi condotta in questo articolo ha fatto emergere una serie di conclusioni.

La prima riguarda la necessità di tenere sotto attenta osservazione l'accumulo di squilibri. Questo vale non soltanto per i disavanzi, che potrebbero essere accompagnati da problemi di finanziamento e crisi valutarie, ma anche per gli avanzi. Un saldo attivo potrebbe infatti essere associato a fasi di forte espansione del debito e dei prezzi delle abitazioni nella misura in cui questi andamenti sono alimentati da afflussi lordi di capitale di natura speculativa.

La seconda è che l'entità delle posizioni e dei flussi dal lato delle attività e delle passività del conto finanziario svolge un ruolo importante anche in assenza di un fabbisogno di finanziamento ampio e persistente, vale a dire anche nei paesi con un saldo di conto corrente relativamente in equilibrio. Se rilevante in rapporto all'attività economica di un paese, essa potrebbe infatti segnalare un'esposizione potenzialmente elevata alle esternalità provenienti dall'estero. Inoltre, le economie che presentano un grado molto alto di apertura finanziaria sono più esposte ai periodi di maggiore tensione nei mercati finanziari e ciò potrebbe provocare il

ridimensionamento o persino il rimpatrio dei capitali investiti all'estero. Ne risulterebbe un accesso limitato ai mercati internazionali dei capitali che potrebbe dare rapidamente origine a *shock* di liquidità e a un calo repentino dei prezzi delle attività, soprattutto nelle fasi di *bust*, con conseguenze considerevolmente negative per l'economia reale.

In terzo luogo, all'interno dell'area, occorre prestare la debita attenzione ai fattori settoriali e nazionali specifici. Sarebbe in particolare necessario tenere sotto stretta osservazione gli squilibri interni, per individuare possibili vulnerabilità non apparenti nell'insieme dell'area.

Infine, la crisi ha fornito anche alcuni insegnamenti in termini di disciplina macroeconomica. Ciò è dovuto al fatto che, nonostante gli effetti innegabilmente positivi dell'integrazione finanziaria sulla crescita e sul benessere generale della società a lungo termine, una situazione di squilibrio nei flussi di capitali comporta rischi significativi per l'economia se associata a politiche interne insostenibili. Politiche macroeconomiche equilibrate e sostenibili costituiscono un presupposto essenziale per godere dei benefici dell'integrazione finanziaria mondiale in quanto permettono a un paese di richiamare afflussi di capitali stabili ed equilibrati, che favoriscono la crescita dell'economia nel lungo periodo. È inoltre necessario ricercare un attento allineamento tra le politiche economiche e l'obiettivo di sostenibilità esterna, poiché la volatilità intrinseca nei flussi di capitali transfrontalieri può influire significativamente su quella delle variabili macroeconomiche interne in assenza di politiche economiche nazionali orientate alla stabilità.

6) Cfr. anche Forster, K., Vasardani, M. e Ca' Zorzi, M., *op. cit.*

# STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO





# INDICE <sup>1)</sup>

## TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro	S5
<b>I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA</b>	
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
<b>2 MONETA, BANCHE E ALTRE SOCIETÀ FINANZIARIE</b>	
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
<b>3 CONTI DELL'AREA DELL'EURO</b>	
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
<b>4 MERCATI FINANZIARI</b>	
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
<b>5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO</b>	
5.1 IAPC, altri prezzi e costi	S47
5.2 Produzione e domanda	S50
5.3 Mercato del lavoro	S54

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

<b>6</b>	<b>FINANZA PUBBLICA</b>	
6.1	Entrate, spese e disavanzo/avanzo	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
<b>7</b>	<b>TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO</b>	
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
<b>8</b>	<b>TASSI DI CAMBIO</b>	
8.1	Tassi di cambio effettivi	S73
8.2	Tassi di cambio bilaterali	S74
<b>9</b>	<b>INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO</b>	
9.1	Altri Stati membri dell'UE	S75
9.2	Stati Uniti e Giappone	S76
	<b>LISTA DELLE FIGURE</b>	<b>S77</b>
	<b>NOTE TECNICHE</b>	<b>S79</b>
	<b>NOTE GENERALI</b>	<b>S85</b>

---

#### Segni convenzionali nelle tavole

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



## TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

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

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

	M1 <sup>2)</sup>	M2 <sup>2)</sup>	M3 <sup>2)3)</sup>	M3 <sup>2)3)</sup> media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche <sup>2)</sup>	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM <sup>2)</sup>	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor; valori percentuali in ragione d'anno; valori medi)	Tassi a pronti a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno; fine periodo) <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8
2010	8,5	1,8	0,5	-	0,6	4,1	0,81	3,36
2011	2,0	2,3	2,2	-	2,4	.	1,39	2,65
2011 1° trim.	3,2	2,4	1,9	-	2,4	2,1	1,10	3,66
2° trim.	1,7	2,4	2,1	-	2,6	1,5	1,42	3,41
3° trim.	1,4	2,3	2,4	-	2,5	0,6	1,56	2,48
4° trim.	1,9	2,1	2,3	-	2,1	.	1,50	2,65
2011 ago.	1,7	2,4	2,8	2,6	2,5	0,1	1,55	2,76
set.	2,0	2,5	2,9	2,8	2,5	0,0	1,54	2,48
ott.	1,7	1,9	2,6	2,5	2,7	0,8	1,58	2,79
nov.	2,1	2,1	2,0	2,1	1,7	-0,7	1,48	3,07
dic.	1,6	1,8	1,6	.	1,0	.	1,43	2,65
2012 gen.	.	.	.	.	.	.	1,22	2,67

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

	IAPC <sup>1)</sup>	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	PII (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
2010	1,6	2,9	1,6	1,9	7,4	76,7	-0,5	10,1
2011	2,7	5,9	.	.	.	80,3	.	10,1
2011 2° trim.	2,8	6,3	3,3	1,6	4,2	80,9	0,4	10,0
3° trim.	2,7	5,9	2,7	1,3	4,0	80,0	0,3	10,2
4° trim.	2,9	5,1	.	.	.	79,8	.	10,4
2011 ago.	2,5	5,8	-	-	6,0	-	-	10,2
set.	3,0	5,8	-	-	2,2	-	-	10,3
ott.	3,0	5,5	-	-	1,0	79,6	-	10,3
nov.	3,0	5,4	-	-	0,1	-	-	10,4
dic.	2,7	4,3	-	-	-	-	-	10,4
2012 gen.	2,7	.	-	-	.	79,9	-	.

#### 3. Statistiche sull'estero

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)			Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Posizione patrimoniale netta sull'estero (in percentuale del PIL)	Debito estero lordo (in percentuale del PIL)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-20 <sup>6)</sup> (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Investimenti diretti e di portafoglio					Nominale	Reale (IPC)	
		Beni							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2010	-36,7	12,9	98,1	591,2	-13,4	120,4	103,6	101,6	1,3257
2011	.	.	.	667,1	.	.	103,4	100,7	1,3920
2011 1° trim.	-27,8	-13,0	118,7	576,6	-13,4	117,6	102,7	100,1	1,3680
2° trim.	-20,4	-3,0	121,2	580,9	-14,1	119,5	105,2	102,6	1,4391
3° trim.	0,6	3,1	21,1	646,6	-13,8	123,1	103,5	100,6	1,4127
4° trim.	.	.	.	667,1	.	.	102,1	99,4	1,3482
2011 ago.	-1,5	-4,2	33,3	656,3	.	.	103,8	100,8	1,4343
set.	0,9	3,6	29,7	646,6	.	.	102,8	99,9	1,3770
ott.	4,1	1,7	-34,1	651,6	.	.	103,0	100,3	1,3706
nov.	3,2	6,4	-4,5	683,4	.	.	102,6	99,9	1,3556
dic.	.	.	.	667,1	.	.	100,8	98,2	1,3179
2012 gen.	.	.	.	.	.	.	98,9	96,4	1,2905

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

### 1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

#### 1. Attività

	13 gennaio 2012	20 gennaio 2012	27 gennaio 2012	3 febbraio 2012
<b>Oro e crediti in oro</b>	423.451	423.450	423.446	423.446
<b>Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	246.024	245.306	244.971	246.012
<b>Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	94.543	94.514	96.673	100.434
<b>Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	23.489	25.732	25.009	24.180
<b>Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	817.255	831.730	809.248	794.978
Operazioni di rifinanziamento principali	110.881	126.877	130.317	115.579
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	703.894	701.478	676.505	676.505
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	2.386	3.323	2.366	2.799
Crediti connessi a scarti di garanzia	94	53	59	94
<b>Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	69.534	75.550	72.292	73.319
<b>Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	623.042	623.968	624.849	623.229
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	278.835	282.215	282.579	282.541
Altri titoli	344.207	341.753	342.270	340.688
<b>Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche</b>	33.926	33.926	33.926	31.176
<b>Altre attività</b>	345.723	352.020	352.164	345.352
<b>Attività totali</b>	<b>2.676.987</b>	<b>2.706.197</b>	<b>2.682.576</b>	<b>2.662.126</b>

#### 2. Passività

	13 gennaio 2012	20 gennaio 2012	27 gennaio 2012	3 febbraio 2012
<b>Banconote in circolazione</b>	876.589	871.841	869.167	871.508
<b>Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	840.822	845.255	797.868	815.235
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	132.536	134.722	88.939	83.915
Depositi <i>overnight</i>	493.272	491.780	488.884	511.438
Depositi a tempo determinato	213.000	217.000	219.000	219.000
Operazioni temporanee di <i>fine tuning</i>	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	2.015	1.752	1.045	882
<b>Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	1.354	1.480	1.676	2.017
<b>Certificati di debito</b>	0	0	0	0
<b>Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	87.509	108.874	136.115	93.804
<b>Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	117.730	118.930	118.556	122.474
<b>Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	3.224	1.969	2.845	3.541
<b>Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	9.777	9.965	9.523	9.584
<b>Contropartite dei DSP dell'FMI</b>	55.942	55.942	55.942	55.942
<b>Altre passività</b>	208.460	216.363	215.299	212.116
<b>Rivalutazioni</b>	394.031	394.028	394.028	394.028
<b>Capitale e riserve</b>	81.550	81.550	81.558	81.877
<b>Passività totali</b>	<b>2.676.987</b>	<b>2.706.197</b>	<b>2.682.576</b>	<b>2.662.126</b>

Fonte: BCE.

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

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

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

Fonte: BCE.

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

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

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)
				Aste a tasso fisso	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Operazioni di rifinanziamento principali								
2011 1 nov.	182.773	143	182.773	1,50	-	-	-	8
9	194.765	150	194.765	1,25	-	-	-	7
16	230.265	161	230.265	1,25	-	-	-	7
23	247.175	178	247.175	1,25	-	-	-	7
30	265.456	192	265.456	1,25	-	-	-	7
7 dic.	252.100	197	252.100	1,25	-	-	-	7
14	291.629	197	291.629	1,00	-	-	-	7
21	169.024	146	169.024	1,00	-	-	-	7
28	144.755	171	144.755	1,00	-	-	-	7
2012 4 gen.	130.622	138	130.622	1,00	-	-	-	7
11	110.923	131	110.923	1,00	-	-	-	7
18	126.877	143	126.877	1,00	-	-	-	7
25	130.317	136	130.317	1,00	-	-	-	7
1 feb.	115.579	135	115.579	1,00	-	-	-	7
8	109.462	135	109.462	1,00	-	-	-	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine								
2011 14 set.	54.222	37	54.222	1,50	-	-	-	28
29 <sup>5)</sup>	140.628	214	140.628	1,35	-	-	-	84
12 ott.	59.062	39	59.062	1,50	-	-	-	28
27 <sup>5)</sup>	56.934	181	56.934	-	-	-	-	371
27	44.564	91	44.564	1,17	-	-	-	91
9 nov.	55.547	47	55.547	1,25	-	-	-	35
1 dic. <sup>5)</sup>	38.620	108	38.620	-	-	-	-	91
14	41.150	42	41.150	1,00	-	-	-	35
22 <sup>5)</sup>	29.741	72	29.741	-	-	-	-	98
22 <sup>5)6)</sup>	489.191	523	489.191	-	-	-	-	1.134
2012 18 gen.	38.734	44	38.734	1,00	-	-	-	28
26	19.580	54	19.580	-	-	-	-	91

#### 2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile					Durata della operazione (giorni)
					Aste a tasso fisso	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso massimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2011 8 nov.	Raccolta di depositi a tempo determinato	284.108	165	284.043	-	-	1,50	1,30	1,27	1
9	Raccolta di depositi a tempo determinato	214.817	99	183.000	-	-	1,25	0,69	0,64	7
16	Raccolta di depositi a tempo determinato	260.476	100	187.000	-	-	1,25	0,65	0,61	7
23	Raccolta di depositi a tempo determinato	233.094	88	194.500	-	-	1,25	0,63	0,60	7
30	Raccolta di depositi a tempo determinato	194.199	85	194.199	-	-	1,25	1,25	0,62	7
7 dic.	Raccolta di depositi a tempo determinato	246.344	113	207.000	-	-	1,25	1,00	0,65	7
13	Raccolta di depositi a tempo determinato	260.883	137	258.029	-	-	1,25	1,05	1,03	1
14	Raccolta di depositi a tempo determinato	241.403	110	207.500	-	-	1,00	0,80	0,49	7
21	Raccolta di depositi a tempo determinato	257.035	106	211.000	-	-	1,00	0,75	0,53	7
28	Raccolta di depositi a tempo determinato	263.336	95	211.000	-	-	1,00	0,89	0,56	7
2012 4 gen.	Raccolta di depositi a tempo determinato	336.926	134	211.500	-	-	1,00	0,44	0,36	7
11	Raccolta di depositi a tempo determinato	376.720	131	213.000	-	-	1,00	0,34	0,32	7
18	Raccolta di depositi a tempo determinato	377.640	118	217.000	-	-	1,00	0,31	0,29	7
25	Raccolta di depositi a tempo determinato	345.649	113	219.000	-	-	1,00	0,30	0,28	7
1 feb.	Raccolta di depositi a tempo determinato	325.503	100	219.000	-	-	1,00	0,28	0,27	7

Fonte: BCE.

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

**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 <sup>1)</sup>	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva positivo <sup>2)</sup>			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi a vista e depositi con durata prestabilita o rimborsabili con preavviso fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi con durata prestabilita o rimborsabili con preavviso oltre 2 anni	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	
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	
2011 lug.	19.046,3	9.695,1	635,0	2.777,7	1.502,7	4.435,8	
ago.	19.095,3	9.688,3	645,8	2.782,6	1.557,4	4.421,3	
set.	19.247,9	9.761,9	650,5	2.808,3	1.576,5	4.450,7	
ott.	19.126,2	9.718,9	657,4	2.788,5	1.562,7	4.398,7	
nov.	19.073,0	9.708,5	673,6	2.776,0	1.509,5	4.405,4	

**2. Assolvimento dell'obbligo di riserva**

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
2010	211,8	212,5	0,7	0,5	1,00
2011	207,7	212,2	4,5	0,0	1,25
2011 13 set.	207,0	209,5	2,5	0,0	1,50
11 ott.	206,1	208,7	2,6	0,0	1,50
8 nov.	206,2	208,9	2,8	0,0	1,50
13 dic.	207,7	212,2	4,5	0,0	1,25
2012 17 gen.	207,0	212,3	5,3	0,0	1,00
14 feb.	103,3				

**3. Liquidità**

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità						Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema												
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità <sup>3)</sup>	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità <sup>4)</sup>	Banconote in circolazione	Conti delle amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2010	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1.073,1	
2011	622,1	238,0	389,0	4,4	260,3	253,7	200,5	869,4	63,8	-85,9	212,2	1.335,3	
2011 9 ago.	541,3	171,7	321,5	0,1	133,9	56,7	79,2	854,2	71,4	-104,5	211,5	1.122,4	
13 set.	540,3	135,1	389,8	0,3	178,0	121,8	109,8	853,2	52,3	-103,0	209,5	1.184,5	
11 ott.	571,0	193,0	373,6	1,5	217,4	168,7	162,9	854,9	50,0	-88,5	208,7	1.232,2	
8 nov.	612,1	196,1	387,1	2,8	231,9	204,6	178,0	861,4	57,9	-80,8	208,9	1.274,8	
13 dic.	622,1	238,0	389,0	4,4	260,3	253,7	200,5	869,4	63,8	-85,9	212,2	1.335,3	
2012 17 gen.	683,9	169,4	627,3	6,0	278,6	399,3	210,8	883,7	67,7	-8,7	212,3	1.495,3	

Fonte: BCE.

1) Fine periodo.

2) E' applicato un coefficiente dell'1 per cento a partire dal periodo di mantenimento che comincia il 18 gennaio 2012. Un coefficiente del 2 per cento è applicato a tutti i periodi di mantenimento precedenti.

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 <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

#### 1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività <sup>3)</sup>
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Eurosistema</b>														
2010	3.212,4	1.551,0	18,6	0,9	1.531,5	574,4	463,8	9,6	101,1	-	18,1	684,1	8,5	376,3
2011 <sup>(p)</sup>	4.701,9	2.728,6	18,0	1,0	2.709,6	716,9	600,3	10,9	105,7	-	19,9	779,2	8,8	448,6
2011 3° trim.	3.928,6	2.043,3	18,0	1,0	2.024,4	659,9	544,3	10,9	104,7	-	17,9	767,4	8,7	431,3
4° trim. <sup>(p)</sup>	4.701,9	2.728,6	18,0	1,0	2.709,6	716,9	600,3	10,9	105,7	-	19,9	779,2	8,8	448,6
2011 set.	3.928,6	2.043,3	18,0	1,0	2.024,4	659,9	544,3	10,9	104,7	-	17,9	767,4	8,7	431,3
ott.	4.013,1	2.122,5	18,0	1,0	2.103,6	667,3	551,8	10,8	104,7	-	18,6	757,7	8,7	438,3
nov.	4.329,7	2.383,6	18,0	1,0	2.364,7	691,8	576,5	10,9	104,3	-	18,4	784,5	8,8	442,7
dic. <sup>(p)</sup>	4.701,9	2.728,6	18,0	1,0	2.709,6	716,9	600,3	10,9	105,7	-	19,9	779,2	8,8	448,6
<b>IFM escluso l'Eurosistema</b>														
2010	32.199,5	17.763,1	1.221,8	11.026,1	5.515,2	4.938,6	1.524,2	1.528,6	1.885,8	59,9	1.233,1	4.323,4	223,5	3.658,0
2011 <sup>(p)</sup>	33.552,5	18.511,9	1.159,6	11.163,2	6.189,1	4.760,4	1.397,7	1.514,6	1.848,1	50,6	1.213,6	4.246,7	232,3	4.536,9
2011 3° trim.	33.661,5	18.445,7	1.145,8	11.296,1	6.003,8	4.674,6	1.416,1	1.458,7	1.799,7	58,4	1.229,9	4.420,8	230,3	4.601,7
4° trim. <sup>(p)</sup>	33.552,5	18.511,9	1.159,6	11.163,2	6.189,1	4.760,4	1.397,7	1.514,6	1.848,1	50,6	1.213,6	4.246,7	232,3	4.536,9
2011 set.	33.661,5	18.445,7	1.145,8	11.296,1	6.003,8	4.674,6	1.416,1	1.458,7	1.799,7	58,4	1.229,9	4.420,8	230,3	4.601,7
ott.	33.341,6	18.438,3	1.145,4	11.266,6	6.026,3	4.715,2	1.393,6	1.518,8	1.802,9	55,9	1.226,5	4.277,8	230,8	4.397,0
nov.	33.401,1	18.538,5	1.144,2	11.256,8	6.137,6	4.711,9	1.382,5	1.524,2	1.805,3	56,3	1.227,6	4.283,4	231,2	4.352,2
dic. <sup>(p)</sup>	33.552,5	18.511,9	1.159,6	11.163,2	6.189,1	4.760,4	1.397,7	1.514,6	1.848,1	50,6	1.213,6	4.246,7	232,3	4.536,9

#### 2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>4)</sup>	Obbligazioni <sup>5)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività <sup>3)</sup>
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosistema</b>											
2010	3.212,4	863,7	1.394,8	68,0	8,7	1.318,1	-	0,0	428,5	153,8	371,7
2011 <sup>(p)</sup>	4.701,9	913,7	2.609,5	63,8	12,1	2.533,6	-	0,0	483,5	287,7	407,6
2011 3° trim.	3.928,6	882,1	1.984,0	50,1	6,6	1.927,3	-	0,0	475,8	189,4	397,3
4° trim. <sup>(p)</sup>	4.701,9	913,7	2.609,5	63,8	12,1	2.533,6	-	0,0	483,5	287,7	407,6
2011 set.	3.928,6	882,1	1.984,0	50,1	6,6	1.927,3	-	0,0	475,8	189,4	397,3
ott.	4.013,1	889,2	2.068,0	66,4	10,6	1.991,0	-	0,0	477,1	177,5	401,3
nov.	4.329,7	892,7	2.367,8	60,9	12,0	2.294,9	-	0,0	489,4	178,2	401,8
dic. <sup>(p)</sup>	4.701,9	913,7	2.609,5	63,8	12,1	2.533,6	-	0,0	483,5	287,7	407,6
<b>IFM escluso l'Eurosistema</b>											
2010	32.199,5	-	16.497,6	196,2	10.526,4	5.774,9	612,3	4.845,2	2.045,5	4.220,4	3.978,5
2011 <sup>(p)</sup>	33.552,5	-	17.284,9	195,2	10.752,1	6.337,6	574,2	5.000,4	2.232,6	3.801,0	4.659,5
2011 3° trim.	33.661,5	-	17.079,4	211,4	10.783,6	6.084,4	607,5	4.952,8	2.203,5	4.033,4	4.785,0
4° trim. <sup>(p)</sup>	33.552,5	-	17.284,9	195,2	10.752,1	6.337,6	574,2	5.000,4	2.232,6	3.801,0	4.659,5
2011 set.	33.661,5	-	17.079,4	211,4	10.783,6	6.084,4	607,5	4.952,8	2.203,5	4.033,4	4.785,0
ott.	33.341,6	-	17.073,5	195,5	10.763,5	6.114,5	594,0	4.920,7	2.203,2	3.953,5	4.596,7
nov.	33.401,1	-	17.115,5	204,2	10.724,9	6.186,3	606,9	4.941,8	2.204,0	3.976,8	4.556,1
dic. <sup>(p)</sup>	33.552,5	-	17.284,9	195,2	10.752,1	6.337,6	574,2	5.000,4	2.232,6	3.801,0	4.659,5

Fonte: BCE.

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

**2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro <sup>1)</sup>**  
(miliardi di euro; dati di fine periodo per le consistenze; transazioni nel periodo)

**1. Attività**

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività <sup>2)</sup>
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze</b>											
2010	25.812,0	12.267,4	1.240,4	11.027,0	3.526,2	1.988,0	1.538,2	799,9	5.007,5	232,0	3.979,1
2011 <sup>(p)</sup>	26.801,7	12.341,8	1.177,6	11.164,2	3.523,5	1.998,0	1.525,5	739,9	5.025,9	241,0	4.929,5
2011 3° trim.	27.052,7	12.460,9	1.163,8	11.297,0	3.430,0	1.960,4	1.469,6	752,4	5.188,2	239,0	4.982,1
4° trim. <sup>(p)</sup>	26.801,7	12.341,8	1.177,6	11.164,2	3.523,5	1.998,0	1.525,5	739,9	5.025,9	241,0	4.929,5
2011 set.	27.052,7	12.460,9	1.163,8	11.297,0	3.430,0	1.960,4	1.469,6	752,4	5.188,2	239,0	4.982,1
ott.	26.716,1	12.430,9	1.163,4	11.267,5	3.475,0	1.945,4	1.529,6	751,6	5.035,5	239,5	4.783,6
nov.	26.718,9	12.419,9	1.162,1	11.257,8	3.494,1	1.959,0	1.535,1	753,5	5.067,9	239,9	4.743,6
dic. <sup>(p)</sup>	26.801,7	12.341,8	1.177,6	11.164,2	3.523,5	1.998,0	1.525,5	739,9	5.025,9	241,0	4.929,5
<b>Transazioni</b>											
2010	600,2	413,0	206,3	206,7	142,5	144,8	-2,3	5,7	-109,0	2,4	145,5
2011 <sup>(p)</sup>	993,0	47,6	-59,2	106,8	143,6	166,0	-22,4	-31,3	-50,9	6,8	877,1
2011 3° trim.	1.379,5	46,2	-6,9	53,1	30,7	37,1	-6,4	-23,2	19,6	1,6	1.304,6
4° trim. <sup>(p)</sup>	-276,6	-104,7	13,1	-117,9	94,8	59,3	35,6	-12,6	-189,1	2,5	-67,5
2011 set.	553,1	51,6	3,0	48,6	12,6	21,1	-8,4	-12,0	-12,4	0,6	512,5
ott.	-253,3	0,5	-0,3	0,8	39,9	-1,1	40,9	-4,8	-90,7	0,5	-198,7
nov.	-78,7	-19,6	-1,4	-18,2	44,8	40,4	4,4	5,1	-69,1	0,5	-40,4
dic. <sup>(p)</sup>	55,4	-85,6	14,9	-100,5	10,1	19,9	-9,8	-13,0	-29,3	1,6	171,6

**2. Passività**

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle amministrazioni centrali	Depositi di altre amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>3)</sup>	Obbligazioni <sup>4)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività <sup>2)</sup>	Eccesso di passività tra IFM rispetto alle attività
<b>Consistenze</b>										
2010	25.812,0	808,6	264,2	10.535,1	552,4	2.858,3	2.022,6	4.374,2	4.350,2	46,3
2011 <sup>(p)</sup>	26.801,7	857,6	259,0	10.764,2	523,6	3.046,6	2.222,5	4.088,8	5.067,0	-27,6
2011 3° trim.	27.052,7	831,2	261,5	10.790,2	549,0	3.048,3	2.183,8	4.222,8	5.182,3	-16,5
4° trim. <sup>(p)</sup>	26.801,7	857,6	259,0	10.764,2	523,6	3.046,6	2.222,5	4.088,8	5.067,0	-27,6
2011 set.	27.052,7	831,2	261,5	10.790,2	549,0	3.048,3	2.183,8	4.222,8	5.182,3	-16,5
ott.	26.716,1	837,5	261,9	10.774,1	538,1	3.013,1	2.186,8	4.131,0	4.998,0	-24,5
nov.	26.718,9	841,4	265,1	10.736,9	550,6	3.032,2	2.200,9	4.155,0	4.957,9	-21,0
dic. <sup>(p)</sup>	26.801,7	857,6	259,0	10.764,2	523,6	3.046,6	2.222,5	4.088,8	5.067,0	-27,6
<b>Transazioni</b>										
2010	600,2	38,6	11,8	331,6	-98,2	41,2	101,7	-25,4	146,2	52,7
2011 <sup>(p)</sup>	993,0	49,2	-1,1	167,1	-24,2	54,0	142,0	-204,3	893,0	-82,7
2011 3° trim.	1.379,5	11,5	-77,5	104,8	6,3	-16,6	49,6	-10,9	1.339,3	-26,9
4° trim. <sup>(p)</sup>	-276,6	26,4	-2,5	-39,5	-4,1	-44,3	52,9	-124,3	-102,8	-38,5
2011 set.	553,1	7,7	4,9	58,0	-11,1	-10,5	2,2	-34,4	543,4	-7,3
ott.	-253,3	6,3	0,5	-7,5	-10,9	-16,9	4,1	-38,2	-179,6	-11,2
nov.	-78,7	3,9	3,2	-47,3	12,8	-9,6	18,7	-42,3	-21,1	3,1
dic. <sup>(p)</sup>	55,4	16,2	-6,1	15,2	-5,9	-17,8	30,1	-43,9	98,0	-30,4

Fonte: BCE.

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

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

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

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

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro		Attività nette sull'estero <sup>3)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Prestiti		Per memoria: prestiti corretti per vendite e cartolarizzazioni <sup>4)</sup>
										10		11
<b>Consistenze</b>												
2010	4.698,5	3.696,2	8.394,8	1.125,2	9.520,0	-	7.313,7	3.270,4	13.379,4	11.047,8	-	615,1
2011 <sup>(p)</sup>	4.782,1	3.790,8	8.572,8	1.151,5	9.724,3	-	7.718,3	3.220,0	13.444,5	11.185,7	-	918,3
2011 3° trim.	4.783,5	3.821,2	8.604,7	1.230,5	9.835,3	-	7.709,2	3.121,0	13.505,1	11.267,6	-	959,3
4° trim. <sup>(p)</sup>	4.782,1	3.790,8	8.572,8	1.151,5	9.724,3	-	7.718,3	3.220,0	13.444,5	11.185,7	-	918,3
2011 set.	4.783,5	3.821,2	8.604,7	1.230,5	9.835,3	-	7.709,2	3.121,0	13.505,1	11.267,6	-	959,3
ott.	4.769,5	3.809,9	8.579,3	1.200,1	9.779,4	-	7.711,9	3.106,2	13.555,4	11.261,3	-	893,1
nov.	4.789,0	3.800,6	8.589,6	1.185,8	9.775,4	-	7.723,4	3.125,6	13.527,9	11.254,5	-	904,3
dic. <sup>(p)</sup>	4.782,1	3.790,8	8.572,8	1.151,5	9.724,3	-	7.718,3	3.220,0	13.444,5	11.185,7	-	918,3
<b>Transazioni</b>												
2010	194,7	-12,8	181,9	-25,5	156,4	-	254,5	355,2	209,7	207,7	264,6	-83,6
2011 <sup>(p)</sup>	73,8	76,7	150,5	-1,6	148,9	-	210,4	108,0	54,0	107,4	131,5	152,8
2011 3° trim.	57,0	35,6	92,6	71,7	164,3	-	69,2	62,6	44,0	57,2	68,9	23,8
4° trim. <sup>(p)</sup>	-6,3	-32,7	-39,1	-72,2	-111,3	-	-11,0	119,7	-66,2	-67,0	-32,6	-77,6
2011 set.	-5,4	16,7	11,3	9,5	20,7	-	14,5	15,6	-8,3	11,1	9,5	16,3
ott.	-10,5	-7,6	-18,1	-29,6	-47,7	-	22,8	-0,7	57,4	24,0	53,0	-57,9
nov.	14,8	-12,5	2,3	-14,8	-12,5	-	-14,1	46,2	-33,8	-15,3	-11,9	-24,0
dic. <sup>(p)</sup>	-10,7	-12,5	-23,3	-27,8	-51,0	-	-19,7	74,3	-89,8	-75,7	-73,7	4,3
<b>Variazioni percentuali</b>												
2010	4,3	-0,4	2,2	-2,3	1,7	1,8	3,7	12,1	1,6	1,9	2,4	-83,6
2011 <sup>(p)</sup>	1,6	2,1	1,8	-0,2	1,6	2,1	2,9	3,6	0,4	1,0	1,2	152,8
2011 3° trim.	2,0	3,1	2,5	5,8	2,9	2,8	4,2	5,6	1,5	2,5	2,7	193,7
4° trim. <sup>(p)</sup>	1,6	2,1	1,8	-0,2	1,6	2,1	2,9	3,6	0,4	1,0	1,2	152,8
2011 set.	2,0	3,1	2,5	5,8	2,9	2,8	4,2	5,6	1,5	2,5	2,7	193,7
ott.	1,7	2,3	1,9	7,7	2,6	2,5	4,3	-0,5	2,1	2,7	3,0	224,7
nov.	2,1	2,1	2,1	1,1	2,0	2,1	3,4	0,3	1,0	1,7	1,9	189,7
dic. <sup>(p)</sup>	1,6	2,1	1,8	-0,2	1,6	.	2,9	3,6	0,4	1,0	1,2	152,8

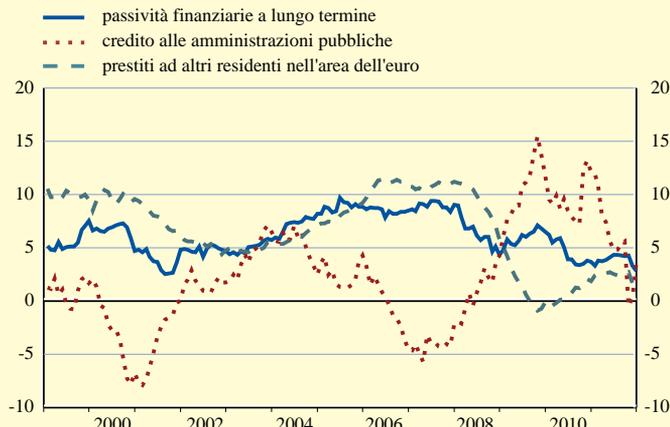
### F1 Aggregati monetari <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

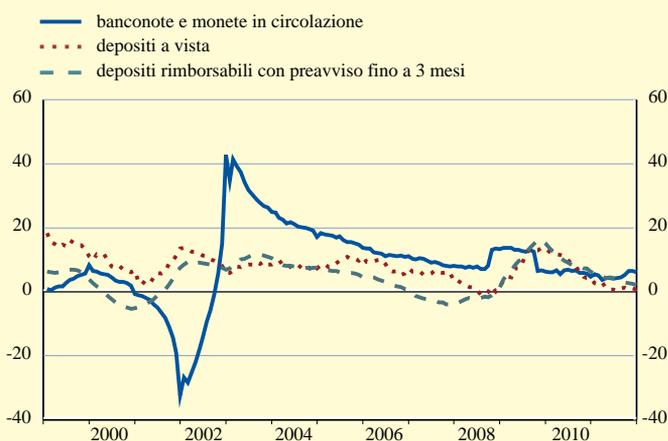
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2010	793,6	3.904,9	1.781,3	1.914,9	433,8	570,2	121,2	2.753,6	118,4	2.436,0	2.005,8
2011 <sup>(p)</sup>	842,2	3.939,9	1.830,4	1.960,3	402,2	540,4	209,0	2.855,3	114,9	2.545,0	2.203,2
2011 3° trim.	832,3	3.951,2	1.862,7	1.958,6	508,8	552,6	169,1	2.878,6	119,4	2.529,6	2.181,6
4° trim. <sup>(p)</sup>	842,2	3.939,9	1.830,4	1.960,3	402,2	540,4	209,0	2.855,3	114,9	2.545,0	2.203,2
2011 set.	832,3	3.951,2	1.862,7	1.958,6	508,8	552,6	169,1	2.878,6	119,4	2.529,6	2.181,6
ott.	843,3	3.926,2	1.846,3	1.963,5	486,8	543,1	170,2	2.840,6	118,6	2.568,5	2.184,2
nov.	847,3	3.941,7	1.828,7	1.971,9	464,3	549,3	172,1	2.865,7	115,6	2.550,4	2.191,7
dic. <sup>(p)</sup>	842,2	3.939,9	1.830,4	1.960,3	402,2	540,4	209,0	2.855,3	114,9	2.545,0	2.203,2
Transazioni											
2010	36,0	158,7	-125,7	112,9	95,3	-101,2	-19,6	62,1	-14,1	108,3	98,2
2011 <sup>(p)</sup>	48,7	25,1	38,1	38,6	-13,8	-24,7	36,8	18,4	-2,5	55,4	139,1
2011 3° trim.	16,9	40,1	15,1	20,5	74,6	7,3	-10,2	-1,3	-0,4	23,0	47,9
4° trim. <sup>(p)</sup>	9,8	-16,2	-32,3	-0,4	-107,5	9,9	25,4	-51,6	-3,5	8,4	35,7
2011 set.	6,9	-12,3	11,7	5,0	11,2	3,2	-5,0	0,9	-0,5	16,1	-2,0
ott.	11,0	-21,4	-12,7	5,1	-21,7	-9,4	1,5	-20,1	-0,7	39,9	3,7
nov.	4,0	10,8	-20,2	7,7	-22,8	6,4	1,6	-3,1	-2,1	-21,0	12,1
dic. <sup>(p)</sup>	-5,1	-5,6	0,6	-13,1	-63,0	12,9	22,3	-28,3	-0,7	-10,6	19,9
Variazioni percentuali											
2010	4,8	4,2	-6,6	6,3	28,3	-15,1	-14,4	2,3	-10,7	4,7	5,3
2011 <sup>(p)</sup>	6,1	0,6	2,1	2,0	-3,3	-4,3	26,8	0,7	-2,1	2,2	6,9
2011 3° trim.	5,3	1,4	3,2	3,0	31,1	-9,5	2,8	3,6	-2,4	3,1	6,8
4° trim. <sup>(p)</sup>	6,1	0,6	2,1	2,0	-3,3	-4,3	26,8	0,7	-2,1	2,2	6,9
2011 set.	5,3	1,4	3,2	3,0	31,1	-9,5	2,8	3,6	-2,4	3,1	6,8
ott.	6,5	0,7	1,9	2,6	34,8	-8,9	8,3	2,5	-1,1	4,5	6,7
nov.	6,5	1,2	1,6	2,6	12,4	-8,9	13,3	2,0	-2,0	2,8	6,2
dic. <sup>(p)</sup>	6,1	0,6	2,1	2,0	-3,3	-4,3	26,8	0,7	-2,1	2,2	6,9

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

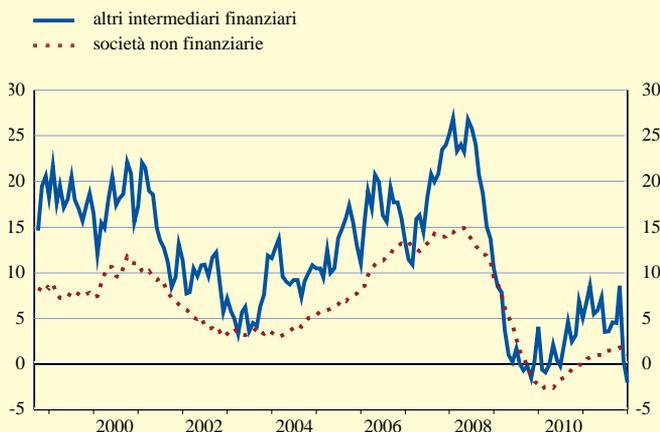
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari		Società non finanziarie			Famiglie <sup>3)</sup>				
	Totale	Totale	Totale	Prestiti corretti per cessioni e cartolarizzazioni <sup>4)</sup>	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti	
												Prestiti corretti per cessioni e cartolarizzazioni <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2010	95,0	1.126,4	4.667,2	-	1.127,3	899,0	2.640,9	5.159,3	-	639,3	3.701,3	818,7
2011 <sup>(p)</sup>	92,1	1.137,4	4.721,1	-	1.151,4	857,4	2.712,2	5.235,2	-	611,5	3.778,0	845,8
2011 3° trim.	97,0	1.140,7	4.761,0	-	1.178,0	870,3	2.712,6	5.269,0	-	627,6	3.805,8	835,6
4° trim. <sup>(p)</sup>	92,1	1.137,4	4.721,1	-	1.151,4	857,4	2.712,2	5.235,2	-	611,5	3.778,0	845,8
2011 set.	97,0	1.140,7	4.761,0	-	1.178,0	870,3	2.712,6	5.269,0	-	627,6	3.805,8	835,6
ott.	93,7	1.176,6	4.760,6	-	1.180,7	868,0	2.711,9	5.230,4	-	626,7	3.768,1	835,5
nov.	93,2	1.163,1	4.758,2	-	1.177,4	864,4	2.716,3	5.240,0	-	626,1	3.777,9	836,0
dic. <sup>(p)</sup>	92,1	1.137,4	4.721,1	-	1.151,4	857,4	2.712,2	5.235,2	-	611,5	3.778,0	845,8
Transazioni												
2010	7,0	55,7	-2,1	45,7	-37,5	-26,2	61,6	147,1	155,7	-7,6	133,7	21,0
2011 <sup>(p)</sup>	1,0	-22,4	52,0	56,8	28,4	-31,6	55,1	76,9	96,1	-14,2	79,5	11,5
2011 3° trim.	8,5	18,8	24,2	25,0	-0,7	1,4	23,4	5,7	17,1	-3,1	7,4	1,5
4° trim. <sup>(p)</sup>	-5,0	-6,2	-36,7	-35,1	-21,7	-12,8	-2,1	-19,1	14,0	-2,7	-16,1	-0,3
2011 set.	-2,0	-11,8	18,5	18,5	6,9	2,2	9,5	6,3	5,1	-0,7	7,2	-0,1
ott.	-3,2	38,0	7,0	8,6	4,6	-0,3	2,7	-17,8	9,7	-0,9	-17,7	0,9
nov.	-0,6	-16,8	-6,8	-6,3	-5,0	-4,0	2,3	8,8	12,0	-0,5	8,7	0,6
dic. <sup>(p)</sup>	-1,2	-27,5	-36,9	-37,4	-21,3	-8,5	-7,1	-10,1	-7,7	-1,3	-7,0	-1,8
Variazioni percentuali												
2010	8,0	5,1	0,0	1,0	-3,2	-2,8	2,4	2,9	3,1	-1,2	3,8	2,7
2011 <sup>(p)</sup>	1,3	-2,0	1,1	1,2	2,5	-3,6	2,1	1,5	1,9	-2,2	2,1	1,4
2011 3° trim.	9,8	4,5	1,6	2,2	4,0	-3,7	2,4	2,9	2,6	-1,9	3,9	2,3
4° trim. <sup>(p)</sup>	1,3	-2,0	1,1	1,2	2,5	-3,6	2,1	1,5	1,9	-2,2	2,1	1,4
2011 set.	9,8	4,5	1,6	2,2	4,0	-3,7	2,4	2,9	2,6	-1,9	3,9	2,3
ott.	5,7	8,5	1,8	2,2	4,6	-3,2	2,4	2,2	2,5	-1,9	3,0	2,2
nov.	1,4	0,5	1,6	1,9	3,9	-3,2	2,2	2,1	2,3	-2,2	3,0	1,6
dic. <sup>(p)</sup>	1,3	-2,0	1,1	1,2	2,5	-3,6	2,1	1,5	1,9	-2,2	2,1	1,4

### F5 Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



### F6 Prestiti alle famiglie <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

4) Correzione effettuata per la cancellazione dei prestiti dal bilancio delle FMI a causa della loro cessione o cartolarizzazione.

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

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

**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	Pronti contro termine con controparti centrali	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Consistenze</b>													
2011 <sup>(p)</sup>	83,8	64,0	6,2	13,6	1.114,7	155,6	580,1	212,9	321,8	4.720,2	1.144,0	857,0	2.719,2
2011 3° trim.	98,3	78,8	5,2	14,2	1.168,0	178,1	631,3	207,4	329,3	4.754,9	1.176,5	870,6	2.707,7
4° trim. <sup>(p)</sup>	83,8	64,0	6,2	13,6	1.114,7	155,6	580,1	212,9	321,8	4.720,2	1.144,0	857,0	2.719,2
2011 ott.	95,2	76,1	5,3	13,8	1.187,1	212,2	648,4	206,4	332,3	4.750,8	1.174,3	868,3	2.708,2
nov.	93,6	74,5	5,4	13,8	1.161,9	186,8	613,2	214,9	333,7	4.759,4	1.179,1	864,0	2.716,3
dic. <sup>(p)</sup>	83,8	64,0	6,2	13,6	1.114,7	155,6	580,1	212,9	321,8	4.720,2	1.144,0	857,0	2.719,2
<b>Transazioni</b>													
2011 <sup>(p)</sup>	1,5	2,3	1,1	-1,8	-23,3	12,8	-29,6	-9,3	15,7	51,0	27,6	-31,6	55,0
2011 3° trim.	7,6	7,5	0,0	0,0	31,1	25,1	26,7	1,0	3,3	10,0	-11,4	0,4	21,0
4° trim. <sup>(p)</sup>	-14,6	-14,9	1,0	-0,7	-56,2	-22,5	-65,6	5,4	4,0	-31,5	-27,7	-13,6	9,8
2011 ott.	-3,0	-2,7	0,1	-0,4	21,2	34,1	18,8	-0,4	2,8	3,3	-0,2	-0,4	3,8
nov.	-1,7	-1,7	0,1	-0,1	-28,4	-25,4	-37,0	8,0	0,5	4,3	3,1	-4,8	5,9
dic. <sup>(p)</sup>	-9,9	-10,5	0,8	-0,2	-48,9	-31,2	-47,4	-2,2	0,7	-39,0	-30,5	-8,5	0,0
<b>Variazioni percentuali</b>													
2011 <sup>(p)</sup>	1,6	3,1	20,6	-12,4	-2,0	8,9	-4,9	-4,4	5,0	1,1	2,5	-3,6	2,1
2011 3° trim.	9,9	15,2	-7,0	-8,1	4,5	20,1	6,4	-4,5	7,1	1,6	4,1	-3,7	2,3
4° trim. <sup>(p)</sup>	1,6	3,1	20,6	-12,4	-2,0	8,9	-4,9	-4,4	5,0	1,1	2,5	-3,6	2,1
2011 ott.	5,7	11,1	-5,1	-14,2	8,6	58,5	14,3	-4,4	7,0	1,8	4,6	-3,2	2,4
nov.	1,2	4,6	-6,8	-11,4	0,4	8,9	-1,5	-1,4	5,5	1,6	3,9	-3,2	2,2
dic. <sup>(p)</sup>	1,6	3,1	20,6	-12,4	-2,0	8,9	-4,9	-4,4	5,0	1,1	2,5	-3,6	2,1

**3. Prestiti alle famiglie <sup>3)</sup>**

	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	Imprese individuali	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
<b>Consistenze</b>														
2011 <sup>(p)</sup>	5.244,5	613,8	125,4	183,8	304,6	3.784,1	14,5	56,8	3.712,9	846,6	420,7	158,3	87,6	600,7
2011 3° trim.	5.274,9	629,7	138,6	186,3	304,8	3.809,8	14,4	56,7	3.738,7	835,4	409,7	147,5	87,9	600,0
4° trim. <sup>(p)</sup>	5.244,5	613,8	125,4	183,8	304,6	3.784,1	14,5	56,8	3.712,9	846,6	420,7	158,3	87,6	600,7
2011 ott.	5.233,4	629,2	138,8	185,1	305,2	3.771,0	14,4	56,5	3.700,1	833,3	408,2	145,8	87,4	600,0
nov.	5.241,9	627,2	137,7	184,8	304,8	3.775,3	14,3	56,8	3.704,1	839,4	410,1	150,6	87,3	601,5
dic. <sup>(p)</sup>	5.244,5	613,8	125,4	183,8	304,6	3.784,1	14,5	56,8	3.712,9	846,6	420,7	158,3	87,6	600,7
<b>Transazioni</b>														
2011 <sup>(p)</sup>	77,5	-14,2	-6,2	-6,6	-1,4	80,1	-0,2	2,8	77,6	11,6	-3,3	-3,6	-2,3	17,4
2011 3° trim.	4,5	-4,6	-2,4	-0,8	-1,4	13,2	-0,2	1,3	12,1	-4,1	-1,3	-5,8	-0,8	2,6
4° trim. <sup>(p)</sup>	-15,6	-2,4	-0,2	-2,1	-0,1	-13,9	0,2	0,4	-14,5	0,7	-2,0	-2,2	0,0	2,9
2011 ott.	-20,6	-0,6	0,0	-0,7	0,1	-18,9	-0,1	0,1	-19,0	-1,2	-1,4	-1,5	-0,3	0,6
nov.	7,7	-1,7	-1,0	-0,3	-0,3	3,2	-0,1	0,3	2,9	6,3	1,7	4,7	-0,1	1,7
dic. <sup>(p)</sup>	-2,7	-0,2	0,8	-1,1	0,1	1,8	0,4	-0,1	1,5	-4,4	-2,3	-5,3	0,4	0,6
<b>Variazioni percentuali</b>														
2011 <sup>(p)</sup>	1,5	-2,2	-4,2	-3,5	-0,5	2,2	-1,7	5,1	2,1	1,4	-0,8	-2,4	-2,7	3,0
2011 3° trim.	2,9	-1,9	-2,0	-3,6	-0,8	3,9	-3,0	0,6	3,9	2,3	0,0	-0,1	-3,7	3,8
4° trim. <sup>(p)</sup>	1,5	-2,2	-4,2	-3,5	-0,5	2,2	-1,7	5,1	2,1	1,4	-0,8	-2,4	-2,7	3,0
2011 ott.	2,2	-1,9	-1,9	-3,8	-0,7	3,0	-2,9	0,4	3,0	2,2	0,1	0,7	-3,2	3,4
nov.	2,1	-2,2	-3,4	-3,7	-0,7	3,0	-4,1	0,4	3,0	1,6	-0,6	-1,3	-3,4	3,1
dic. <sup>(p)</sup>	1,5	-2,2	-4,2	-3,5	-0,5	2,2	-1,7	5,1	2,1	1,4	-0,8	-2,4	-2,7	3,0

Fonte: BCE.

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

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

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

### 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 <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2009	1.001,7	229,3	209,8	528,8	33,8	2.821,7	1.914,9	906,8	46,2	860,7
2010	1.221,8	397,5	225,2	553,0	46,1	2.963,0	2.010,9	952,1	49,5	902,6
2010 4° trim.	1.221,8	397,5	225,2	553,0	46,1	2.963,0	2.010,9	952,1	49,5	902,6
2011 1° trim.	1.188,8	359,4	229,6	557,8	41,9	2.934,4	1.957,5	976,9	54,5	922,4
2° trim.	1.152,7	346,4	223,4	555,9	27,0	3.006,5	2.012,0	994,5	60,1	934,4
3° trim. <sup>(p)</sup>	1.145,8	343,5	224,0	553,7	24,7	3.155,0	2.132,4	1.022,7	62,7	960,0
<b>Transazioni</b>										
2009	30,5	-2,7	0,1	21,6	11,5	-384,4	-345,9	-38,2	-1,4	-36,9
2010	207,2	156,3	14,9	24,1	11,9	6,0	8,0	-2,3	0,6	-3,0
2010 4° trim.	138,6	126,6	1,6	8,8	1,5	-16,9	-2,4	-14,5	-2,0	-12,5
2011 1° trim.	-28,2	-34,3	4,4	4,9	-3,2	56,1	0,0	56,0	6,9	49,0
2° trim.	-36,5	-13,0	-6,5	-2,1	-14,9	44,4	21,8	22,6	6,1	16,6
3° trim. <sup>(p)</sup>	-7,1	-3,3	0,6	-2,1	-2,4	65,5	59,0	6,4	1,4	5,0
<b>Variazioni percentuali</b>										
2009	3,1	-1,2	0,1	4,2	51,9	-11,7	-15,1	-4,0	-2,9	-4,1
2010	20,6	67,1	7,1	4,6	35,1	0,6	0,5	-0,1	0,8	-0,2
2010 4° trim.	20,6	67,1	7,1	4,6	35,1	0,6	0,5	-0,1	0,8	-0,2
2011 1° trim.	14,3	44,7	9,6	3,4	0,6	0,5	-0,7	2,3	16,2	1,5
2° trim.	7,1	34,4	-1,1	1,4	-38,6	2,6	0,5	6,6	30,3	5,3
3° trim. <sup>(p)</sup>	6,2	29,1	0,0	1,8	-43,3	5,2	4,0	7,4	24,6	6,4

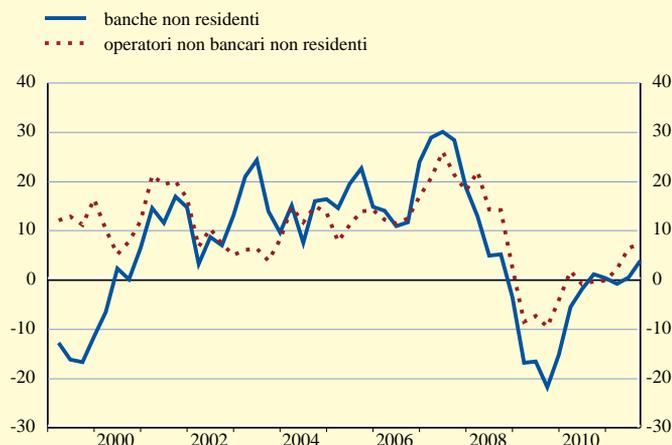
### F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

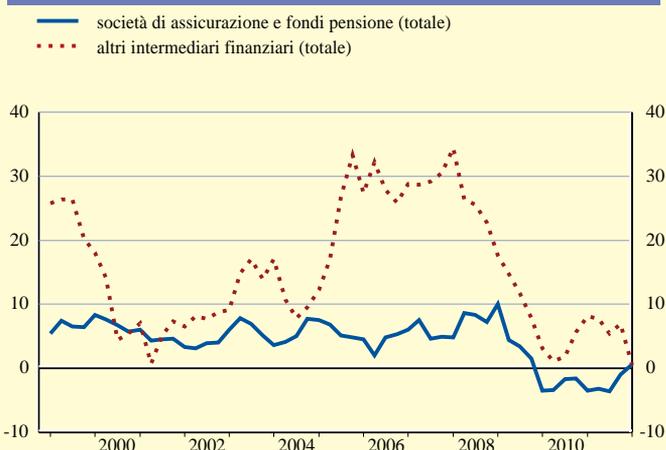
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari							
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	con controparti centrali
			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		
Consistenze															
2010	716,9	84,6	79,3	528,3	2,6	0,3	21,9	2.168,3	358,5	305,7	1.132,6	10,7	0,5	360,3	255,0
2011 <sup>(p)</sup>	709,0	92,4	80,1	512,6	4,0	0,2	19,6	2.214,3	389,7	286,6	1.186,9	14,8	0,5	335,8	258,5
2011 3° trim.	718,0	88,4	85,0	520,2	3,6	0,2	20,6	2.313,1	382,6	308,8	1.167,4	11,4	0,5	442,4	338,7
4° trim. <sup>(p)</sup>	709,0	92,4	80,1	512,6	4,0	0,2	19,6	2.214,3	389,7	286,6	1.186,9	14,8	0,5	335,8	258,5
2011 set.	718,0	88,4	85,0	520,2	3,6	0,2	20,6	2.313,1	382,6	308,8	1.167,4	11,4	0,5	442,4	338,7
ott.	721,5	93,2	85,2	520,3	3,8	0,2	18,7	2.298,5	382,0	295,5	1.187,9	10,9	0,4	421,7	325,4
nov.	709,3	88,3	79,8	518,0	4,0	0,2	19,0	2.279,7	396,1	288,7	1.181,6	19,1	0,4	393,7	303,9
dic. <sup>(p)</sup>	709,0	92,4	80,1	512,6	4,0	0,2	19,6	2.214,3	389,7	286,6	1.186,9	14,8	0,5	335,8	258,5
Transazioni															
2010	-26,5	-3,3	-8,4	-16,6	0,2	0,0	1,6	156,9	45,1	-37,6	52,8	-8,0	0,4	104,2	-
2011 <sup>(p)</sup>	4,1	11,9	4,4	-13,9	1,3	-0,1	0,5	10,8	29,2	-26,7	8,9	4,0	0,1	-4,7	4,1
2011 3° trim.	13,9	3,3	12,8	-3,9	0,4	0,0	1,3	89,9	10,3	8,6	7,3	-1,1	0,2	64,7	48,6
4° trim. <sup>(p)</sup>	-6,3	3,8	-5,0	-6,2	0,3	0,0	0,8	-108,9	4,9	-22,3	11,5	3,4	0,1	-106,6	-80,3
2011 set.	0,4	0,9	3,3	-3,2	0,0	0,0	-0,5	48,9	10,1	-0,4	12,0	-0,4	0,0	27,6	24,3
ott.	5,7	5,0	0,3	0,1	0,1	0,0	0,2	-10,2	0,7	-11,4	21,4	-0,5	0,0	-20,4	-13,2
nov.	-12,8	-5,1	-5,5	-2,3	0,2	0,0	-0,1	-24,3	12,6	-8,2	-8,7	8,2	0,0	-28,2	-21,7
dic. <sup>(p)</sup>	0,8	3,9	0,2	-4,0	0,0	0,0	0,7	-74,4	-8,4	-2,7	-1,2	-4,3	0,1	-57,9	-45,5
Variazioni percentuali															
2010	-3,6	-3,4	-9,6	-3,0	9,7	-	7,8	8,1	14,4	-11,1	4,9	-48,5	-	41,1	-
2011 <sup>(p)</sup>	0,6	14,5	5,8	-2,6	50,8	-	3,5	0,5	8,1	-8,5	0,7	37,0	-	-1,6	1,5
2011 3° trim.	-1,0	4,3	-0,6	-2,3	28,7	-	8,1	6,9	1,5	-0,2	2,6	2,8	-	33,8	47,4
4° trim. <sup>(p)</sup>	0,6	14,5	5,8	-2,6	50,8	-	3,5	0,5	8,1	-8,5	0,7	37,0	-	-1,6	1,5
2011 set.	-1,0	4,3	-0,6	-2,3	28,7	-	8,1	6,9	1,5	-0,2	2,6	2,8	-	33,8	47,4
ott.	0,5	10,2	3,7	-1,7	37,2	-	2,1	7,7	3,3	-8,8	5,3	-3,0	-	39,3	58,9
nov.	0,1	4,3	4,9	-1,7	45,1	-	9,4	2,4	3,9	-10,8	1,7	79,5	-	13,0	17,2
dic. <sup>(p)</sup>	0,6	14,5	5,8	-2,6	50,8	-	3,5	0,5	8,1	-8,5	0,7	37,0	-	-1,6	1,5

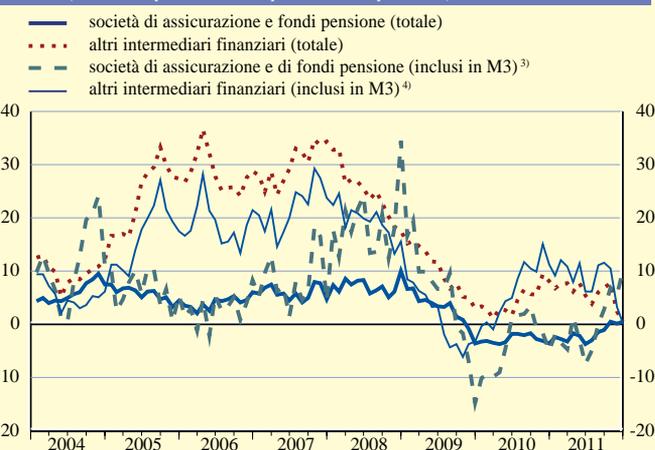
### F9 Depositi totali per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

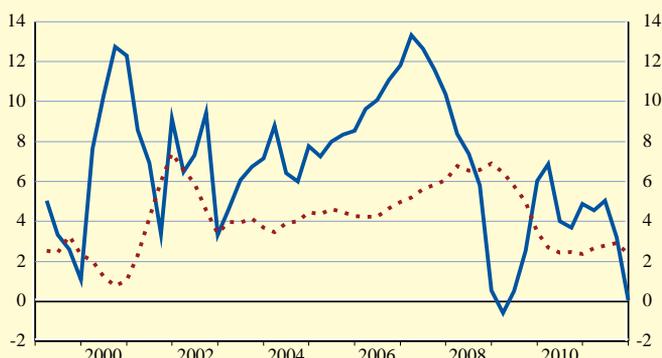
### 2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie <sup>3)</sup>						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze														
2010	1.670,7	1.036,4	455,5	87,2	75,8	1,5	14,2	5.739,1	2.244,5	901,0	665,0	1.788,5	110,3	29,8
2011 <sup>(p)</sup>	1.686,6	1.045,5	453,3	97,7	71,8	2,0	16,3	5.895,1	2.255,7	949,0	724,7	1.836,6	106,7	22,6
2011 3° trim.	1.663,6	999,2	471,0	96,7	76,5	1,7	18,5	5.835,4	2.240,9	921,9	709,8	1.820,1	109,0	33,9
4° trim. <sup>(p)</sup>	1.686,6	1.045,5	453,3	97,7	71,8	2,0	16,3	5.895,1	2.255,7	949,0	724,7	1.836,6	106,7	22,6
2011 set.	1.663,6	999,2	471,0	96,7	76,5	1,7	18,5	5.835,4	2.240,9	921,9	709,8	1.820,1	109,0	33,9
ott.	1.663,8	998,3	472,1	97,3	74,5	2,0	19,6	5.833,7	2.234,6	925,7	712,0	1.820,2	108,8	32,3
nov.	1.653,8	1.001,4	460,8	97,6	72,4	1,9	19,6	5.825,0	2.223,2	935,0	713,0	1.815,8	107,2	30,8
dic. <sup>(p)</sup>	1.686,6	1.045,5	453,3	97,7	71,8	2,0	16,3	5.895,1	2.255,7	949,0	724,7	1.836,6	106,7	22,6
Transazioni														
2010	78,1	40,3	23,2	9,0	7,8	-0,2	-2,1	132,9	81,7	-98,9	58,7	113,6	-14,6	-7,5
2011 <sup>(p)</sup>	1,0	1,5	-2,6	8,8	-6,6	0,5	-0,5	135,9	7,0	43,3	51,4	43,9	-2,6	-7,2
2011 3° trim.	2,9	-17,3	17,1	1,8	-0,9	-0,4	2,6	4,6	-18,9	15,6	3,7	4,2	-0,4	0,4
4° trim. <sup>(p)</sup>	20,3	44,4	-17,1	0,8	-5,8	0,3	-2,4	58,2	14,1	26,7	14,6	15,4	-1,3	-11,3
2011 set.	6,9	0,6	6,8	1,5	-0,9	-0,1	-1,0	2,8	3,3	2,2	2,8	-3,8	-0,4	-1,2
ott.	2,8	0,6	2,0	0,7	-1,9	0,3	1,1	-0,6	-5,7	4,4	2,2	0,2	-0,1	-1,6
nov.	-12,8	0,8	-11,9	0,1	-1,7	-0,1	0,0	-10,1	-12,1	8,9	0,8	-5,5	-0,7	-1,5
dic. <sup>(p)</sup>	30,3	43,0	-7,2	0,1	-2,1	0,0	-3,5	68,9	31,9	13,3	11,7	20,7	-0,5	-8,2
Variazioni percentuali														
2010	4,9	4,1	5,3	11,2	11,4	-10,1	-12,8	2,4	3,8	-9,9	9,7	6,8	-11,7	-20,2
2011 <sup>(p)</sup>	0,1	0,1	-0,6	9,9	-8,5	29,3	-5,1	2,4	0,3	4,8	7,7	2,5	-2,4	-24,1
2011 3° trim.	3,2	0,3	8,3	12,0	-2,5	-19,9	31,2	2,9	1,5	2,4	7,5	3,4	-1,7	8,0
4° trim. <sup>(p)</sup>	0,1	0,1	-0,6	9,9	-8,5	29,3	-5,1	2,4	0,3	4,8	7,7	2,5	-2,4	-24,1
2011 set.	3,2	0,3	8,3	12,0	-2,5	-19,9	31,2	2,9	1,5	2,4	7,5	3,4	-1,7	8,0
ott.	2,6	0,5	5,2	12,7	-4,4	-3,4	44,7	2,5	0,6	2,8	7,4	3,2	-0,6	4,8
nov.	1,2	0,0	3,2	11,8	-9,6	-2,8	17,2	2,6	0,8	3,9	7,3	2,7	-1,7	3,3
dic. <sup>(p)</sup>	0,1	0,1	-0,6	9,9	-8,5	29,3	-5,1	2,4	0,3	4,8	7,7	2,5	-2,4	-24,1

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

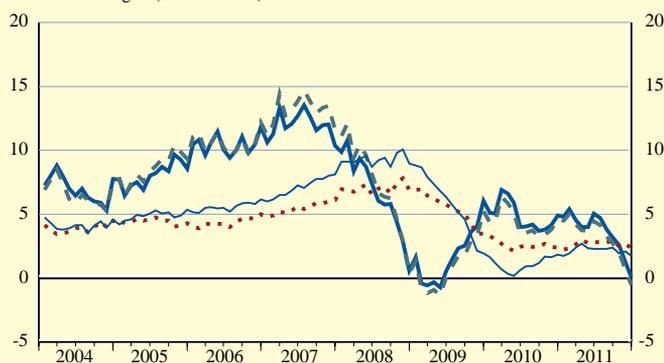
— società non finanziarie (totale)  
 ..... famiglie (totale)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

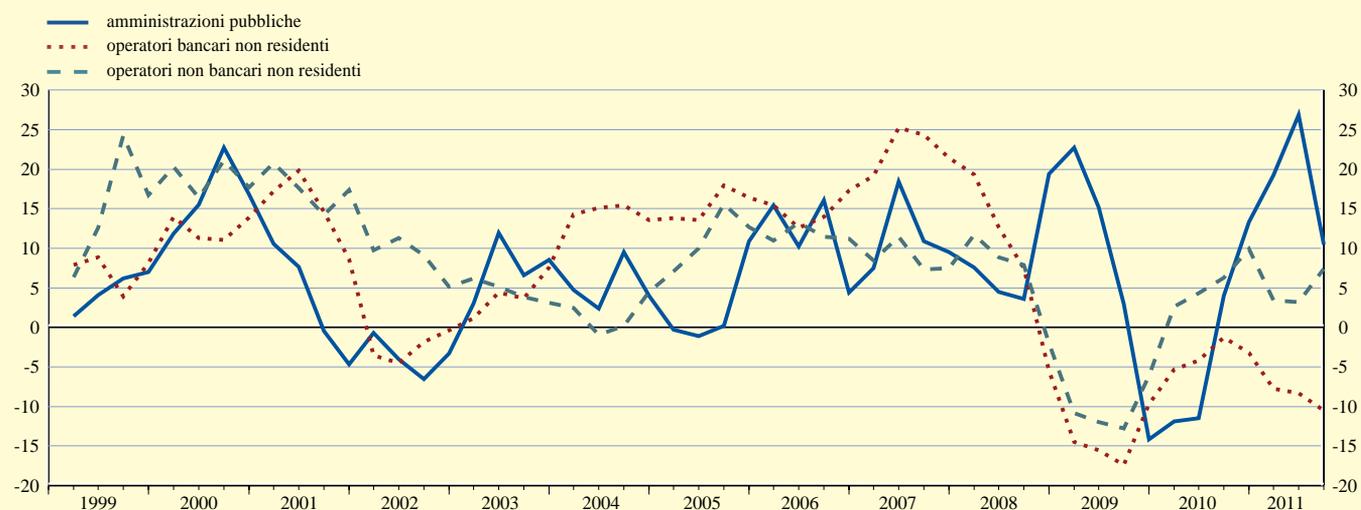
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2009	374,9	146,0	43,4	114,3	71,2	3.369,4	2.532,8	836,7	56,7	780,0
2010	427,6	196,2	47,7	109,6	74,1	3.488,8	2.492,0	996,9	45,9	950,9
2010 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.	475,6	235,8	52,3	108,7	78,8	3.314,1	2.346,8	967,4	41,4	926,0
2° trim.	521,5	266,4	55,0	112,6	87,5	3.280,6	2.295,8	984,8	47,7	937,1
3° trim. <sup>(p)</sup>	464,8	211,4	54,3	111,4	87,8	3.346,4	2.298,8	1.047,6	50,0	997,7
<b>Transazioni</b>										
2009	-62,8	-36,2	-8,7	-2,5	-15,0	-329,9	-274,8	-55,0	-4,5	-50,5
2010	50,0	47,4	4,3	-4,9	2,9	0,2	-84,4	84,6	7,5	77,1
2010 4° trim.	5,4	19,3	-11,0	-2,3	-0,5	-102,8	-108,3	5,5	-2,7	8,2
2011 1° trim.	50,4	43,4	4,7	-2,4	4,7	-77,2	-71,7	-5,6	-3,6	-1,9
2° trim.	45,7	30,9	2,7	3,9	8,2	-19,8	-41,6	21,8	6,4	15,4
3° trim. <sup>(p)</sup>	-56,9	-55,1	-1,0	-1,2	0,2	0,4	-49,4	49,7	1,4	48,4
<b>Variazioni percentuali</b>										
2009	-14,1	-18,9	-16,7	-2,1	-17,4	-8,7	-9,7	-6,2	-6,9	-6,1
2010	13,3	32,2	9,9	-4,3	4,1	0,3	-3,3	9,9	12,7	9,6
2010 4° trim.	13,3	32,2	9,9	-4,3	4,1	0,3	-3,3	9,9	12,7	9,6
2011 1° trim.	19,2	41,4	4,0	-1,3	9,2	-4,7	-7,8	3,4	-10,5	4,2
2° trim.	26,8	61,3	1,2	-2,5	14,0	-5,1	-8,3	3,2	5,0	3,1
3° trim. <sup>(p)</sup>	10,5	21,6	-7,8	-1,8	17,0	-5,5	-10,5	7,4	3,3	7,6

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 3) Il termine "banche", riferito a entità non residenti nell'area dell'euro, viene utilizzato in questa tavola per indicare istituzioni di natura simile alle IFM.

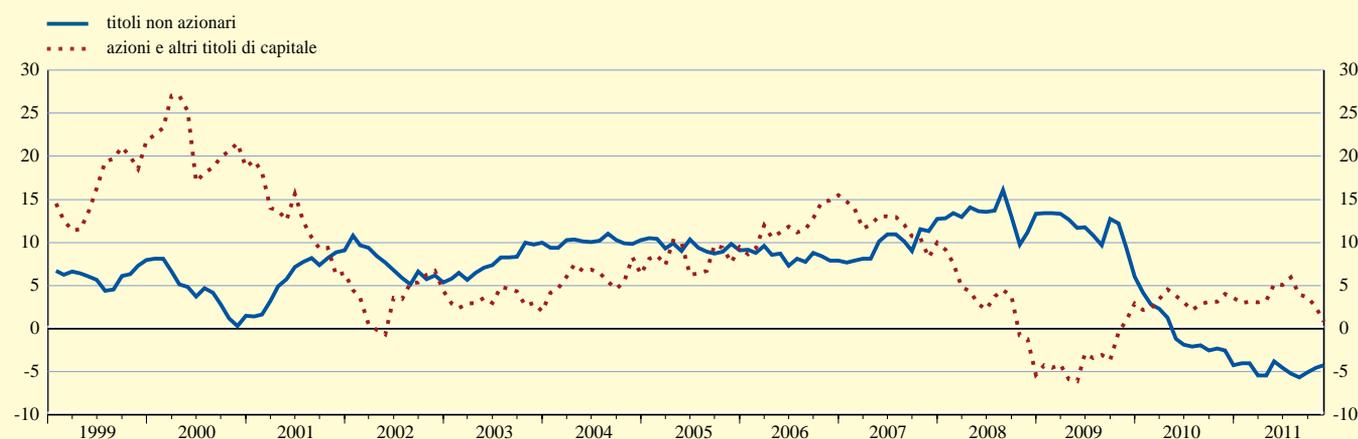
## 2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM <sup>1), 2)</sup>

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

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Consistenze</b>												
2010	5.993,1	1.778,4	107,4	1.507,8	16,4	1.500,8	27,8	1.054,5	1.535,9	445,3	787,8	302,8
2011 <sup>(p)</sup>	5.692,6	1.760,3	87,7	1.374,8	22,9	1.486,2	28,4	932,2	1.509,1	486,2	727,4	295,4
2011 3° trim.	5.635,8	1.706,9	92,8	1.393,8	22,3	1.433,7	25,0	961,2	1.530,5	489,3	740,6	300,5
4° trim. <sup>(p)</sup>	5.692,6	1.760,3	87,7	1.374,8	22,9	1.486,2	28,4	932,2	1.509,1	486,2	727,4	295,4
2011 set.	5.635,8	1.706,9	92,8	1.393,8	22,3	1.433,7	25,0	961,2	1.530,5	489,3	740,6	300,5
ott.	5.654,0	1.709,9	93,0	1.371,7	21,9	1.493,9	24,9	938,8	1.522,8	487,3	739,2	296,3
nov.	5.653,3	1.707,9	97,4	1.360,6	21,9	1.497,5	26,7	941,4	1.521,7	486,4	741,2	294,1
dic. <sup>(p)</sup>	5.692,6	1.760,3	87,7	1.374,8	22,9	1.486,2	28,4	932,2	1.509,1	486,2	727,4	295,4
<b>Transazioni</b>												
2010	-268,6	-167,1	-6,9	42,8	-2,0	10,2	-14,8	-130,8	54,4	28,2	5,2	20,9
2011 <sup>(p)</sup>	-23,6	43,2	8,1	6,4	5,5	-24,3	0,4	-63,0	22,5	61,2	-33,0	-5,7
2011 3° trim.	-48,0	37,0	0,3	-43,4	0,3	-6,7	-0,7	-34,9	-13,6	17,2	-23,2	-7,6
4° trim. <sup>(p)</sup>	80,1	63,8	0,6	-4,3	-0,2	33,2	2,4	-15,5	-9,9	6,3	-13,2	-2,9
2011 set.	-0,3	17,0	4,2	-10,8	-2,5	-5,5	-3,3	0,7	-2,4	8,8	-12,0	0,8
ott.	22,4	2,4	2,3	-14,0	0,2	40,4	0,6	-9,5	-10,7	-2,2	-4,8	-3,7
nov.	-0,9	4,2	1,9	4,6	-0,8	3,3	1,0	-14,9	4,4	0,4	4,8	-0,7
dic. <sup>(p)</sup>	58,5	57,3	-3,6	5,1	0,4	-10,5	0,8	8,9	-3,6	8,1	-13,2	1,6
<b>Variazioni percentuali</b>												
2010	-4,3	-8,5	-5,5	2,9	-11,1	0,7	-35,4	-11,1	3,6	6,5	0,6	7,5
2011 <sup>(p)</sup>	-0,4	2,5	8,0	0,4	33,7	-1,6	1,0	-6,4	1,5	14,0	-4,3	-1,9
2011 3° trim.	-5,1	-4,9	8,0	-1,0	24,8	-4,3	-16,9	-13,0	3,6	13,4	-1,0	1,0
4° trim. <sup>(p)</sup>	-0,4	2,5	8,0	0,4	33,7	-1,6	1,0	-6,4	1,5	14,0	-4,3	-1,9
2011 set.	-5,1	-4,9	8,0	-1,0	24,8	-4,3	-16,9	-13,0	3,6	13,4	-1,0	1,0
ott.	-4,5	-2,3	6,8	-8,2	49,7	-0,1	-6,3	-10,6	2,4	12,6	-2,3	-0,4
nov.	-4,2	-3,0	6,6	-5,2	28,8	-2,2	0,9	-9,3	0,9	11,8	-3,8	-2,8
dic. <sup>(p)</sup>	-0,4	2,5	8,0	0,4	33,7	-1,6	1,0	-6,4	1,5	14,0	-4,3	-1,9

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

**2.7 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM <sup>1), 2)</sup>**

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

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

	IFM <sup>3)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute (consistenze)	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute (consistenze)	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Prestiti a</b>														
<i>Residenti nell'area dell'euro</i>														
2009	5.916,1	-	-	-	-	-	-	11.785,6	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4
2010	5.515,2	-	-	-	-	-	-	12.247,8	96,0	4,0	2,1	0,2	1,1	0,4
2011 2° trim.	5.502,4	-	-	-	-	-	-	12.376,6	96,2	3,8	1,8	0,2	1,1	0,4
3° trim. <sup>(p)</sup>	6.003,8	-	-	-	-	-	-	12.441,9	96,1	3,9	1,9	0,3	1,1	0,4
<i>Non residenti nell'area dell'euro</i>														
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
2011 2° trim.	2.012,0	45,4	54,6	31,8	2,7	3,2	10,0	994,5	41,4	58,6	39,8	1,4	3,6	6,8
3° trim. <sup>(p)</sup>	2.132,4	44,2	55,8	34,7	2,8	3,3	9,0	1.022,7	40,0	60,0	41,3	2,2	3,3	7,0
<b>Titoli non azionari</b>														
<i>Emessi da residenti nell'area dell'euro</i>														
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	1.885,8	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 2° trim.	1.760,3	94,8	5,2	2,9	0,2	0,3	1,4	2.929,9	98,5	1,5	0,8	0,1	0,1	0,4
3° trim. <sup>(p)</sup>	1.799,7	94,8	5,2	2,6	0,1	0,3	1,8	2.874,8	98,4	1,6	0,9	0,2	0,1	0,4
<i>Emessi da non residenti nell'area dell'euro</i>														
2009	552,1	55,3	44,7	27,1	0,4	0,5	14,6	595,6	35,3	64,7	37,9	4,3	0,9	15,3
2010	545,9	49,9	50,1	27,6	0,3	0,5	16,8	508,6	33,6	66,4	40,3	3,9	0,9	13,5
2011 2° trim.	493,0	53,1	46,9	24,9	0,3	0,6	15,7	480,2	33,9	66,1	38,6	5,3	0,8	12,4
3° trim. <sup>(p)</sup>	478,6	54,7	45,3	21,8	0,3	0,4	17,1	482,9	32,6	67,4	39,2	6,0	0,8	12,5
<b>Depositi di</b>														
<i>Residenti nell'area dell'euro</i>														
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
2011 2° trim.	5.692,3	92,5	7,5	4,3	0,2	1,5	0,8	10.922,0	97,1	2,9	1,9	0,1	0,1	0,4
3° trim. <sup>(p)</sup>	6.084,4	92,2	7,8	4,6	0,3	1,4	0,8	10.995,0	97,0	3,0	2,0	0,2	0,1	0,4
<i>Non residenti nell'area dell'euro</i>														
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
2011 2° trim.	2.295,8	53,5	46,5	29,8	2,2	1,9	8,0	984,8	58,7	41,3	29,3	1,3	1,4	4,5
3° trim. <sup>(p)</sup>	2.298,8	57,1	42,9	26,9	2,1	1,8	7,8	1.047,6	59,1	40,9	28,6	1,5	1,7	4,6

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

	Tutte le valute (consistenze)	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
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
2011 2° trim.	5.155,8	81,9	18,1	9,6	1,6	2,2	2,4
3° trim. <sup>(p)</sup>	5.180,3	81,8	18,2	9,7	1,7	2,1	2,5

Fonte: BCE.

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

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

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

### 1. Attività

	Totale	Depositi e prestiti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale (escl. quote di 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							
2011 mag.	6.431,0	392,2	2.399,8	1.992,2	897,8	224,9	524,0
giu.	6.352,7	390,6	2.386,8	1.958,6	886,8	224,9	505,0
lug.	6.435,7	394,8	2.420,4	1.943,8	891,5	226,5	558,6
ago.	6.192,9	411,8	2.382,8	1.736,5	840,2	227,9	593,8
set.	6.072,2	420,9	2.383,0	1.632,5	829,9	229,5	576,4
ott.	6.191,2	423,1	2.370,3	1.734,3	842,8	227,5	593,1
nov. <sup>(a)</sup>	6.117,4	421,8	2.344,0	1.701,6	826,4	227,5	596,2
Transazioni							
2011 1° trim.	110,1	19,2	25,2	14,9	8,4	2,4	40,0
2° trim.	68,9	5,6	38,2	25,9	12,3	5,8	-18,9
3° trim.	-6,3	29,1	-21,3	-42,0	-16,8	2,8	41,9

### 2. Passività

	Totale	Depositi e prestiti ricevuti	Quote di fondi di investimento emesse			Altre passività (incl. prodotti finanziari derivati)	
			Totale	Detenute da residenti nell'area dell'euro			
				Fondi di investimento	Detenute da non residenti nell'area dell'euro		
	1	2	3	4	5	6	7
Consistenze in essere							
2011 mag.	6.431,0	126,8	5.861,2	4.532,4	682,9	1.328,8	443,0
giu.	6.352,7	121,0	5.790,3	4.466,8	672,6	1.323,5	441,4
lug.	6.435,7	122,3	5.825,8	4.465,3	672,8	1.360,6	487,6
ago.	6.192,9	128,6	5.545,2	4.267,8	621,7	1.277,4	519,1
set.	6.072,2	125,1	5.416,4	4.162,3	602,2	1.254,1	530,7
ott.	6.191,2	130,4	5.521,3	4.225,4	614,1	1.295,9	539,5
nov. <sup>(a)</sup>	6.117,4	135,7	5.437,4	4.147,0	597,4	1.290,5	544,3
Transazioni							
2011 1° trim.	110,1	12,0	55,4	27,1	4,1	28,3	42,8
2° trim.	68,9	-2,9	79,0	25,8	9,6	53,3	-7,3
3° trim.	-6,3	6,4	-45,2	-56,0	-32,9	10,8	32,5

### 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										
2011 apr.	5.814,3	1.797,4	1.724,8	1.429,1	269,6	113,3	480,2	5.728,8	85,5	1.070,8
mag.	5.861,2	1.825,3	1.729,6	1.438,2	271,2	114,5	482,5	5.775,6	85,6	1.090,1
giu.	5.790,3	1.812,5	1.689,6	1.424,5	272,5	112,5	478,8	5.703,5	86,8	1.047,5
lug.	5.825,8	1.836,8	1.674,4	1.434,3	287,0	116,2	477,3	5.737,3	88,6	1.032,5
ago.	5.545,2	1.807,2	1.495,2	1.381,7	286,2	114,1	460,8	5.456,9	88,4	1.060,3
set.	5.416,4	1.786,1	1.413,9	1.386,8	286,5	119,2	424,0	5.327,2	89,2	1.066,9
ott.	5.521,3	1.787,3	1.500,2	1.405,8	288,2	115,8	423,9	5.439,2	82,1	1.049,5
nov. <sup>(a)</sup>	5.437,4	1.756,2	1.470,6	1.383,8	287,3	119,0	420,6	5.354,6	82,8	1.083,7
Transazioni										
2011 mag.	27,8	9,8	9,7	5,9	-0,2	-1,0	3,6	28,1	-0,3	8,1
giu.	8,8	2,1	2,1	1,5	2,8	-0,3	0,6	6,8	2,0	-36,9
lug.	36,4	12,0	5,6	2,5	13,3	2,0	1,0	34,9	1,5	-20,0
ago.	-49,0	-14,0	-22,8	-10,8	0,8	-0,2	-2,0	-49,0	0,0	32,8
set.	-32,6	-16,3	-11,1	-4,9	1,1	0,6	-2,0	-32,9	0,3	-12,3
ott.	-25,6	-2,1	-6,7	-6,4	-0,2	-0,8	-9,5	-18,9	-6,7	-7,5
nov. <sup>(a)</sup>	-22,4	-10,3	-7,5	-5,4	-0,4	0,0	1,2	-23,0	0,6	21,2

Fonte: BCE.

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

**2.9 Titoli di debito detenuti dai fondi di investimento <sup>1)</sup>, suddivisi per emittente**

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

**1. Titoli non azionari**

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
	Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze in essere</b>											
2010 4° trim.	2.369,5	1.432,6	375,5	692,0	193,9	6,2	165,0	936,8	247,0	365,8	16,1
2011 1° trim.	2.354,9	1.430,3	383,4	675,7	200,2	5,6	165,5	924,5	246,5	354,5	14,1
2° trim.	2.386,8	1.429,8	386,3	671,3	196,3	5,8	170,1	957,0	252,3	358,6	17,8
3° trim. <sup>(p)</sup>	2.383,0	1.413,6	380,7	682,1	184,1	4,7	162,0	969,4	252,3	369,7	18,7
<b>Transazioni</b>											
2011 1° trim.	25,2	10,7	9,3	-8,3	7,9	-0,1	1,8	14,5	1,9	2,3	-1,0
2° trim.	38,2	-0,4	1,7	-3,5	-1,6	0,4	2,7	37,0	8,2	7,7	3,6
3° trim. <sup>(p)</sup>	-21,3	-16,9	-5,8	1,3	-7,7	-0,3	-4,3	-4,5	6,0	-4,1	5,3

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

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
	Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze in essere</b>											
2010 4° trim.	1.987,7	751,1	77,8	-	39,5	25,2	608,7	1.236,5	171,4	355,8	83,8
2011 1° trim.	1.973,7	782,8	89,2	-	41,7	26,2	625,7	1.191,0	167,2	365,2	71,1
2° trim.	1.958,6	773,6	84,5	-	41,2	26,1	621,9	1.185,0	166,4	362,8	77,0
3° trim. <sup>(p)</sup>	1.632,5	615,4	53,3	-	35,7	20,4	506,0	1.017,0	141,8	323,6	72,5
<b>Transazioni</b>											
2011 1° trim.	14,9	11,6	5,5	-	2,3	-0,9	4,7	3,3	-0,5	16,0	-3,9
2° trim.	25,9	-0,9	-0,6	-	1,3	0,3	-2,0	26,8	2,9	8,5	6,9
3° trim. <sup>(p)</sup>	-42,0	-8,9	-4,9	-	-0,7	0,2	-3,5	-33,1	-5,1	-11,8	-3,2

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

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
	Totale	IFM <sup>2)</sup>	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari <sup>2)</sup>	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze in essere</b>											
2010 4° trim.	875,6	740,5	76,0	-	664,4	-	-	135,1	23,8	38,6	0,6
2011 1° trim.	882,9	746,3	78,0	-	668,3	-	-	136,6	22,6	41,7	0,5
2° trim.	886,8	752,0	79,4	-	672,6	-	-	134,8	22,1	42,8	0,5
3° trim. <sup>(p)</sup>	829,9	697,5	95,3	-	602,2	-	-	132,4	20,1	42,6	0,5
<b>Transazioni</b>											
2011 1° trim.	8,4	6,1	2,1	-	4,1	-	-	2,3	-0,9	3,3	-0,1
2° trim.	12,3	10,8	1,2	-	9,6	-	-	1,5	0,3	1,3	0,0
3° trim. <sup>(p)</sup>	-16,8	-16,2	16,7	-	-32,9	-	-	-0,6	-0,5	-0,3	0,0

Fonte: BCE.

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

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

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

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

### 1. Attività

	Totale	Depositi e prestiti	Prestiti cartolarizzati						Titoli non azionari	Altre attività cartolarizzate	Azioni e altri titoli di capitale	Altre attività	
			Totale	Originati nell'area dell'euro				Originati all'esterno dell'area dell'euro					
				IFM	Mantenuti nel bilancio delle IFM <sup>1)</sup>	Altri intermediari finanziari, società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie						Amministrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Consistenze</b>													
2010 2° trim.	2.285,9	363,2	1.437,5	1.131,2	570,6	140,6	25,0	6,4	134,2	278,8	101,3	41,1	64,0
3° trim.	2.284,9	350,2	1.467,1	1.173,3	582,4	133,7	24,8	6,4	128,8	260,4	100,3	41,4	65,6
4° trim.	2.350,1	373,6	1.521,9	1.237,6	606,4	124,9	22,9	6,0	130,4	251,8	92,5	41,9	68,5
2011 1° trim.	2.256,1	353,1	1.482,1	1.193,7	595,3	131,3	23,3	5,9	127,8	242,0	89,0	36,8	53,1
2° trim.	2.215,8	339,7	1.461,1	1.177,1	585,5	134,1	21,8	5,2	123,0	232,5	88,6	35,7	58,2
3° trim.	2.200,2	321,4	1.470,1	1.195,7	590,5	132,3	21,8	5,2	115,1	231,5	86,5	34,4	56,4
<b>Transazioni</b>													
2010 3° trim.	-4,5	-12,1	23,4	32,9	-	-2,3	-0,6	-0,1	-6,5	-16,3	-0,5	0,4	0,7
4° trim.	44,8	24,5	24,2	30,1	-	-4,7	-2,1	-0,4	1,3	-5,5	-0,9	-0,6	3,0
2011 1° trim.	-92,3	-23,1	-36,5	-44,2	-	8,8	0,6	0,0	-1,8	-10,0	-2,4	-4,9	-15,3
2° trim.	-44,6	-11,7	-26,0	-22,3	-	2,5	-0,9	-0,3	-4,9	-7,9	0,0	0,0	1,0
3° trim.	-23,4	-18,3	4,6	14,6	-	-2,0	-0,2	0,0	-7,8	-2,3	-2,2	-1,1	-4,2

### 2. Passività

	Totale	Prestiti e depositi ricevuti	Titoli di debito emessi			Capitale e riserve	Altre passività
			Totale	Fino a 2 anni	Oltre 2 anni		
	1	2	3	4	5	6	7
<b>Consistenze</b>							
2010 2° trim.	2.285,9	107,6	1.961,1	91,1	1.870,0	45,0	172,2
3° trim.	2.284,9	119,9	1.946,8	86,5	1.860,3	43,2	175,1
4° trim.	2.350,1	134,4	1.970,0	93,5	1.876,5	42,6	203,2
2011 1° trim.	2.256,1	133,1	1.887,6	83,9	1.803,6	37,7	197,7
2° trim.	2.215,8	134,0	1.844,0	82,6	1.761,4	34,8	203,1
3° trim.	2.200,2	131,1	1.824,8	80,0	1.744,8	34,4	209,9
<b>Transazioni</b>							
2010 3° trim.	-4,5	11,6	-10,9	-4,2	-6,7	-0,1	-5,1
4° trim.	44,8	15,9	24,0	5,7	18,3	-2,1	7,0
2011 1° trim.	-92,3	-1,0	-79,2	-9,9	-69,3	-4,5	-7,7
2° trim.	-44,6	0,9	-48,6	-5,7	-42,8	-1,2	4,3
3° trim.	-23,4	-2,2	-22,6	-4,1	-18,6	-1,7	3,1

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

	Prestiti cartolarizzati originati da IFM dell'area dell'euro						Titoli non azionari						
	Totale	Settore debitore dell'area dell'euro					Settore debitore esterno all'area dell'euro	Totale	Residenti nell'area dell'euro			Non residenti nell'area dell'euro	
		Famiglie	Società non azionarie	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche			Totale	IFM	Non IFM		
											Società veicolo finanziarie		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Consistenze</b>													
2010 2° trim.	1.131,2	812,6	215,9	19,4	14,7	7,4	61,1	278,8	149,2	50,5	98,7	45,5	129,6
3° trim.	1.173,3	828,7	221,2	18,2	15,0	7,0	83,2	260,4	140,8	47,4	93,4	38,3	119,6
4° trim.	1.237,6	852,7	251,4	17,2	15,3	7,1	94,1	251,8	131,9	45,7	86,3	36,5	119,9
2011 1° trim.	1.193,7	804,1	250,7	17,0	15,4	7,2	99,3	242,0	125,7	42,4	83,3	36,8	116,3
2° trim.	1.177,1	788,8	250,9	18,8	15,4	9,8	93,4	232,5	124,5	41,1	83,4	35,4	108,2
3° trim.	1.195,7	795,2	257,5	18,1	15,2	9,6	100,1	231,5	121,6	41,7	79,9	33,8	109,1
<b>Transazioni</b>													
2010 3° trim.	32,9	9,7	1,3	-0,8	0,3	-0,4	22,8	-16,3	-9,8	-2,5	-7,4	-6,7	-6,5
4° trim.	30,1	16,3	14,1	-1,6	-0,2	0,1	1,4	-5,5	-5,3	-1,1	-4,2	-2,2	-0,2
2011 1° trim.	-44,2	-52,2	3,2	-0,4	0,0	0,0	5,2	-10,0	-5,9	-3,1	-2,8	0,1	-4,1
2° trim.	-22,3	-21,1	0,3	0,6	-0,2	2,6	-4,4	-7,9	0,6	-0,4	0,9	-0,7	-8,5
3° trim.	14,6	6,3	2,5	-0,7	0,0	-0,2	6,7	-2,3	-3,3	-0,2	-3,1	-1,2	1,0

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
2008 4° trim.	6.158,6	800,7	478,6	2.292,9	819,1	1.088,2	93,9	245,7	184,8	154,5
2009 1° trim.	6.188,0	797,2	493,7	2.361,0	785,6	1.071,9	101,6	244,1	176,2	156,7
2° trim.	6.329,9	782,8	487,7	2.384,4	818,9	1.200,3	89,7	248,6	162,1	155,3
3° trim.	6.517,3	784,2	483,4	2.424,9	792,4	1.377,3	86,0	252,0	163,2	153,8
4° trim.	6.642,1	786,9	477,9	2.462,8	804,3	1.456,7	86,4	256,2	158,1	152,8
2010 1° trim.	6.864,3	784,5	486,3	2.575,8	815,3	1.534,1	83,4	267,1	169,4	148,4
2° trim.	6.891,1	785,5	488,9	2.613,5	792,7	1.518,4	79,8	272,1	190,2	150,1
3° trim.	7.060,3	783,2	498,0	2.698,8	807,4	1.559,7	75,3	272,9	215,1	149,9
4° trim.	6.978,8	774,1	501,6	2.642,2	823,1	1.579,1	65,3	271,8	170,0	151,5
2011 1° trim.	7.050,6	775,1	499,7	2.676,3	826,6	1.602,0	63,5	279,0	174,3	154,1
2° trim.	7.073,9	778,4	506,8	2.691,8	830,6	1.605,3	66,8	269,5	171,8	153,0
3° trim.	7.060,5	793,6	498,8	2.714,4	780,2	1.553,4	74,6	267,4	225,2	152,9

**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
2008 4° trim.	2.292,9	1.874,6	505,9	1.014,0	207,0	11,4	136,4	418,3
2009 1° trim.	2.361,0	1.939,5	531,1	1.040,5	218,3	13,5	136,1	421,5
2° trim.	2.384,4	1.987,6	541,7	1.060,8	231,2	15,0	139,0	396,8
3° trim.	2.424,9	2.021,7	552,6	1.086,7	229,4	15,1	137,8	403,2
4° trim.	2.462,8	2.053,6	543,8	1.114,4	239,3	16,7	139,5	409,2
2010 1° trim.	2.575,8	2.157,9	578,5	1.184,6	231,7	16,2	146,9	417,9
2° trim.	2.613,5	2.190,3	581,7	1.196,8	244,3	16,6	150,9	423,1
3° trim.	2.698,8	2.271,6	593,4	1.242,3	264,1	19,5	152,4	427,2
4° trim.	2.642,2	2.218,7	594,3	1.215,0	236,1	17,7	155,5	423,5
2011 1° trim.	2.676,3	2.260,2	617,3	1.208,6	261,9	19,0	153,5	416,0
2° trim.	2.691,8	2.266,7	638,0	1.229,6	223,5	16,1	159,5	425,1
3° trim.	2.714,4	2.289,6	640,4	1.236,2	235,6	17,4	160,1	424,8

**3. Passività e ricchezza finanziaria netta**

	Passività								Altri conti attivi/passivi e strumenti derivati	Ricchezza netta
	Totale	Prestiti ricevuti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Riserve tecniche di assicurazione			Riserve premi e riserve sinistri		
					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			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2008 4° trim.	6.123,7	348,8	31,7	422,1	5.178,6	2.909,2	1.445,8	823,6	142,6	34,8
2009 1° trim.	6.129,8	347,8	31,8	378,6	5.228,6	2.927,5	1.460,2	841,0	142,9	58,2
2° trim.	6.215,9	321,6	33,1	395,1	5.325,5	3.005,5	1.477,4	842,6	140,6	114,1
3° trim.	6.363,7	303,8	36,1	440,0	5.438,6	3.094,8	1.501,7	842,2	145,1	153,6
4° trim.	6.441,3	284,6	39,5	436,2	5.527,8	3.168,6	1.519,8	839,3	153,3	200,8
2010 1° trim.	6.622,5	293,6	39,5	455,4	5.676,6	3.255,9	1.560,2	860,5	157,5	241,7
2° trim.	6.661,4	298,9	40,9	427,9	5.733,7	3.281,4	1.589,1	863,2	160,0	229,7
3° trim.	6.774,7	315,0	39,8	435,7	5.829,0	3.338,9	1.629,5	860,5	155,2	285,6
4° trim.	6.816,8	284,5	42,3	444,6	5.895,6	3.381,8	1.651,3	862,4	149,8	162,0
2011 1° trim.	6.919,1	304,2	40,1	459,7	5.965,0	3.414,1	1.664,5	886,3	150,0	131,5
2° trim.	6.933,4	305,6	43,2	447,4	5.987,2	3.437,1	1.674,4	875,6	149,9	140,6
3° trim.	6.892,2	311,4	42,4	401,5	5.972,6	3.422,1	1.678,9	871,6	164,3	168,3

Fonte: BCE.



## CONTI DELL'AREA DELL'EURO

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

(miliardi di euro)

Impieghi	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>3° trim. 2011</b>						
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						584
Saldo commerciale <sup>1)</sup>						-20
<b>Formazione del conto dei redditi</b>						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	1.108	115	701	56	235	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	27	6	14	4	4	
Consumo di capitale fisso	362	97	206	11	49	
Margine operativo netto e reddito misto <sup>1)</sup>	600	284	279	37	-1	
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>						
Margine operativo lordo e reddito misto						6
Redditi da lavoro dipendente						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	667	39	249	308	71	104
Interessi	399	37	74	217	71	55
Altri redditi da capitale	268	2	175	91	0	49
Reddito nazionale netto <sup>1)</sup>	1.9779	1.588	129	49	214	
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	266	210	46	9	0	2
Contributi sociali	428	428				1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	457	1	17	33	405	1
Altri trasferimenti correnti	184	68	23	45	49	10
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	43	33	9	1	1	2
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	43			45		1
Altro	98	35	14	1	48	8
Reddito netto disponibile <sup>1)</sup>	1.954	1.421	72	56	404	
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.850	1.365			484	
Spese per consumi individuali	1.665	1.365			300	
Spese per consumi collettivi	184				184	
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	16	0	0	16	0	0
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero <sup>1)</sup>	104	71	72	41	-80	1
<b>Conto capitale</b>						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	468	148	255	11	54	
Investimenti fissi lordi	455	145	245	11	54	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	13	3	10	10	0	0
Consumo di capitale fisso						
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0	-1	0	0	0	0
Trasferimenti in conto capitale	30	9	1	2	19	5
Imposte in conto capitale	6	6	1	0	0	0
Altri trasferimenti in conto capitale	24	3	0	2	19	5
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) <sup>1)</sup>	1	21	37	39	-97	-1
Discrepanza statistica	0	-15	15	0	0	0

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

(miliardi di euro)

Risorse	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>3° trim. 2011</b>						
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						564
<i>Saldo commerciale</i>						
<b>Formazione del conto dei redditi</b>						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	2.097	502	1.200	108	287	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	240					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) <sup>2)</sup>	2.338					
Redditi da lavoro dipendente						
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Consumo di capitale fisso						
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i>						
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>						
Margine operativo lordo e reddito misto	600	284	279	37	-1	
Redditi da lavoro dipendente	1.109	1.109				4
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	267				267	1
Redditi da capitale	671	233	99	319	19	100
Interessi	391	62	49	269	10	63
Altri redditi da capitale	280	172	49	50	9	37
<i>Reddito nazionale netto</i>						
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
Reddito nazionale netto	1.979	1.588	129	49	214	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	267				267	1
Contributi sociali	428	1	17	50	360	1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	455	455				3
Altri trasferimenti correnti	160	85	12	45	18	35
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	43			43		2
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	43	35	7	1	0	2
Altro	74	50	5	0	18	32
<i>Reddito netto disponibile</i>						
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
Reddito netto disponibile	1.954	1.421	72	56	404	
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>						
<b>Conto capitale</b>						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	104	71	72	41	-80	1
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	362	97	206	11	49	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	32	9	16	1	7	3
Imposte in conto capitale	6				6	0
Altri trasferimenti in conto capitale	26	9	16	1	1	3
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>						
Discrepanza statistica						

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

(miliardi di euro)

Attività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>3° trim. 2011</b>								
<b>Bilancio di apertura: attività finanziarie</b>								
Totale delle attività finanziarie		18.903	16.948	32.249	15.364	6.834	3.874	16.763
Oro monetario e DSP				412				
Banconote, monete e depositi		6.708	1.901	9.114	2.364	805	787	3.572
Titoli di debito a breve termine		57	76	464	317	47	32	714
Titoli di debito a lungo termine		1.371	244	5.973	2.436	2.659	442	3.824
Prestiti		80	3.132	13.430	3.588	472	545	1.900
<i>di cui: a lungo termine</i>		59	1.796	10.308	2.560	352	463	.
Azioni e altre partecipazioni		4.397	7.901	1.912	6.383	2.469	1.363	6.033
Azioni quotate		829	1.413	370	2.154	572	262	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.204	6.078	1.242	3.233	297	933	.
Quote di fondi di investimento		1.364	410	300	996	1.600	168	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.815	178	3	0	230	4	241
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		476	3.516	941	276	152	701	479
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie</b>								
Totale delle transazioni in attività finanziarie		28	195	1.340	50	54	-27	118
Oro monetario e DSP				0				0
Banconote, monete e depositi		12	19	1.140	92	26	-86	31
Titoli di debito a breve termine		-3	4	47	-3	7	0	-18
Titoli di debito a lungo termine		-10	7	-15	-62	-15	-5	19
Prestiti		0	93	53	55	-3	-15	38
<i>di cui: a lungo termine</i>		0	27	-140	30	0	-2	.
Azioni e altre partecipazioni		-17	69	0	-32	43	13	8
Azioni quotate		6	40	1	-69	3	3	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		8	34	10	56	3	14	.
Quote di fondi di investimento		-30	-5	-11	-19	37	-4	.
Riserve tecniche di assicurazione		24	0	0	0	-1	0	-3
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		22	4	114	0	-3	66	43
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Conto delle altre variazioni: attività finanziarie</b>								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		-466	-840	61	-340	-113	-46	8
Oro monetario e DSP				57				
Banconote, monete e depositi		9	5	94	0	2	0	73
Titoli di debito a breve termine		-2	3	-1	4	0	-1	21
Titoli di debito a lungo termine		-43	-16	43	11	21	2	172
Prestiti		-1	11	41	21	-1	0	24
<i>di cui: a lungo termine</i>		-1	2	19	13	0	0	.
Azioni e altre partecipazioni		-406	-823	-155	-383	-137	-58	-283
Azioni quotate		-182	-231	-71	-302	-52	-45	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		-145	-561	-79	-34	-7	-3	.
Quote di fondi di investimento		-79	-31	-5	-46	-78	-9	.
Riserve tecniche di assicurazione		-13	0	0	0	2	0	2
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		-10	-20	-18	6	0	11	-1
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Bilancio di chiusura: attività finanziarie</b>								
Totale delle attività finanziarie		18.466	16.303	33.651	15.074	6.776	3.800	16.889
Oro monetario e DSP				469				
Banconote, monete e depositi		6.728	1.925	10.348	2.456	833	700	3.676
Titoli di debito a breve termine		52	83	510	318	54	31	717
Titoli di debito a lungo termine		1.318	235	6.001	2.385	2.666	439	4.015
Prestiti		79	3.237	13.524	3.664	468	530	1.961
<i>di cui: a lungo termine</i>		58	1.825	10.187	2.603	352	461	.
Azioni e altre partecipazioni		3.974	7.146	1.758	5.968	2.375	1.318	5.758
Azioni quotate		652	1.222	301	1.782	523	220	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.066	5.551	1.173	3.254	293	943	.
Quote di fondi di investimento		1.255	374	284	932	1.559	155	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.827	177	3	0	231	4	240
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		488	3.499	1.037	282	149	777	521
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								

Fonte: BCE.

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

(miliardi di euro)

Passività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicu- razione e fondi pensione	Ammini- strazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>3° trim. 2011</b>								
<b>Bilancio di apertura: passività finanziarie</b>								
Totale delle passività		6.670	26.813	31.393	14.736	6.891	9.218	14.801
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			30	22.301	21	0	259	2.640
Titoli di debito a breve termine			82	623	78	1	687	235
Titoli di debito a lungo termine			799	4.540	2.738	33	6.002	2.838
Prestiti		6.152	8.564		3.376	270	1.706	3.079
<i>di cui: a lungo termine</i>		5.784	6.077		1.855	121	1.401	.
Azioni e altre partecipazioni		7	13.364	2.691	8.389	423	6	5.577
Azioni quotate			3.914	489	250	122	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		7	9.451	1.155	2.552	300	6	.
Quote di fondi di investimento				1.048	5.587			.
Riserve tecniche di assicurazione		35	335	70	1	6.029	1	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		476	3.638	1.168	133	135	558	431
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>	-1.550	12.233	-9.865	856	628	-57	-5.345	
<b>Conto finanziario, transazioni in passività</b>								
Totale delle transazioni in passività		22	143	1.288	100	18	69	118
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			-1	1.148	12	0	3	72
Titoli di debito a breve termine			11	6	-10	0	15	11
Titoli di debito a lungo termine			3	-17	-7	0	-35	-24
Prestiti		16	40		96	6	28	35
<i>di cui: a lungo termine</i>		24	25		43	-2	27	.
Azioni e altre partecipazioni		0	54	27	23	1	0	-20
Azioni quotate			4	17	3	1	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	50	9	75	0	0	.
Quote di fondi di investimento				0	-55			.
Riserve tecniche di assicurazione		0	0	2	0	17	0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		6	34	122	-13	-6	58	44
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>	1	6	53	52	-50	36	-97	-1
<b>Conto delle altre variazioni: passività finanziarie</b>								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		6	-1.435	-2	-367	-83	90	-2
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0	117	0	0	0	66
Titoli di debito a breve termine			0	10	0	0	0	15
Titoli di debito a lungo termine			27	64	-32	-1	97	36
Prestiti		1	13		42	-1	1	38
<i>di cui: a lungo termine</i>		2	1		14	-1	1	.
Azioni e altre partecipazioni		0	-1.461	-200	-379	-45	0	-159
Azioni quotate			-776	-158	-68	-25	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	-685	-61	0	-20	0	.
Quote di fondi di investimento				19	-311			.
Riserve tecniche di assicurazione		0	0	0	0	-9	0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		4	-14	8	3	-28	-7	3
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>	47	-472	595	64	26	-29	-137	10
<b>Bilancio di chiusura: passività finanziarie</b>								
Totale delle passività finanziarie		6.698	25.520	32.680	14.470	6.825	9.378	14.917
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			30	23.566	32	0	262	2.778
Titoli di debito a breve termine			94	639	68	1	702	261
Titoli di debito a lungo termine			828	4.587	2.699	32	6.064	2.850
Prestiti		6.169	8.617		3.514	275	1.735	3.151
<i>di cui: a lungo termine</i>		5.811	6.104		1.912	118	1.429	.
Azioni e altre partecipazioni		7	11.958	2.518	8.033	378	6	5.398
Azioni quotate			3.142	348	185	97	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		7	8.816	1.103	2.627	279	6	.
Quote di fondi di investimento				1.067	5.221			.
Riserve tecniche di assicurazione		35	335	72	1	6.038	1	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		487	3.658	1.298	123	101	609	479
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>	-1.502	11.767	-9.217	971	604	-50	-5.578	

Fonte: BCE.

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

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri)

Impieghi	2007	2008	2009	4° trim. 2009- 3° trim. 2010	1° trim. 2010- 4° trim. 2010	2° trim. 2010- 1° trim. 2011	3° trim. 2010- 2° trim. 2011	4° trim. 2010- 3° trim. 2011
<b>Formazione del conto dei redditi</b>								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)								
Redditi da lavoro dipendente	4.278	4.460	4.442	4.472	4.490	4.517	4.548	4.575
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	99	94	85	87	82	84	88	94
Consumo di capitale fisso	1.294	1.361	1.384	1.405	1.415	1.425	1.435	1.442
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i> <sup>1)</sup>	2.398	2.360	2.117	2.187	2.213	2.240	2.259	2.271
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Redditi da lavoro dipendente								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Redditi da capitale	3.689	3.936	2.959	2.759	2.803	2.848	2.922	2.976
Interessi	2.129	2.383	1.606	1.401	1.410	1.441	1.484	1.532
Altri redditi da capitale	1.560	1.553	1.353	1.358	1.393	1.407	1.438	1.445
<i>Reddito nazionale netto</i> <sup>1)</sup>	7.773	7.807	7.538	7.680	7.733	7.797	7.862	7.920
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.136	1.145	1.028	1.043	1.054	1.071	1.081	1.096
Contributi sociali	1.596	1.671	1.676	1.689	1.699	1.708	1.717	1.733
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.586	1.657	1.774	1.813	1.821	1.826	1.831	1.837
Altri trasferimenti correnti	738	771	775	779	771	771	773	772
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	183	187	181	180	180	178	178	179
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	184	188	182	180	180	179	178	179
Altro	370	395	412	419	412	414	416	415
<i>Reddito netto disponibile</i> <sup>1)</sup>	7.679	7.705	7.430	7.565	7.621	7.684	7.750	7.810
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	6.884	7.135	7.140	7.259	7.301	7.350	7.399	7.438
Spese per consumi individuali	6.185	6.399	6.369	6.486	6.529	6.576	6.623	6.660
Spese per consumi collettivi	699	737	771	773	772	774	776	778
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	61	70	62	56	55	54	55	58
<i>Risparmio netto</i> <sup>1)</sup>	796	570	290	306	320	334	351	373
<b>Conto capitale</b>								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	2.065	2.074	1.719	1.768	1.793	1.838	1.855	1.871
Investimenti fissi lordi	1.990	2.011	1.763	1.761	1.773	1.799	1.814	1.828
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	75	63	-43	7	19	39	41	43
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-1	1	1	2	1	1	1	1
Trasferimenti in conto capitale	153	152	185	221	226	214	206	164
Imposte in conto capitale	24	24	34	30	25	26	25	25
Altri trasferimenti in conto capitale	129	128	151	191	201	188	181	139
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> (dal conto capitale) <sup>1)</sup>	40	-135	-37	-47	-49	-70	-61	-48

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	2007	2008	2009	4° trim. 2009- 3° trim. 2010	1° trim. 2010- 4° trim. 2010	2° trim. 2010- 1° trim. 2011	3° trim. 2010- 2° trim. 2011	4° trim. 2010- 3° trim. 2011
<b>Formazione del conto dei redditi</b>								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	8.069	8.275	8.028	8.151	8.200	8.265	8.329	8.382
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	960	946	894	931	940	956	958	966
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) <sup>2)</sup>	9.029	9.221	8.922	9.082	9.139	9.221	9.288	9.347
Redditi da lavoro dipendente								
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti								
Consumo di capitale fisso								
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i>								
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>								
Margine operativo lordo e reddito misto	2.398	2.360	2.117	2.187	2.213	2.240	2.259	2.271
Redditi da lavoro dipendente	4.286	4.468	4.450	4.481	4.500	4.527	4.558	4.585
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	1.067	1.047	996	1.032	1.035	1.053	1.059	1.072
Redditi da capitale	3.711	3.867	2.933	2.740	2.788	2.825	2.908	2.968
Interessi	2.092	2.327	1.561	1.358	1.370	1.402	1.446	1.496
Altri redditi da capitale	1.619	1.540	1.372	1.382	1.418	1.423	1.462	1.473
<i>Reddito nazionale netto</i>								
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
Reddito nazionale netto	7.773	7.807	7.538	7.680	7.733	7.797	7.862	7.920
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.144	1.153	1.034	1.047	1.059	1.076	1.087	1.103
Contributi sociali	1.595	1.670	1.674	1.688	1.698	1.707	1.716	1.732
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.578	1.649	1.767	1.807	1.814	1.819	1.824	1.830
Altri trasferimenti correnti	644	671	669	665	662	660	662	664
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	184	188	182	180	180	179	178	179
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	180	184	178	177	176	175	175	175
Altro	280	298	309	308	306	306	309	310
<i>Reddito netto disponibile</i>								
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
Reddito netto disponibile	7.679	7.705	7.430	7.565	7.621	7.684	7.750	7.810
Spese per consumi finali								
Spese per consumi individuali								
Spese per consumi collettivi								
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	61	70	62	56	55	54	55	58
<i>Risparmio netto</i>								
<b>Conto capitale</b>								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	796	570	290	306	320	334	351	373
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.294	1.361	1.384	1.405	1.415	1.425	1.435	1.442
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	168	162	194	231	236	224	215	174
Imposte in conto capitale	24	24	34	30	25	26	25	25
Altri trasferimenti in conto capitale	144	138	160	202	211	198	190	149
<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)

	2007	2008	2009	4° trim. 2009- 3° trim. 2010	1° trim. 2010- 4° trim. 2010	2° trim. 2010- 1° trim. 2011	3° trim. 2010- 2° trim. 2011	4° trim. 2010- 3° trim. 2011
<b>Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta</b>								
Redditi da lavoro dipendente (+)	4.286	4.468	4.450	4.481	4.500	4.527	4.558	4.585
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.483	1.521	1.449	1.446	1.455	1.466	1.482	1.491
Interessi attivi (+)	316	351	241	213	214	221	229	238
Interessi passivi (-)	221	249	146	125	126	130	137	142
Altri redditi da capitali attivi (+)	788	785	714	704	713	726	736	748
Altri redditi da capitali passivi (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc. (-)	834	872	841	844	848	858	864	873
Contributi sociali netti (-)	1.592	1.667	1.671	1.684	1.694	1.703	1.712	1.728
Prestazioni sociali nette (+)	1.573	1.644	1.762	1.802	1.809	1.814	1.819	1.824
Trasferimenti correnti netti attivi (+)	62	70	73	72	70	69	68	69
<b>= Reddito lordo disponibile</b>	<b>5.853</b>	<b>6.041</b>	<b>6.020</b>	<b>6.054</b>	<b>6.083</b>	<b>6.122</b>	<b>6.169</b>	<b>6.202</b>
Spese per consumi finali (-)	5.078	5.237	5.153	5.246	5.288	5.329	5.373	5.408
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	60	69	61	56	54	54	55	57
<b>= Risparmio lordo</b>	<b>835</b>	<b>874</b>	<b>928</b>	<b>864</b>	<b>850</b>	<b>846</b>	<b>851</b>	<b>851</b>
Consumo di capitale fisso (-)	358	372	375	378	380	381	382	384
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	12	-1	10	5	10	9	9	9
Altre variazioni nella ricchezza netta (+)	1.273	-2.040	-499	854	858	590	456	-130
<b>= Variazioni nella ricchezza netta</b>	<b>1.762</b>	<b>-1.539</b>	<b>64</b>	<b>1.346</b>	<b>1.339</b>	<b>1.065</b>	<b>934</b>	<b>346</b>
<b>Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta</b>								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	661	646	553	554	558	565	568	574
Consumo di capitale fisso (-)	358	372	375	378	380	381	382	384
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	420	455	-13	-23	56	115	125	130
Banconote, monete e depositi	351	438	121	89	120	141	139	149
Partecipazioni in fondi comuni monetari	37	-9	-41	-82	-51	-38	-33	-23
Titoli di debito <sup>1)</sup>	32	27	-93	-30	-13	11	19	4
Attività a lungo	156	26	516	485	407	321	280	242
Depositi	-31	-27	85	80	56	40	50	51
Titoli di debito	86	14	28	-9	-6	37	37	57
Azioni e altre partecipazioni	-108	-96	179	167	130	44	12	-21
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	37	72	131	109	107	55	22	22
Quote di fondi comuni di investimento	-145	-167	48	59	23	-11	-9	-43
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	209	135	225	247	228	199	180	155
Finanziamenti: principali componenti (-)								
Prestiti	384	258	110	111	125	125	141	126
di cui: da IFM dell'area dell'euro	283	83	65	135	147	170	168	149
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Attività non finanziarie	1.224	-672	-796	762	797	619	217	330
Attività finanziarie	67	-1.412	275	97	82	-14	193	-457
Azioni e altre partecipazioni	48	-1.158	85	-43	41	32	172	-354
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	8	-239	175	141	85	25	46	-37
Flussi netti restanti (+)	-24	48	14	-39	-57	-34	75	38
<b>= Variazioni nella ricchezza netta</b>	<b>1.762</b>	<b>-1.539</b>	<b>64</b>	<b>1.346</b>	<b>1.339</b>	<b>1.065</b>	<b>934</b>	<b>346</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività non finanziarie (+)	27.914	27.515	26.897	27.732	27.872	27.769	27.812	28.252
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	5.261	5.804	5.780	5.767	5.841	5.875	5.915	5.911
Banconote, monete e depositi	4.851	5.321	5.475	5.500	5.599	5.599	5.652	5.659
Partecipazioni in fondi comuni monetari	277	309	236	200	186	203	191	187
Titoli di debito <sup>1)</sup>	132	174	70	68	56	73	73	64
Attività a lungo	12.141	10.710	11.538	11.905	12.015	12.082	12.102	11.653
Depositi	965	915	971	1.015	1.028	1.037	1.056	1.069
Titoli di debito	1.286	1.303	1.379	1.343	1.317	1.330	1.355	1.306
Azioni e altre partecipazioni	5.103	3.808	4.104	4.172	4.274	4.266	4.206	3.786
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	3.710	2.870	2.983	2.998	3.065	3.092	3.032	2.719
Quote di fondi di investimento	1.392	938	1.121	1.174	1.209	1.174	1.174	1.068
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	4.787	4.683	5.083	5.375	5.396	5.450	5.484	5.493
Restanti attività finanziarie (+)	324	324	306	301	293	280	369	372
Passività (-)								
Prestiti	5.569	5.821	5.925	6.031	6.087	6.094	6.152	6.169
di cui: da IFM dell'area dell'euro	4.831	4.914	4.968	5.159	5.213	5.256	5.304	5.313
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>40.071</b>	<b>38.532</b>	<b>38.596</b>	<b>39.673</b>	<b>39.934</b>	<b>39.913</b>	<b>40.045</b>	<b>40.019</b>

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

**3.4 Società non finanziarie**

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

	2007	2008	2009	4° trim. 2009- 3° trim. 2010	1° trim. 2010- 4° trim. 2010	2° trim. 2010- 1° trim. 2011	3° trim. 2010- 2° trim. 2011	4° trim. 2010- 3° trim. 2011
<b>Reddito e risparmio</b>								
Valore aggiunto lordo (+)	4.646	4.755	4.499	4.590	4.627	4.676	4.720	4.758
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.711	2.833	2.774	2.788	2.804	2.827	2.854	2.876
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (-)	49	46	39	39	33	34	37	41
= <b>Margine operativo lordo (+)</b>	1.886	1.876	1.686	1.763	1.790	1.814	1.829	1.841
Consumo di capitale fisso (-)	725	767	783	796	802	809	816	820
= <b>Margine operativo netto (+)</b>	1.161	1.110	903	967	987	1.005	1.014	1.021
Redditi da capitale attivi (+)	639	637	541	520	535	540	561	571
Interessi attivi	218	239	173	154	157	164	171	183
Altri redditi da capitale	421	398	369	366	377	376	389	388
Interest and rents payable (-)	366	421	297	260	263	269	280	292
= <b>Reddito lordo di impresa (+)</b>	1.434	1.326	1.147	1.226	1.259	1.276	1.294	1.299
Utili distribuiti (-)	1.002	1.023	927	915	937	954	961	969
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	248	236	152	161	167	173	176	181
Contributi sociali da riscuotere (+)	64	68	70	69	69	69	70	70
Prestazioni sociali da erogare (-)	63	65	68	69	69	70	70	70
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	43	48	46	46	45	45	43	43
= <b>Risparmio netto</b>	142	22	24	105	109	104	114	106
<b>Investimento, finanziamento e risparmio</b>								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	409	369	83	142	163	196	199	209
Investimenti fissi lordi (+)	1.058	1.077	912	931	946	966	978	990
Consumo di capitale fisso (-)	725	767	783	796	802	809	816	820
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	76	58	-46	7	20	39	37	39
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	167	72	93	26	18	20	37	-3
Banconote, monete e depositi	153	15	88	51	67	61	64	43
Partecipazioni in fondi comuni monetari	-20	33	40	-28	-41	-27	-20	-34
Titoli di debito <sup>1)</sup>	34	24	-34	3	-8	-14	-7	-12
Attività a lungo	769	681	263	377	438	438	512	560
Depositi	-10	36	5	-7	0	15	21	30
Titoli di debito	49	-37	17	-11	-5	10	25	27
Azioni e altre partecipazioni	423	337	124	130	172	176	240	268
Altri prestiti (in prevalenza intragruppo)	307	344	116	265	270	236	226	235
Restanti attività nette (+)	184	-41	48	82	-3	2	-1	-92
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Debito	919	670	80	215	209	243	306	259
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	537	394	-114	-35	-8	28	71	73
di cui: titoli di debito	32	48	90	71	67	45	44	46
Azioni e altre partecipazioni	400	310	296	226	224	235	257	242
Azioni quotate	58	6	67	36	30	29	28	29
Azioni non quotate e altre partecipazioni	342	304	230	190	195	206	229	212
Trasferimenti netti di capitali attivi (-)	69	75	83	79	72	70	69	67
= <b>Risparmio netto</b>	142	22	24	105	109	104	114	106
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie								
Attività a breve	1.788	1.878	1.959	1.926	1.973	1.952	1.938	1.935
Banconote, monete e depositi	1.507	1.538	1.632	1.626	1.693	1.667	1.672	1.678
Partecipazioni in fondi comuni monetari	163	192	214	182	174	178	167	151
Titoli di debito <sup>1)</sup>	118	148	113	119	107	107	99	105
Attività a lungo	10.759	9.327	10.283	10.743	11.030	11.201	11.316	10.692
Depositi	208	247	228	242	225	225	229	247
Titoli di debito	228	184	197	206	201	222	221	212
Azioni e altre partecipazioni	7.984	6.248	7.078	7.289	7.540	7.682	7.733	6.996
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	2.339	2.648	2.779	3.007	3.064	3.072	3.132	3.237
Restanti attività nette	259	210	187	180	36	134	86	48
Passività								
Debito	8.651	9.340	9.453	9.632	9.641	9.660	9.780	9.875
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	4.466	4.871	4.711	4.709	4.698	4.728	4.755	4.766
di cui: titoli di debito	648	704	827	900	887	864	881	922
Azioni e altre partecipazioni	14.316	11.071	12.388	12.631	13.101	13.378	13.364	11.958
Azioni quotate	5.061	2.935	3.516	3.542	3.814	3.923	3.914	3.142
Azioni non quotate e altre partecipazioni	9.255	8.136	8.872	9.090	9.287	9.455	9.451	8.816

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)

	2007	2008	2009	4° trim. 2009- 3° trim. 2010	1° trim. 2010- 4° trim. 2010	2° trim. 2010- 1° trim. 2011	3° trim. 2010- 2° trim. 2011	4° trim. 2010- 3° trim. 2011
<b>Conto finanziario, transazioni finanziarie</b>								
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	23	78	-49	-4	-10	-24	-37	3
Banconote, monete e depositi	7	57	-33	6	-10	-9	-15	9
Partecipazioni in fondi comuni monetari	5	18	-2	-4	-6	-23	-25	-15
Titoli di debito <sup>1)</sup>	11	3	-14	-6	5	8	3	9
Attività a lungo	229	126	281	261	230	215	232	199
Depositi	47	-9	21	-12	-8	8	10	16
Titoli di debito	108	75	101	159	142	112	105	51
Prestiti	-15	26	6	12	28	22	25	17
Azioni quotate	20	-7	-60	14	14	17	15	10
Azioni non quotate e altre partecipazioni	7	18	-22	-18	-13	-8	-5	2
Quote di fondi comuni di investimento	63	24	235	106	66	64	82	103
Restanti attività finanziarie (+)	9	20	38	38	21	0	-42	-35
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Titoli di debito	3	4	5	2	0	0	2	3
Prestiti	-2	24	-18	5	3	10	6	0
Azioni e altre partecipazioni	2	8	1	4	4	4	0	1
Riserve tecniche di assicurazione	245	130	229	279	256	209	176	140
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	211	126	225	269	244	200	176	144
Riserve premi e riserve sinistri	34	4	4	10	12	9	0	-4
<b>= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni</b>	<b>13</b>	<b>58</b>	<b>53</b>	<b>6</b>	<b>-24</b>	<b>-32</b>	<b>-31</b>	<b>24</b>
<b>Conto delle altre variazioni</b>								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	34	-562	228	126	118	37	68	-119
Altre attività nette	-38	52	20	68	-10	-33	-12	-22
Altre variazioni nelle passività (-)								
Azioni e altre partecipazioni	-21	-173	11	-19	-9	-9	12	-38
Riserve tecniche di assicurazione	30	-260	188	144	94	35	54	-18
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	18	-248	185	146	97	38	58	-24
Riserve premi e riserve sinistri	12	-12	4	-2	-3	-3	-5	6
<b>= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</b>	<b>-14</b>	<b>-77</b>	<b>49</b>	<b>69</b>	<b>23</b>	<b>-22</b>	<b>-11</b>	<b>-85</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	321	401	346	369	341	328	329	365
Banconote, monete e depositi	163	224	195	203	190	181	181	203
Partecipazioni in fondi comuni monetari	94	110	99	106	94	85	86	93
Titoli di debito <sup>1)</sup>	63	67	52	60	57	62	62	69
Attività a lungo	5.503	5.074	5.662	5.989	5.997	6.092	6.123	6.030
Depositi	594	599	617	610	610	624	624	630
Titoli di debito	2.203	2.269	2.446	2.637	2.575	2.628	2.643	2.650
Prestiti	411	434	439	453	467	468	472	468
Azioni quotate	750	492	524	542	563	578	572	523
Azioni non quotate e altre partecipazioni	381	313	305	297	307	301	297	293
Quote di fondi comuni di investimento	1.164	965	1.331	1.449	1.474	1.494	1.515	1.466
Restanti attività finanziarie (+)	173	241	228	294	252	257	247	279
Passività (-)								
Titoli di debito	20	23	31	31	33	31	33	33
Prestiti	245	273	255	279	262	267	270	275
Azioni e altre partecipazioni	578	413	425	415	420	438	423	378
Riserve tecniche di assicurazione	5.295	5.165	5.582	5.916	5.932	6.005	6.029	6.038
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	4.472	4.350	4.760	5.081	5.101	5.161	5.195	5.201
Riserve premi e riserve sinistri	822	815	822	835	831	844	835	837
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>-140</b>	<b>-159</b>	<b>-56</b>	<b>11</b>	<b>-57</b>	<b>-64</b>	<b>-57</b>	<b>-50</b>

Fonte: BCE.

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

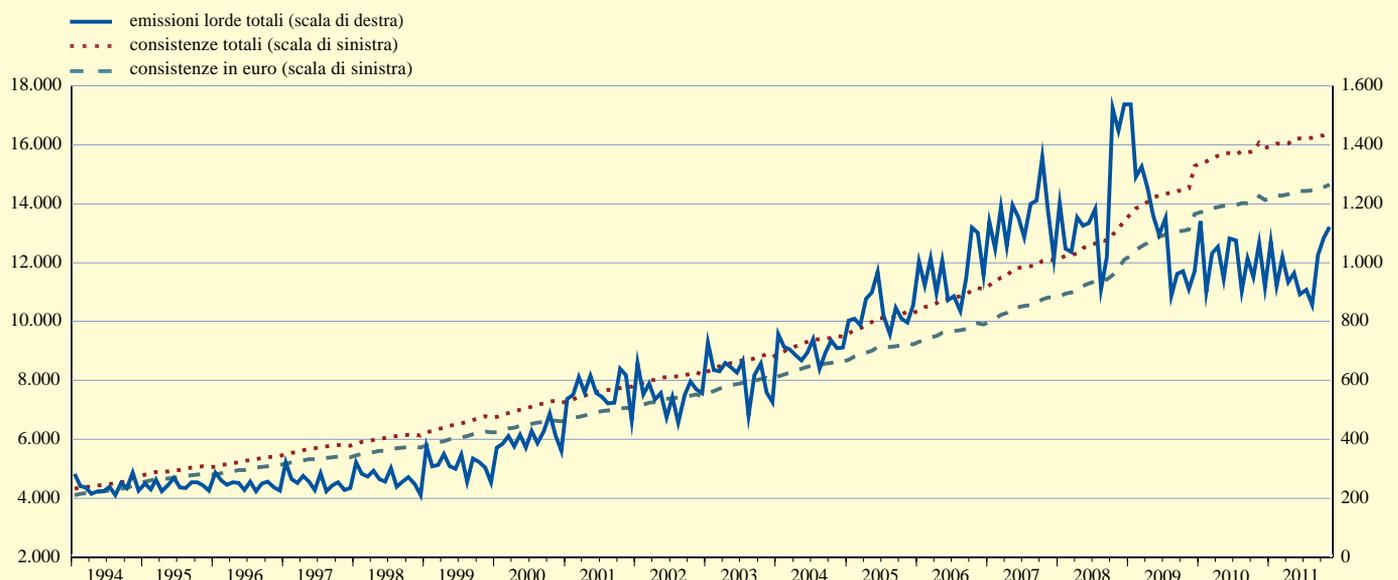


## MERCATI FINANZIARI

### 4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione (miliardi di euro e tassi di crescita nel periodo; dati destagionalizzati; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

	Totale in euro <sup>1)</sup>			Residenti nell'area dell'euro								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute			Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati <sup>2)</sup>	
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette		Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Totale</b>												
2010 nov.	16.457,7	993,0	183,2	14.266,7	954,0	202,1	16.063,0	1.067,0	234,7	4,3	156,2	5,5
dic.	16.294,1	876,6	-162,2	14.120,4	843,9	-144,9	15.879,3	916,4	-176,9	3,6	-57,0	4,5
2011 gen.	16.370,0	1.005,0	75,1	14.193,3	954,5	72,2	15.952,5	1.070,7	91,8	3,7	78,1	5,0
feb.	16.469,4	866,8	100,3	14.284,4	813,9	92,2	16.044,6	920,2	98,0	4,1	47,7	4,1
mar.	16.468,2	978,7	-0,9	14.275,9	911,8	-8,2	16.021,1	1.019,8	1,0	3,4	10,5	3,5
apr.	16.489,6	889,1	22,0	14.324,0	850,3	48,7	16.048,2	934,9	52,1	3,2	26,2	3,3
mag.	16.592,8	922,5	101,6	14.416,6	865,9	90,9	16.196,6	963,7	118,1	3,6	41,6	1,8
giu.	16.623,8	848,3	30,9	14.439,0	796,4	22,3	16.213,8	893,3	22,9	3,9	49,0	3,2
lug.	16.745,8	852,7	-31,3	14.428,7	824,9	-10,9	16.225,3	906,8	-11,7	3,7	13,8	2,4
ago.	16.774,4	805,8	28,9	14.459,5	771,8	31,0	16.232,8	857,7	18,7	3,2	47,4	2,4
set.	16.813,3	1.001,1	37,8	14.472,3	925,7	13,1	16.285,5	1.026,2	15,1	3,3	67,6	3,1
ott.	.	.	.	14.550,6	992,0	79,0	16.328,8	1.085,1	69,4	3,4	59,2	3,5
nov.	.	.	.	14.645,9	1.009,4	93,0	16.455,9	1.121,0	96,2	2,5	7,3	3,1
<b>A lungo termine</b>												
2010 nov.	14.898,4	337,5	146,7	12.798,1	321,0	161,6	14.386,8	359,5	186,8	4,8	111,3	5,5
dic.	14.856,7	186,8	-39,1	12.774,2	179,6	-21,3	14.339,4	193,8	-41,1	4,8	19,4	5,6
2011 gen.	14.920,1	308,9	64,9	12.823,2	278,0	50,5	14.386,7	320,1	67,4	4,8	97,2	6,2
feb.	15.025,6	284,3	105,7	12.918,3	253,2	95,5	14.474,3	285,2	92,1	5,0	42,8	5,6
mar.	15.036,6	305,4	11,6	12.936,0	269,2	18,2	14.468,2	303,5	15,6	4,3	21,2	5,1
apr.	15.089,5	302,7	53,1	13.000,2	278,4	64,5	14.514,4	308,9	67,8	4,3	48,4	4,8
mag.	15.165,6	275,8	75,0	13.067,9	243,4	66,5	14.620,1	266,4	80,2	4,5	14,8	3,4
giu.	15.216,9	255,5	50,8	13.117,4	224,3	49,0	14.668,6	253,1	52,0	4,6	42,2	3,7
lug.	15.345,5	203,1	-21,1	13.105,9	191,7	-13,8	14.678,1	213,3	-13,4	4,4	25,3	2,7
ago.	15.338,8	120,6	-6,4	13.105,0	112,0	-1,0	14.658,1	122,0	-9,6	4,0	28,4	2,5
set.	15.335,0	228,0	-3,4	13.099,2	189,8	-5,3	14.693,2	213,9	2,3	4,0	49,1	2,9
ott.	.	.	.	13.179,0	251,1	81,7	14.739,6	268,2	70,2	4,0	74,2	3,2
nov.	.	.	.	13.262,6	189,6	81,7	14.855,2	210,2	88,5	3,3	5,6	3,1

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



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

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

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

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

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

### 1. Consistenze ed emissioni lorde

	Consistenze						Emissioni lorde <sup>1)</sup>					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	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	
<b>Totale</b>												
2009	15.287	5.371	3.226	803	5.418	469	1.126	734	68	80	215	29
2010	15.879	5.246	3.296	851	5.932	554	1.007	625	80	69	205	29
2010 4° trim.	15.879	5.246	3.296	851	5.932	554	978	566	110	63	206	32
2011 1° trim.	16.021	5.348	3.260	825	6.024	564	1.004	592	89	59	220	43
2° trim.	16.214	5.364	3.254	833	6.167	597	931	551	85	60	192	43
3° trim.	16.285	5.425	3.239	855	6.160	607	930	579	78	60	180	33
2011 ago.	16.233	5.393	3.231	847	6.165	597	858	572	57	52	145	32
set.	16.285	5.425	3.239	855	6.160	607	1.026	633	92	65	202	34
ott.	16.329	5.412	3.269	860	6.181	607	1.085	627	144	86	197	31
nov.	16.456	5.453	3.283	870	6.229	621	1.121	729	104	63	181	45
<b>A breve termine</b>												
2009	1.639	733	90	71	714	31	876	635	25	63	133	20
2010	1.540	572	122	67	724	54	758	534	34	57	115	19
2010 4° trim.	1.540	572	122	67	724	54	716	484	38	52	117	25
2011 1° trim.	1.553	618	113	71	700	52	701	462	41	49	118	30
2° trim.	1.545	582	124	72	702	65	654	440	31	51	102	32
3° trim.	1.592	613	113	83	712	72	747	512	42	53	114	26
2011 ago.	1.575	604	117	82	707	64	736	516	41	51	104	24
set.	1.592	613	113	83	712	72	812	555	54	56	120	28
ott.	1.589	625	109	83	703	70	817	544	68	73	109	24
nov.	1.601	651	108	82	686	74	911	665	66	54	95	31
<b>A lungo termine<sup>2)</sup></b>												
2009	13.648	4.638	3.136	731	4.704	438	251	99	44	17	82	9
2010	14.339	4.674	3.174	784	5.207	499	248	91	46	12	90	9
2010 4° trim.	14.339	4.674	3.174	784	5.207	499	262	83	72	11	89	8
2011 1° trim.	14.468	4.730	3.148	754	5.325	512	303	130	48	10	102	13
2° trim.	14.669	4.781	3.130	761	5.465	532	276	111	54	9	90	12
3° trim.	14.693	4.812	3.126	772	5.448	535	183	67	36	7	66	7
2011 ago.	14.658	4.789	3.113	765	5.458	533	122	56	17	1	41	8
set.	14.693	4.812	3.126	772	5.448	535	214	78	38	9	82	6
ott.	14.740	4.788	3.160	777	5.478	537	268	84	76	13	88	7
nov.	14.855	4.802	3.175	788	5.544	547	210	64	38	9	85	13
<b>di cui: a lungo termine con tasso fisso</b>												
2009	8.816	2.563	1.043	598	4.261	351	172	60	18	16	72	6
2010	9.481	2.634	1.103	670	4.697	377	156	50	13	10	77	6
2010 4° trim.	9.481	2.634	1.103	670	4.697	377	142	43	19	11	65	5
2011 1° trim.	9.640	2.700	1.111	655	4.787	387	195	78	12	8	87	9
2° trim.	9.865	2.743	1.144	665	4.912	401	173	62	20	8	74	8
3° trim.	9.887	2.773	1.150	677	4.887	400	112	35	8	6	58	5
2011 ago.	9.850	2.748	1.143	671	4.889	399	67	27	4	0	31	5
set.	9.887	2.773	1.150	677	4.887	400	144	47	10	8	75	3
ott.	9.891	2.758	1.145	682	4.903	403	132	48	4	11	66	4
nov.	9.971	2.764	1.146	691	4.962	407	117	28	7	9	64	8
<b>di cui: a lungo termine con tasso variabile</b>												
2009	4.382	1.786	2.016	123	372	85	62	28	25	1	6	2
2010	4.387	1.760	1.966	108	432	121	78	34	29	1	10	4
2010 4° trim.	4.387	1.760	1.966	108	432	121	102	33	44	1	22	2
2011 1° trim.	4.335	1.741	1.920	94	458	123	87	42	29	1	11	4
2° trim.	4.303	1.765	1.841	91	477	129	82	42	22	1	13	4
3° trim.	4.301	1.767	1.819	90	491	133	56	26	21	0	5	3
2011 ago.	4.292	1.765	1.816	90	490	132	41	22	8	0	8	3
set.	4.301	1.767	1.819	90	491	133	55	26	24	0	3	3
ott.	4.343	1.754	1.863	90	503	133	121	27	70	2	20	3
nov.	4.371	1.762	1.873	92	507	138	80	28	27	1	19	5

Fonte: BCE.

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

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

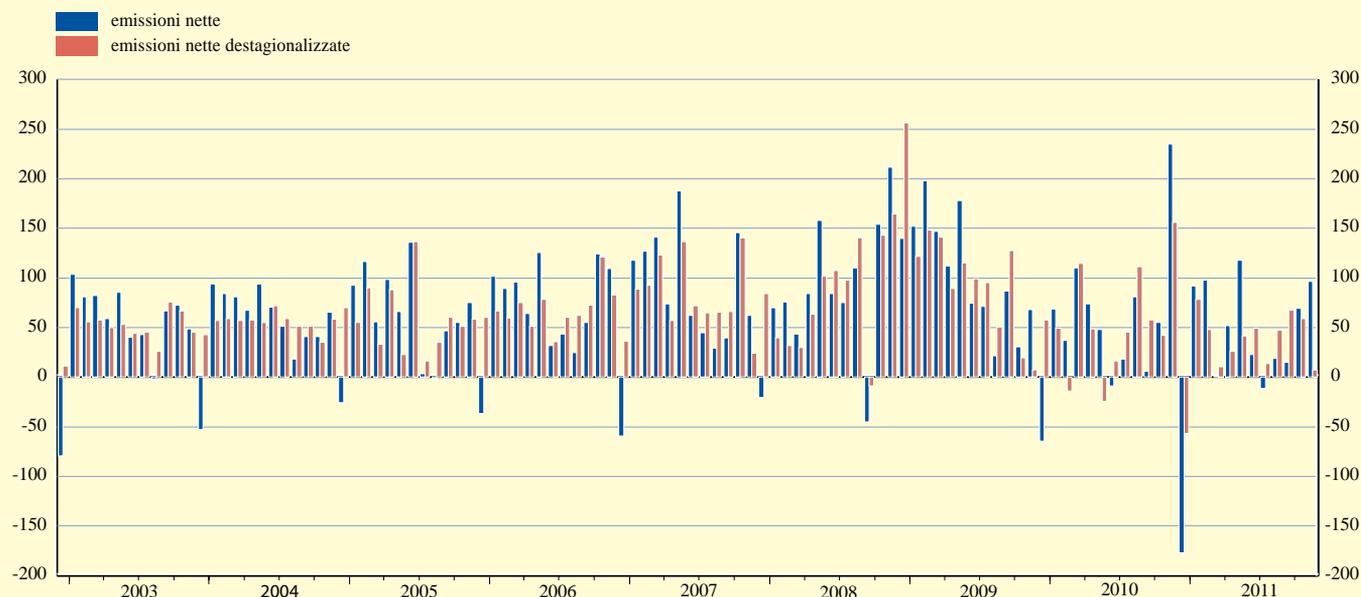
**4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento**  
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

**2. Emissioni nette**

	Dati non destagionalizzati <sup>1)</sup>						Dati destagionalizzati <sup>1)</sup>					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Totale</b>												
2009	89,6	10,2	21,7	8,6	44,9	4,2	89,4	10,1	21,6	8,3	45,2	4,2
2010	45,6	-1,2	4,8	5,0	31,6	5,3	45,4	-1,4	5,0	5,0	31,8	5,1
2010 4° trim.	37,7	-19,9	25,5	1,5	22,9	7,7	47,0	-4,5	-1,4	4,3	44,0	4,6
2011 1° trim.	63,6	43,0	-20,4	4,2	32,5	4,3	45,5	24,0	-3,9	2,7	16,7	5,9
2° trim.	64,4	4,9	-1,9	2,8	47,5	11,0	39,0	0,5	-7,0	-0,2	34,2	11,5
3° trim.	7,4	12,6	-8,0	4,5	-3,8	2,0	42,9	20,1	7,3	6,3	5,6	3,7
2011 ago.	18,7	27,2	-24,3	1,3	4,8	9,6	47,4	33,3	-18,0	8,4	10,1	13,6
set.	15,1	13,6	0,6	3,5	-8,9	6,3	67,6	31,9	42,5	4,8	-20,2	8,6
ott.	69,4	1,5	34,2	8,3	23,2	2,2	59,2	9,4	12,9	7,4	35,1	-5,7
nov.	96,2	25,6	8,0	6,4	45,1	11,2	7,3	18,1	-35,2	5,6	8,1	10,7
<b>A lungo termine</b>												
2009	90,2	14,9	24,7	12,8	33,0	4,8	90,3	15,1	24,6	12,8	33,0	4,8
2010	54,1	1,8	2,1	5,4	41,3	3,5	54,5	1,9	2,3	5,4	41,4	3,5
2010 4° trim.	70,4	-5,3	16,4	3,0	53,1	3,3	65,6	8,2	-8,7	4,4	58,8	2,9
2011 1° trim.	58,4	27,4	-16,6	2,3	40,5	4,9	53,7	17,1	-1,6	2,5	31,2	4,6
2° trim.	66,6	16,6	-5,6	2,4	46,7	6,5	35,1	5,5	-9,9	-0,6	35,1	5,0
3° trim.	-6,9	2,8	-4,3	0,9	-6,9	0,6	34,3	10,7	9,5	2,3	9,1	2,7
2011 ago.	-9,6	0,8	-21,9	-1,3	9,0	3,9	28,4	10,2	-13,0	4,6	20,9	5,7
set.	2,3	6,9	5,2	2,6	-13,4	1,0	49,1	21,7	41,5	0,6	-16,9	2,2
ott.	70,2	-10,8	38,1	8,4	31,4	3,1	74,2	-3,9	21,2	9,4	45,2	2,3
nov.	88,5	1,4	8,6	6,7	63,4	8,4	5,6	5,7	-35,8	6,2	21,0	8,4

**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.

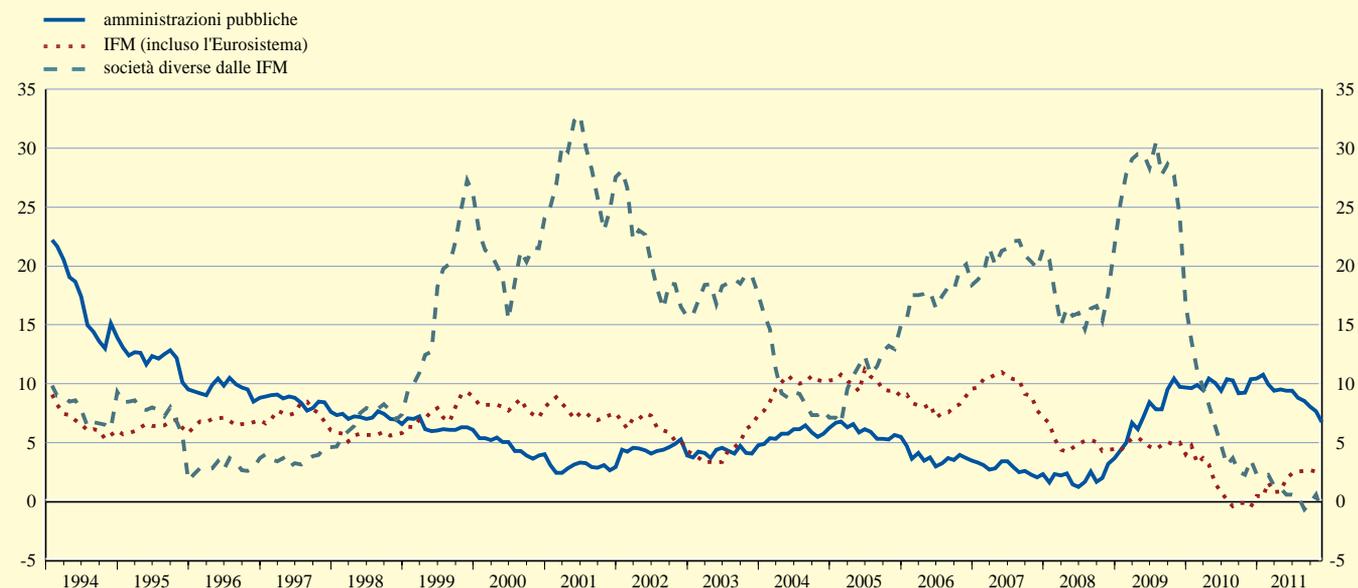
### 4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2010 nov.	4,3	0,1	2,5	8,5	8,1	12,8	5,5	0,5	4,9	4,9	9,7	19,1
dic.	3,6	-0,3	1,8	7,5	7,0	13,2	4,5	0,6	3,2	6,8	8,0	13,3
2011 gen.	3,7	0,0	1,8	7,1	7,1	13,4	5,0	2,3	3,8	6,8	7,3	10,9
feb.	4,1	1,6	2,3	5,4	6,7	11,9	4,1	2,5	1,4	6,0	6,4	9,4
mar.	3,4	0,8	1,3	4,7	5,9	14,5	3,5	2,2	-1,0	5,2	6,3	12,1
apr.	3,2	0,4	1,2	3,4	6,0	14,6	3,3	2,9	-0,7	2,5	5,3	12,3
mag.	3,6	1,7	0,4	4,3	6,1	17,4	1,8	3,0	-4,0	3,7	2,7	15,8
giu.	3,9	1,8	0,5	4,2	6,5	16,1	3,2	2,8	-2,0	1,8	5,2	20,1
lug.	3,7	1,8	0,4	4,9	6,2	13,3	2,4	1,2	-2,8	2,9	5,1	15,9
ago.	3,2	1,9	-1,2	5,2	5,6	15,3	2,4	1,2	-3,8	4,4	4,9	22,0
set.	3,3	2,3	-0,4	4,8	5,1	14,2	3,1	2,3	0,1	4,4	4,0	16,8
ott.	3,4	2,9	0,0	4,7	4,7	12,9	3,5	2,9	0,8	6,9	4,2	12,9
nov.	2,5	3,1	-1,9	5,0	3,0	13,6	3,1	3,2	0,0	6,3	3,4	11,1
	A lungo termine											
2010 nov.	4,8	-0,5	2,1	9,6	10,4	10,9	5,5	0,4	4,1	7,3	10,4	13,0
dic.	4,8	0,5	0,8	8,8	11,0	9,2	5,6	1,9	1,8	7,4	11,2	7,5
2011 gen.	4,8	0,4	0,8	8,0	11,0	8,3	6,2	3,7	2,0	7,4	10,9	7,5
feb.	5,0	1,7	1,3	6,4	10,1	8,6	5,6	4,1	0,2	6,0	10,0	8,5
mar.	4,3	0,8	0,3	5,7	9,4	9,0	5,1	3,3	-1,9	5,6	11,0	9,4
apr.	4,3	0,9	0,2	5,0	9,5	9,5	4,8	3,4	-1,5	4,0	10,0	8,7
mag.	4,5	2,0	-0,5	5,2	9,1	12,1	3,4	3,6	-4,8	3,1	7,9	11,0
giu.	4,6	2,4	-0,3	4,4	9,4	9,4	3,7	2,9	-2,2	1,5	7,8	11,9
lug.	4,4	2,5	-0,5	4,7	8,7	9,8	2,7	1,4	-2,9	2,1	6,6	12,2
ago.	4,0	2,6	-1,8	4,4	8,4	10,2	2,5	1,1	-3,9	2,9	6,8	12,1
set.	4,0	2,7	-1,0	3,4	7,9	9,4	2,9	2,1	-0,1	1,3	5,0	9,3
ott.	4,0	2,5	-0,1	3,5	7,6	8,7	3,2	1,7	1,4	3,1	5,3	8,5
nov.	3,3	2,7	-2,0	4,0	6,4	10,0	3,1	1,8	0,6	4,9	4,9	9,1

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



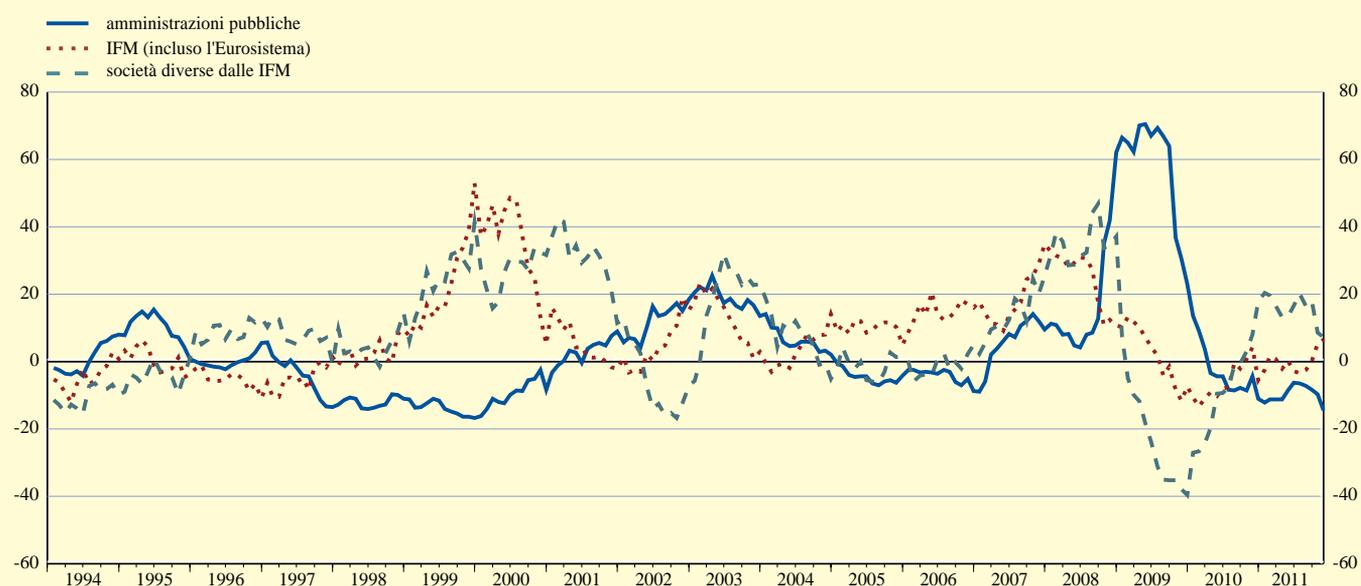
Fonte: BCE.

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

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

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
	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
	Tutte le valute											
2009	9,5	7,1	17,3	25,3	8,0	5,4	12,2	1,7	36,9	-1,8	-0,3	22,2
2010	8,8	5,8	6,4	19,7	9,9	8,8	-0,6	-3,9	0,7	-1,5	6,4	27,5
2010 4° trim.	7,0	2,8	3,2	12,4	9,8	7,2	-0,2	-3,3	-0,9	-1,0	12,1	25,7
2011 1° trim.	6,9	3,4	3,2	9,2	9,7	5,6	0,5	-1,8	-1,9	-1,2	19,0	20,0
2° trim.	6,5	4,6	3,7	6,4	8,2	7,9	-0,4	-2,1	-4,5	-1,5	23,5	18,4
3° trim.	6,6	6,2	4,3	5,2	7,4	8,9	-1,4	-1,4	-7,6	-2,3	25,7	13,0
2011 giu.	7,0	5,9	4,4	5,3	8,3	8,6	-0,7	-1,2	-6,2	-1,9	25,7	12,3
lug.	6,8	6,1	4,4	5,5	7,7	9,0	-1,3	-1,3	-7,2	-1,8	24,4	12,7
ago.	6,5	6,3	3,9	5,2	7,2	9,4	-1,9	-1,5	-8,5	-2,2	25,6	13,4
set.	6,1	6,3	4,6	4,3	6,4	8,3	-1,4	-1,2	-8,1	-3,7	28,3	13,4
ott.	5,7	5,7	3,5	4,2	6,2	7,5	-0,5	-1,0	-5,9	-2,9	25,8	12,7
nov.	5,2	5,1	1,6	4,6	5,8	8,5	-1,6	0,0	-7,4	-2,3	14,6	15,1
	Euro											
2009	10,0	9,0	20,4	23,6	8,3	4,4	14,7	3,9	39,3	-2,3	-0,4	21,4
2010	9,1	5,6	7,4	20,1	10,0	8,3	-0,3	-3,3	0,5	-1,9	5,9	26,2
2010 4° trim.	7,2	1,6	4,2	12,8	10,0	6,6	0,1	-2,4	-1,3	-1,5	12,3	26,5
2011 1° trim.	7,0	2,2	3,4	9,5	9,9	4,5	1,0	-0,1	-2,7	-1,7	19,1	21,0
2° trim.	6,6	3,8	4,1	6,5	8,5	7,3	0,3	-0,6	-4,6	-2,6	23,5	18,1
3° trim.	6,7	5,4	4,5	5,9	7,6	8,6	-1,1	-0,2	-8,3	-3,4	25,6	11,1
2011 giu.	7,1	5,0	4,8	6,0	8,5	8,1	0,0	0,1	-6,0	-2,4	25,5	10,6
lug.	6,9	5,3	4,7	6,3	7,9	8,4	-1,2	-0,2	-8,2	-3,2	24,3	10,7
ago.	6,6	5,6	4,0	6,0	7,4	9,0	-1,6	-0,5	-9,1	-3,6	25,6	11,5
set.	6,1	5,7	4,5	4,8	6,6	8,4	-1,4	0,0	-9,4	-4,5	28,3	11,4
ott.	5,8	5,4	3,4	4,5	6,4	8,2	0,0	0,5	-6,5	-3,9	25,6	11,0
nov.	5,4	5,1	1,8	4,7	6,1	9,0	-1,1	1,5	-7,9	-3,3	14,3	13,7

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



Fonte: BCE.

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

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

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

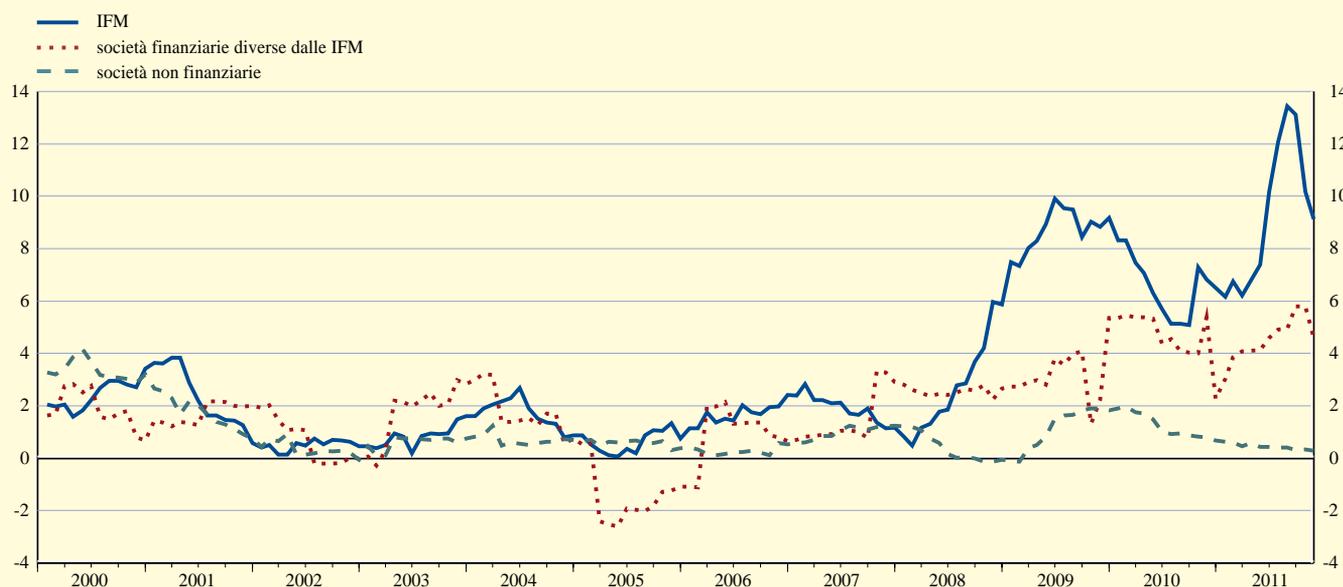
##### 1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 2008=100	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2009 nov.	4.079,4	102,6	2,7	563,8	8,8	319,9	2,2	3.195,7	1,9
dic.	4.410,6	103,0	3,0	566,0	9,2	350,9	5,4	3.493,7	1,8
2010 gen.	4.242,8	103,1	2,9	516,7	8,3	340,7	5,4	3.385,4	1,9
feb.	4.161,5	103,2	3,0	499,3	8,3	339,2	5,4	3.323,0	2,0
mar.	4.474,4	103,4	2,8	543,6	7,5	365,2	5,4	3.565,5	1,8
apr.	4.409,1	103,4	2,7	508,4	7,1	345,7	5,4	3.555,0	1,7
mag.	4.093,4	103,5	2,4	445,9	6,3	322,7	5,3	3.324,9	1,5
giu.	4.054,6	103,7	1,9	446,4	5,7	315,5	4,4	3.292,7	1,0
lug.	4.256,1	103,7	1,7	519,8	5,1	338,0	4,5	3.398,3	0,9
ago.	4.121,2	103,7	1,7	479,3	5,1	314,4	4,1	3.327,5	0,9
set.	4.345,2	103,8	1,6	487,0	5,1	326,6	4,0	3.531,6	0,9
ott.	4.531,0	104,2	1,8	514,4	7,3	333,5	4,0	3.683,1	0,8
nov.	4.413,3	104,4	1,8	437,8	6,8	316,6	5,4	3.658,9	0,8
dic.	4.596,2	104,4	1,4	458,4	6,5	334,0	2,3	3.803,8	0,7
2011 gen.	4.759,8	104,6	1,4	514,3	6,2	365,8	3,0	3.879,7	0,6
feb.	4.845,8	104,7	1,5	535,0	6,8	378,9	3,9	3.931,9	0,6
mar.	4.767,3	104,8	1,4	491,7	6,2	363,2	4,1	3.912,5	0,5
apr.	4.891,8	105,0	1,5	497,5	6,8	371,5	4,1	4.022,8	0,6
mag.	4.777,5	105,0	1,5	475,9	7,4	356,2	4,1	3.945,4	0,4
giu.	4.722,7	105,5	1,7	491,6	10,2	350,5	4,6	3.880,6	0,4
lug.	4.504,3	105,7	1,9	458,8	12,1	325,5	4,9	3.720,0	0,4
ago.	3.975,4	105,9	2,0	383,0	13,4	281,6	4,9	3.310,7	0,4
set.	3.749,2	105,9	2,0	350,7	13,1	264,3	5,8	3.134,2	0,3
ott.	4.044,0	105,9	1,7	361,3	10,2	288,0	5,8	3.394,8	0,3
nov.	3.893,4	106,0	1,5	330,6	9,1	271,5	4,6	3.291,3	0,3

#### 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

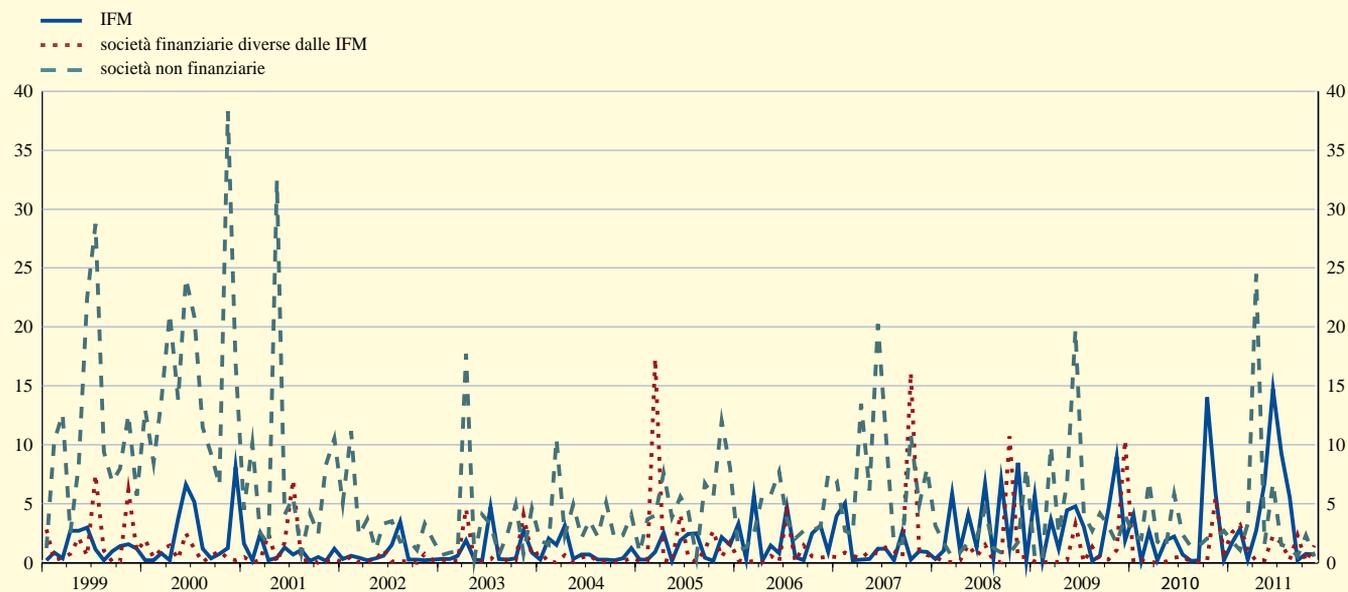
(miliardi di euro; valori di mercato)

##### 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 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.	1,4	1,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4	1,2	0,2
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	0,2	16,0	14,0	0,0	14,0	0,2	0,1	0,1	2,0	0,2	1,9
nov.	13,5	1,5	12,0	5,9	0,0	5,9	5,5	0,1	5,4	2,1	1,4	0,7
dic.	3,7	3,5	0,2	0,2	0,0	0,2	0,9	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.	7,1	0,2	6,9	2,9	0,0	2,9	3,2	0,0	3,2	1,1	0,2	0,8
mar.	4,4	1,0	3,5	0,1	0,0	0,1	1,0	0,2	0,8	3,3	0,7	2,6
apr.	27,3	18,5	8,8	2,7	0,0	2,7	0,1	0,0	0,1	24,5	18,5	6,0
mag.	8,6	8,8	-0,2	6,8	2,1	4,6	0,2	0,0	0,2	1,6	6,6	-5,0
giu.	23,7	1,3	22,5	14,7	0,0	14,7	2,3	0,3	2,0	6,7	1,0	5,7
lug.	12,4	0,7	11,7	9,3	0,0	9,3	1,6	0,0	1,6	1,5	0,7	0,8
ago.	7,1	1,1	6,0	5,5	0,0	5,5	0,3	0,2	0,1	1,3	0,9	0,4
set.	2,9	2,9	0,0	0,0	0,9	-0,9	2,3	0,0	2,3	0,5	2,0	-1,4
ott.	3,1	0,4	2,7	0,7	0,0	0,7	0,1	0,0	0,1	2,3	0,4	1,9
nov.	2,6	1,5	1,1	0,7	0,0	0,7	1,4	0,0	1,4	0,5	1,5	-1,0

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

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

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

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso <sup>2)</sup>		A vista	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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	2,96	3,07	1,67	1,91	0,63	1,65	2,78	3,08	1,30
giu.	0,49	2,58	3,25	3,15	1,70	1,92	0,67	1,78	2,82	2,94	1,47
lug.	0,52	2,74	3,16	3,10	1,70	1,93	0,66	1,77	2,66	3,03	1,41
ago.	0,54	2,73	3,16	2,99	1,77	1,93	0,68	1,64	2,69	2,99	1,42
set.	0,55	2,73	3,15	2,92	1,79	1,94	0,69	1,71	2,72	2,79	1,47
ott.	0,55	2,88	3,17	3,14	1,80	1,96	0,69	1,67	2,74	3,23	1,65
nov.	0,55	2,78	3,08	3,03	1,80	1,96	0,67	1,46	2,60	2,84	1,62
dic.	0,54	2,78	3,20	3,05	1,81	1,97	0,65	1,50	2,80	2,90	1,39

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

	Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Debiti da carte di credito revolving <sup>2)</sup>	Credito al consumo				(TAEG) <sup>4)</sup>	Prestiti per acquisto di abitazione				(TAEG) <sup>4)</sup>	Prestiti a imprese individuali e a società di persone		
			Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso variabile e fino a 1 anno		Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso variabile e fino a 1 anno		Periodo iniziale di determinazione del tasso		
			oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	oltre 1 e fino a 5 anni			oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni	oltre 1 e fino a 5 anni			oltre 5 anni		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2011 gen.	8,06	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.	8,09	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.	8,04	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.	8,12	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.	8,19	16,91	5,35	6,37	7,99	7,49	3,23	4,01	4,30	4,18	4,09	3,75	4,81	4,60	
giu.	8,24	16,95	5,37	6,47	7,87	7,42	3,26	4,04	4,29	4,18	4,09	3,82	4,78	4,62	
lug.	8,28	16,94	5,13	6,53	7,98	7,43	3,33	4,02	4,26	4,19	4,10	3,83	4,82	4,60	
ago.	8,31	17,10	5,34	6,54	7,97	7,57	3,47	3,96	4,20	4,15	4,16	3,95	4,96	4,39	
set.	8,41	17,18	5,77	6,57	7,94	7,64	3,41	3,86	4,02	4,02	4,02	3,97	4,86	4,20	
ott.	8,43	17,18	5,60	6,53	7,94	7,54	3,44	3,79	3,86	3,94	3,95	3,98	4,76	4,16	
nov.	8,40	17,12	5,56	6,47	7,78	7,39	3,43	3,74	3,84	3,93	3,96	4,22	4,93	4,02	
dic.	8,38	17,08	5,27	6,44	7,64	7,16	3,48	3,74	3,81	3,95	4,02	4,13	4,84	3,92	

### 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
2011 gen.	4,11	3,82	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	3,26	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.	4,30	4,18	4,65	4,79	5,14	4,67	4,19	2,65	3,37	3,17	3,63	3,65	4,11
giu.	4,41	4,23	4,68	4,74	5,16	4,67	4,44	2,78	3,49	3,50	3,61	2,77	4,00
lug.	4,43	4,38	4,79	4,79	5,10	4,68	4,44	2,88	3,45	3,46	3,98	4,09	3,24
ago.	4,49	4,44	4,94	4,85	5,03	4,58	4,35	2,80	3,56	3,70	3,99	3,87	4,06
set.	4,55	4,59	4,94	4,79	4,94	4,46	4,31	2,84	3,44	3,74	3,63	3,64	3,74
ott.	4,60	4,70	5,10	4,86	4,99	4,56	4,27	2,98	3,55	3,85	3,89	3,60	3,71
nov.	4,61	4,77	5,26	4,98	5,10	4,66	4,26	2,81	3,69	3,51	3,92	3,60	3,71
dic.	4,66	4,89	5,17	4,91	5,04	4,58	4,27	3,01	3,76	3,11	3,95	3,75	3,75

Fonte: BCE.

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

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

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

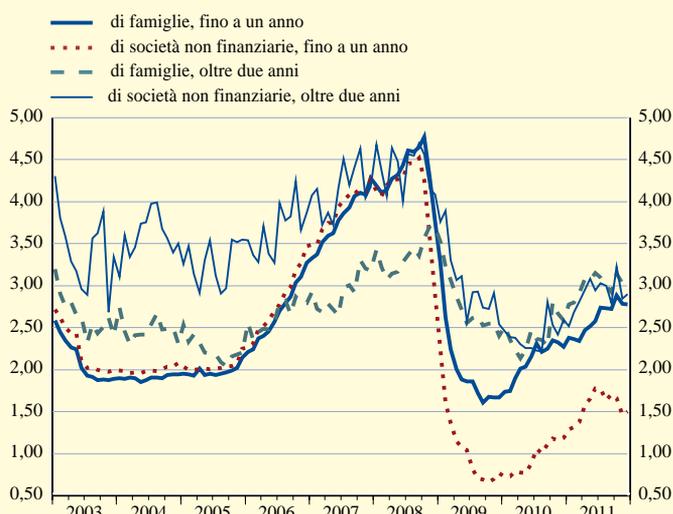
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine 9
	A vista <sup>2)</sup> 1	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso <sup>2), 3)</sup>		A vista <sup>2)</sup> 6	Con durata prestabilita			
		fino a 2 anni 2	oltre 2 anni 3	fino a 3 mesi 4	oltre 3 mesi 5		fino a 2 anni 7	oltre 2 anni 8		
2011 gen.	0,43	2,31	2,72	1,53	1,85	0,54	1,78	3,07	1,55	
feb.	0,44	2,34	2,73	1,60	1,86	0,52	1,80	3,09	1,59	
mar.	0,45	2,38	2,71	1,61	1,88	0,54	1,85	3,13	1,65	
apr.	0,46	2,40	2,73	1,65	1,90	0,61	1,94	3,12	1,72	
mag.	0,49	2,45	2,73	1,67	1,91	0,63	1,99	3,12	1,76	
giu.	0,49	2,49	2,75	1,70	1,92	0,67	2,07	3,11	1,93	
lug.	0,52	2,54	2,77	1,70	1,93	0,66	2,13	3,13	1,94	
ago.	0,54	2,58	2,77	1,77	1,93	0,68	2,12	3,14	1,97	
set.	0,55	2,62	2,79	1,79	1,94	0,69	2,14	3,15	2,07	
ott.	0,55	2,65	2,78	1,80	1,96	0,69	2,16	3,14	2,15	
nov.	0,55	2,69	2,80	1,80	1,96	0,67	2,17	3,16	2,24	
dic.	0,54	2,72	2,78	1,81	1,97	0,65	2,14	3,13	2,37	

**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 1	oltre 1 e fino a 5 anni 2	oltre 5 anni 3	fino a 1 anno 4	oltre 1 e fino a 5 anni 5	oltre 5 anni 6	fino a 1 anno 7	oltre 1 e fino a 5 anni 8	oltre 5 anni 9
2011 gen.	3,70	3,80	3,80	7,85	6,40	5,18	3,59	3,44	3,42
feb.	3,68	3,81	3,82	7,88	6,43	5,20	3,64	3,47	3,46
mar.	3,72	3,80	3,84	7,92	6,40	5,20	3,68	3,49	3,48
apr.	3,82	3,78	3,84	7,94	6,43	5,23	3,78	3,60	3,53
mag.	3,81	3,78	3,85	7,96	6,38	5,24	3,84	3,65	3,56
giu.	3,87	3,78	3,86	7,95	6,45	5,28	3,93	3,73	3,63
lug.	4,03	3,79	3,90	8,03	6,42	5,30	4,00	3,80	3,69
ago.	4,06	3,78	3,89	8,07	6,42	5,31	4,06	3,84	3,72
set.	4,13	3,80	3,92	8,14	6,48	5,32	4,11	3,85	3,74
ott.	4,12	3,78	3,91	8,17	6,44	5,33	4,18	3,87	3,74
nov.	4,12	3,77	3,91	8,09	6,45	5,34	4,20	3,90	3,76
dic.	4,12	3,75	3,89	8,11	6,42	5,31	4,26	3,87	3,72

**F21 Nuovi depositi con durata prestabilita**

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

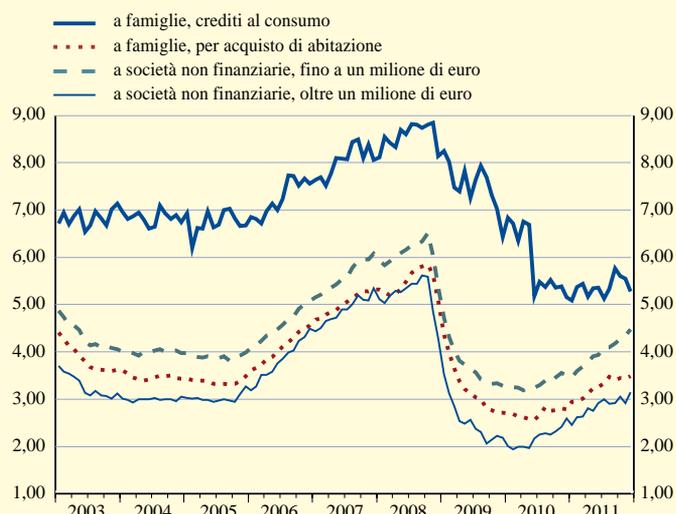


Fonte: BCE.

\* 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)

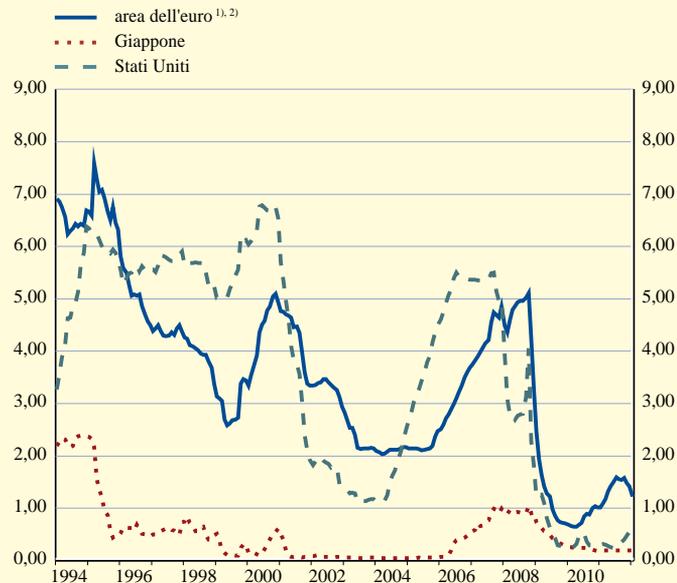
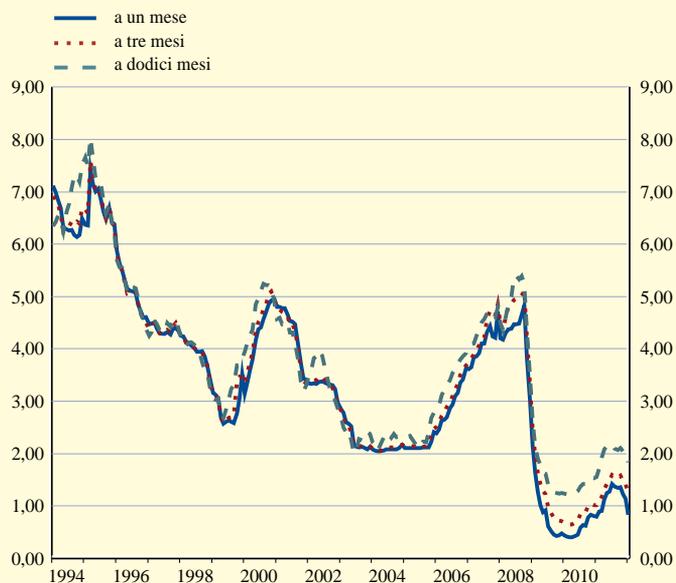
	Area dell'euro <sup>1), 2)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 1	Depositi a un mese (Euribor) 2	Depositi a tre mesi (Euribor) 3	Depositi a sei mesi (Euribor) 4	Depositi a dodici mesi (Euribor) 5	Depositi a tre mesi (Libor) 6	Depositi a tre mesi (Libor) 7
2009	0,71	0,89	1,22	1,43	1,61	0,69	0,47
2010	0,44	0,57	0,81	1,08	1,35	0,34	0,23
2011	0,87	1,18	1,39	1,64	2,01	0,34	0,19
2010 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
3° trim.	0,97	1,38	1,56	1,77	2,11	0,30	0,19
4° trim.	0,79	1,24	1,50	1,72	2,05	0,48	0,20
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
lug.	1,01	1,42	1,60	1,82	2,18	0,25	0,20
ago.	0,91	1,37	1,55	1,75	2,10	0,29	0,19
set.	1,01	1,35	1,54	1,74	2,07	0,35	0,19
ott.	0,96	1,36	1,58	1,78	2,11	0,41	0,19
nov.	0,79	1,23	1,48	1,71	2,04	0,48	0,20
dic.	0,63	1,14	1,43	1,67	2,00	0,56	0,20
2012 gen.	0,38	0,84	1,22	1,50	1,84	0,57	0,20

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

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

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

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



Fonte: BCE.

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

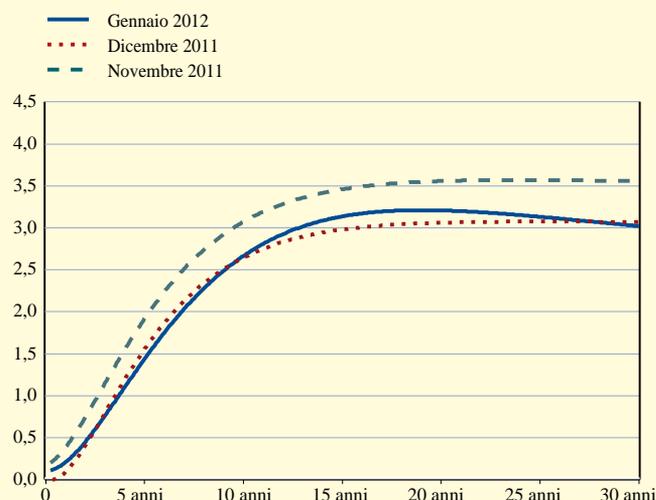
#### 4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro<sup>1)</sup>

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

	Tassi a pronti								Tassi istantanei a termine			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	7 anni	10 anni	10 anni- 3 mesi (spread)	10 anni- 2 anni (spread)	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2011	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2010 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
3° trim.	0,27	0,47	0,75	1,55	1,99	2,48	2,21	1,74	0,74	1,31	2,77	3,79
4° trim.	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
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
lug.	1,01	1,11	1,32	2,09	2,55	3,06	2,05	1,74	1,28	1,79	3,34	4,39
ago.	0,61	0,67	0,86	1,69	2,21	2,76	2,15	1,90	0,80	1,33	3,09	4,22
set.	0,27	0,47	0,75	1,55	1,99	2,48	2,21	1,74	0,74	1,31	2,77	3,79
ott.	0,38	0,54	0,81	1,71	2,22	2,79	2,41	1,98	0,78	1,39	3,12	4,29
nov.	0,20	0,38	0,74	1,92	2,51	3,07	2,87	2,33	0,69	1,53	3,64	4,41
dic.	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2012 gen.	0,11	0,21	0,45	1,44	2,03	2,67	2,55	2,22	0,39	1,03	3,07	4,26

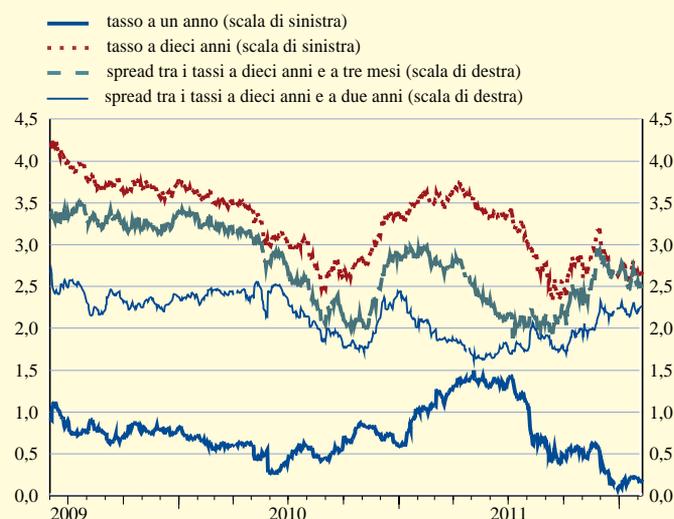
#### F25 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro<sup>2)</sup>

(valori percentuali su base annua; fine periodo)



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

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



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

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

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

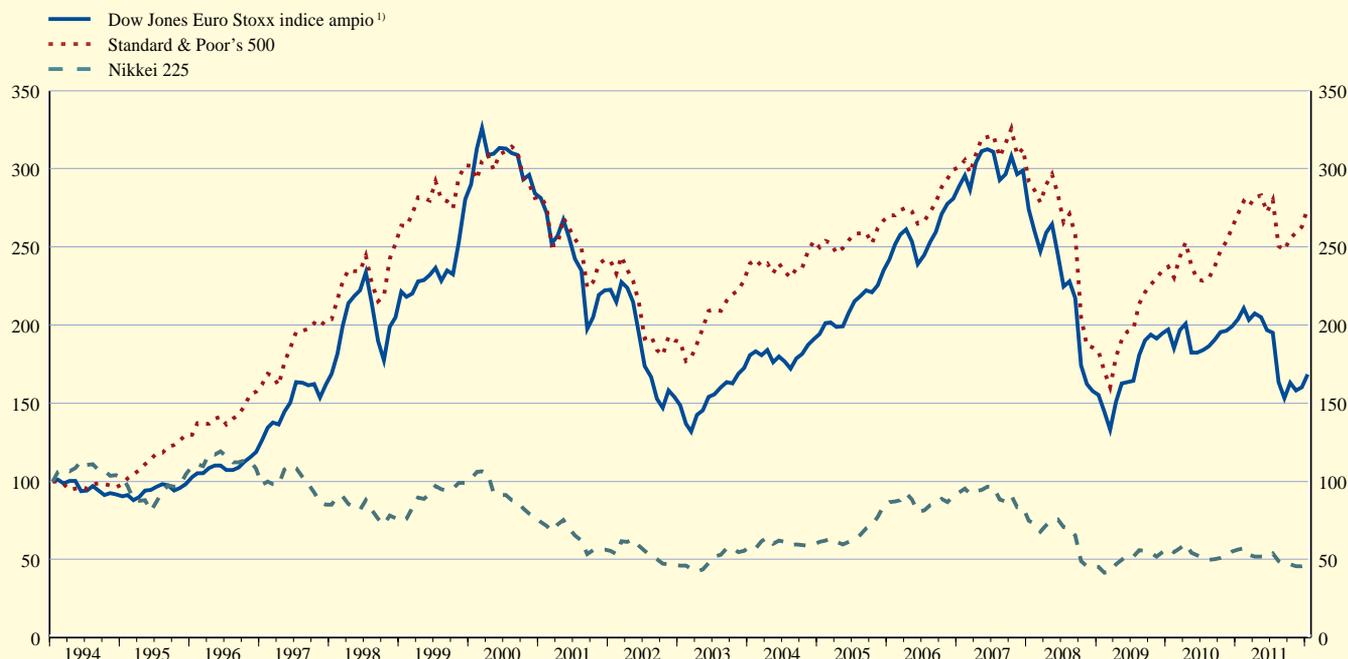
## 4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx <sup>1)</sup>												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	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	
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
2011	256,0	2.611,0	493,4	158,1	351,2	311,6	152,6	349,4	222,5	301,7	358,4	432,7	1.267,6	9.425,4
2010 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
3° trim.	236,0	2.381,6	463,7	146,0	341,5	282,0	133,8	323,0	199,8	270,2	333,0	435,0	1.225,3	9.246,3
4° trim.	222,4	2.277,8	427,1	142,1	327,1	295,5	117,2	296,6	201,8	256,5	320,3	432,4	1.225,7	8.580,6
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
lug.	270,5	2.743,5	550,7	160,8	384,4	317,4	160,6	375,7	221,0	307,8	360,0	467,4	1.325,2	9.996,7
ago.	226,9	2.297,2	443,7	141,1	329,7	268,6	129,0	307,3	189,7	258,4	329,3	420,7	1.185,3	9.072,9
set.	212,6	2.124,3	401,4	137,0	312,8	262,4	113,3	289,2	190,1	246,7	311,1	419,0	1.173,9	8.695,4
ott.	226,1	2.312,3	424,8	142,4	325,6	290,2	123,1	302,3	203,0	269,9	334,1	426,1	1.207,2	8.733,6
nov.	219,2	2.239,6	423,6	141,5	325,9	293,5	112,8	292,2	205,7	250,6	316,6	423,3	1.226,4	8.506,1
dic.	222,2	2.283,3	433,2	142,4	329,9	302,9	115,9	295,5	196,6	249,3	310,3	448,4	1.243,3	8.506,0
2012 gen.	233,4	2.382,1	477,6	146,9	351,8	317,3	120,4	319,2	206,9	248,8	305,0	473,6	1.300,6	8.616,7

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

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

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



## PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

### 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

#### 1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)<sup>1)</sup>

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati <sup>2)</sup>	
	Indice 2005 = 100	Totale	Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici	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
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	88,7	11,3
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
2011	112,8	2,7	1,7	3,3	1,8	-	-	-	-	-	-	2,6	3,5
2010 4° trim.	110,8	2,0	1,1	2,5	1,3	0,5	0,5	0,4	0,3	2,0	0,4	2,0	2,3
2011 1° trim.	111,3	2,5	1,3	3,1	1,6	1,0	0,9	0,4	-0,1	6,3	0,5	2,4	3,4
2° trim.	113,1	2,8	1,8	3,3	1,9	0,8	1,1	0,4	0,5	2,8	0,6	2,7	3,6
3° trim.	112,8	2,7	1,7	3,2	2,0	0,3	1,1	0,1	-0,3	0,4	0,5	2,6	3,5
4° trim.	114,1	2,9	2,0	3,7	1,9	0,8	1,0	0,9	1,1	1,5	0,3	2,9	3,5
2011 ago.	112,6	2,5	1,5	3,0	1,9	0,2	0,3	0,1	0,2	-0,2	0,2	2,4	3,4
set.	113,5	3,0	2,0	3,7	1,9	0,5	0,4	0,2	1,2	0,9	0,1	2,9	3,5
ott.	113,9	3,0	2,0	3,9	1,8	0,2	0,5	0,4	0,2	0,6	0,1	3,0	3,6
nov.	114,0	3,0	2,0	3,9	1,9	0,2	0,2	0,4	0,1	0,7	0,1	3,0	3,5
dic.	114,4	2,7	2,0	3,3	1,9	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,2	2,7	3,5
2012 gen. <sup>3)</sup>		2,7											

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione					
in perc. del totale nel 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
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
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
2011	2,7	3,3	1,8	3,7	0,8	11,9	1,8	1,4	2,9	-1,3	2,0	2,1
2010 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
2° trim.	2,6	3,0	1,9	3,7	1,0	11,5	1,9	1,4	3,2	-1,0	2,0	2,1
3° trim.	2,8	3,7	1,3	3,4	0,4	12,0	1,8	1,5	3,2	-1,8	2,2	2,1
4° trim.	3,3	4,2	1,8	3,9	1,2	11,5	1,7	1,4	3,0	-1,8	2,2	2,1
2011 lug.	2,6	3,4	1,3	3,1	0,0	11,8	1,9	1,5	3,4	-1,6	2,2	2,0
ago.	2,7	3,6	1,1	3,1	0,0	11,8	1,8	1,5	3,3	-1,8	2,2	2,1
set.	3,0	4,0	1,4	4,1	1,2	12,4	1,8	1,4	3,1	-1,9	2,3	2,2
ott.	3,3	4,3	1,8	4,2	1,3	12,4	1,7	1,4	2,9	-1,9	2,2	2,0
nov.	3,4	4,3	1,9	4,1	1,3	12,3	1,7	1,3	2,9	-1,7	2,2	2,2
dic.	3,1	4,1	1,6	3,4	1,2	9,7	1,7	1,4	3,2	-1,9	2,2	2,3

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

## 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

in perc. del totale nel 2005	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni										Prezzi delle costruzioni <sup>1)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>2)</sup>
	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				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2008	114,4	6,1	4,8	3,4	3,9	2,1	3,9	2,8	4,1	14,2	3,8	1,9
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,9	-5,3	0,4	-2,1	1,2	-2,5	-11,8	0,1	-3,1
2010	111,7	2,9	3,4	1,6	3,5	0,3	0,4	0,9	0,3	6,4	1,9	1,1
2011	118,3	5,9	5,5	3,8	5,9	1,4	3,1	2,1	3,3	11,9	.	.
2010 4° trim.	113,5	4,8	4,6	3,1	5,9	0,8	1,5	1,4	1,5	9,6	2,8	1,9
2011 1° trim.	116,7	6,5	6,3	4,4	7,9	1,3	2,5	1,8	2,6	12,5	4,1	2,0
2° trim.	118,5	6,3	5,8	4,3	6,8	1,3	3,4	1,9	3,7	11,9	3,0	1,1
3° trim.	118,9	5,9	5,5	3,8	5,6	1,5	3,3	2,2	3,5	11,8	3,2	1,0
4° trim.	119,3	5,1	4,5	2,9	3,4	1,5	3,3	2,5	3,4	11,4	.	.
2011 lug.	118,9	6,1	5,8	4,0	6,1	1,5	3,3	1,9	3,5	11,9	-	-
ago.	118,7	5,8	5,5	3,8	5,7	1,5	3,3	2,1	3,5	11,4	-	-
set.	119,0	5,8	5,4	3,5	5,0	1,5	3,4	2,5	3,5	12,2	-	-
ott.	119,2	5,5	5,0	3,2	4,1	1,5	3,4	2,5	3,5	12,3	-	-
nov.	119,5	5,4	4,7	3,0	3,5	1,4	3,4	2,5	3,6	12,4	-	-
dic.	119,2	4,3	3,7	2,6	2,8	1,5	3,1	2,3	3,2	9,5	-	-

### 3. Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

in perc. del totale	Prezzo del petrolio <sup>3)</sup> (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche						Totale (destagionalizzato; indice 2000=100)	Totale	Deflatori del PIL				Esportazioni <sup>6)</sup>	Importazioni <sup>6)</sup>
		Ponderati in base alle importazioni <sup>4)</sup>			Ponderati in base all'utilizzo <sup>5)</sup>					Domanda interna					
		Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2008	65,9	2,0	18,4	-4,4	-1,7	9,7	-8,6	106,2	1,9	2,6	2,7	2,8	2,3	2,4	3,9
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,0	-18,0	-11,4	-22,8	107,1	0,9	-0,1	-0,4	2,1	-0,5	-3,3	-5,9
2010	60,7	44,6	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	107,9	0,7	1,5	1,7	0,8	1,1	2,7	4,9
2011	79,7	12,2	22,4	7,7	12,9	20,7	7,5	.	.	.	.	.	.	.	.
2010 4° trim.	64,4	48,6	36,6	54,7	48,7	48,4	48,9	108,2	0,9	1,8	2,1	0,6	1,5	3,9	6,2
2011 1° trim.	77,3	42,9	46,1	41,4	41,0	47,2	36,6	108,7	1,1	2,3	2,5	0,6	2,0	4,7	7,7
2° trim.	81,3	11,6	28,8	4,6	13,3	26,2	5,1	109,1	1,2	2,1	2,7	0,8	1,6	3,2	5,3
3° trim.	79,3	3,8	16,7	-1,6	4,9	11,7	0,3	109,5	1,3	2,2	2,6	0,8	1,6	2,8	4,8
4° trim.	80,7	-2,5	3,6	-5,2	-1,7	4,4	-6,0	.	.	.	.	.	.	.	.
2011 ago.	76,7	2,5	17,2	-3,6	4,1	12,7	-1,8	-	-	-	-	-	-	-	-
set.	79,8	1,5	14,3	-3,9	1,5	7,5	-2,6	-	-	-	-	-	-	-	-
ott.	78,9	1,6	10,7	-2,4	2,5	10,6	-3,2	-	-	-	-	-	-	-	-
nov.	81,4	-1,9	4,7	-4,9	-0,7	6,0	-5,5	-	-	-	-	-	-	-	-
dic.	81,7	-6,7	-3,6	-8,1	-6,3	-2,5	-9,0	-	-	-	-	-	-	-	-
2012 gen.	86,2	-4,6	-4,1	-4,8	-4,1	-1,9	-5,8	-	-	-	-	-	-	-	-

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

- 1) Prezzi degli input delle costruzioni residenziali.
- 2) Dati a carattere sperimentale basati su fonti nazionali non armonizzate (per ulteriori informazioni cfr. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).
- 3) Qualità Brent (per consegne a termine di un mese).
- 4) Si riferisce a prezzi espressi in euro. Ponderati in base alla struttura delle importazioni dell'area dell'euro nel periodo 2004-2006.
- 5) Si riferisce a prezzi espressi in euro. Ponderati sulla base della domanda interna (prodotto interno al lordo delle importazioni e al netto delle esportazioni) dell'area dell'euro nel periodo 2004-06. Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni cfr. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).
- 6) I deflatori delle importazioni e delle esportazioni si riferiscono a beni e servizi e includono il commercio tra i paesi dell'area dell'euro.

**5.1 IAPC, altri prezzi e costi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale (indice 2005 = 100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione,	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amm. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto<sup>1)</sup></b>												
2009	110,0	4,0	-0,6	8,9	5,4	5,3	-0,3	-2,7	-3,7	5,4	2,7	1,9
2010	109,1	-0,8	-1,4	-5,8	1,6	-1,9	-0,9	0,3	2,6	1,5	1,1	1,7
2010 4° trim.	109,4	-0,3	-0,9	-4,0	0,0	-1,2	-0,2	0,9	2,8	2,2	1,3	2,0
2011 1° trim.	109,6	0,2	0,8	-1,4	0,0	-1,2	1,8	2,8	4,4	3,0	0,8	2,3
2° trim.	110,3	1,2	-0,1	0,6	0,1	0,0	3,2	3,7	3,5	3,2	0,6	3,3
3° trim.	110,2	1,3	-1,2	0,1	-0,8	1,7	3,6	1,5	3,3	3,1	0,8	3,6
<b>Redditi per occupato</b>												
2009	109,8	1,4	1,2	-0,6	5,5	1,4	1,3	0,8	-0,4	0,9	2,7	1,7
2010	111,5	1,6	1,5	3,6	1,0	1,3	2,5	2,0	3,5	1,3	0,8	1,1
2010 4° trim.	112,4	1,6	2,7	3,7	1,0	1,5	3,0	1,4	3,4	1,7	0,8	0,5
2011 1° trim.	113,4	2,4	4,4	4,4	4,5	2,0	2,1	2,0	2,4	2,7	1,2	1,2
2° trim.	114,0	2,5	3,4	4,7	2,6	1,8	2,4	3,1	2,3	2,7	1,3	2,1
3° trim.	114,2	2,4	3,4	3,2	2,9	2,3	2,7	2,9	3,6	2,7	1,6	2,1
<b>Produttività del lavoro per occupato<sup>2)</sup></b>												
2009	99,8	-2,5	1,8	-8,8	0,0	-3,6	1,6	3,6	3,4	-4,2	0,0	-0,2
2010	102,2	2,4	3,0	10,1	-0,6	3,3	3,5	1,8	1,0	-0,1	-0,3	-0,5
2010 4° trim.	102,7	1,9	3,6	8,0	1,0	2,7	3,3	0,5	0,6	-0,4	-0,5	-1,4
2011 1° trim.	103,5	2,2	3,5	5,9	4,6	3,2	0,3	-0,8	-1,9	-0,2	0,4	-1,1
2° trim.	103,4	1,3	3,6	4,1	2,5	1,8	-0,7	-0,5	-1,2	-0,5	0,8	-1,2
3° trim.	103,6	1,0	4,7	3,1	3,7	0,6	-0,8	1,4	0,3	-0,3	0,7	-1,5
<b>Redditi per ora lavorata</b>												
2009	112,1	3,3	2,2	3,9	7,3	2,7	1,8	2,7	1,4	2,5	3,0	3,1
2010	113,3	1,0	-0,1	1,1	1,2	1,1	1,9	1,7	2,5	0,6	0,7	1,8
2010 4° trim.	114,3	1,6	1,2	1,4	1,8	2,0	3,4	2,2	3,2	1,5	1,0	1,2
2011 1° trim.	114,7	1,8	-0,3	2,0	3,2	2,3	1,8	2,0	1,6	2,4	0,9	1,1
2° trim.	115,7	2,5	2,1	3,9	3,1	2,4	2,7	3,5	4,5	2,9	1,1	1,9
3° trim.	115,5	2,1	1,1	2,6	3,3	2,4	2,0	3,3	4,5	2,2	1,3	1,5
<b>Produttività per ora lavorata<sup>3)</sup></b>												
2009	102,2	-0,8	2,7	-4,9	1,6	-2,5	2,1	5,4	4,5	-2,9	0,3	1,2
2010	104,2	1,9	2,8	7,5	-0,8	2,8	3,0	1,2	-0,5	-0,8	-0,5	0,1
2010 4° trim.	104,8	1,8	3,2	5,7	1,5	3,0	3,7	0,8	-0,4	-0,4	-0,3	-0,7
2011 1° trim.	105,0	1,6	1,2	3,5	3,0	3,3	0,1	-1,0	-2,5	-0,3	0,1	-0,9
2° trim.	105,3	1,3	4,5	3,1	2,6	2,2	-0,7	-0,3	0,6	-0,2	0,5	-1,1
3° trim.	105,2	0,8	5,7	2,4	3,2	0,4	-1,7	1,6	0,8	-0,7	0,5	-2,3

**5. Indicatori del costo del lavoro<sup>3)</sup>**

	Totale (indice dest.) 2008 = 100)	Totale	Per componente			Per settore di attività			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali <sup>4)</sup>
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi		
in perc. del totale nel 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2009	102,7	2,7	2,6	3,0	3,0	3,7	2,4	2,6	
2010	104,3	1,6	1,5	1,9	1,0	1,8	1,8	1,7	
2010 4° trim.	105,1	1,7	1,6	2,0	1,3	1,5	2,0	1,6	
2011 1° trim.	106,2	2,5	2,3	3,3	2,4	1,9	2,6	1,8	
2° trim.	107,2	3,2	3,3	3,7	4,2	2,5	2,9	1,9	
3° trim.	107,4	2,7	2,6	3,2	2,9	2,5	2,7	2,1	

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

- Rapporto tra i redditi (a prezzi correnti) per occupato e la produttività del lavoro per occupato.
- PIL totale e valore aggiunto per branca di attività economica (volumi) per input di lavoro (in termini di occupati o di ore lavorate).
- Costo orario del lavoro nell'intera economia, al netto di agricoltura, 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.
- Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni cfr. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

## 5.2 Produzione e domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

### 1. PIL e componenti della domanda

	PIL								
	Totale	Domanda interna				Bilancia commerciale <sup>1)</sup>			
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>									
2007	9.030,2	8.897,4	5.050,0	1.805,3	1.965,3	76,7	132,8	3.749,6	3.616,8
2008	9.244,3	9.158,9	5.207,0	1.898,9	1.989,8	63,2	85,3	3.882,1	3.796,8
2009	8.930,8	8.812,7	5.127,1	1.986,9	1.741,4	-42,7	118,1	3.273,6	3.155,5
2010	9.161,5	9.045,8	5.261,2	2.013,8	1.751,0	19,9	115,6	3.748,4	3.632,7
2010 3° trim.	2.300,7	2.268,3	1.319,4	504,3	440,7	3,9	32,4	958,8	926,4
4° trim.	2.309,8	2.282,7	1.333,1	504,5	440,0	5,1	27,1	978,4	951,2
2011 1° trim.	2.337,7	2.315,1	1.342,5	507,6	451,3	13,6	22,6	1.009,7	987,0
2° trim.	2.350,8	2.321,9	1.346,5	507,5	453,3	14,6	28,9	1.024,6	995,7
3° trim.	2.362,6	2.327,0	1.354,3	508,3	453,2	11,1	35,7	1.042,4	1.006,7
<i>in percentuale del PIL</i>									
2010	100,0	98,7	57,4	22,0	19,1	0,2	1,3	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2010 3° trim.	0,4	0,2	0,4	0,1	0,2	-	-	2,1	1,7
4° trim.	0,3	0,2	0,3	0,0	-0,4	-	-	1,5	1,3
2011 1° trim.	0,8	0,5	0,0	0,2	1,8	-	-	1,8	1,1
2° trim.	0,2	-0,2	-0,5	-0,1	-0,1	-	-	1,2	0,5
3° trim.	0,1	-0,1	0,2	-0,1	-0,1	-	-	1,2	0,8
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2007	3,0	2,8	1,7	2,2	4,7	-	-	6,6	6,2
2008	0,4	0,3	0,4	2,3	-1,1	-	-	1,0	0,9
2009	-4,3	-3,7	-1,2	2,5	-12,0	-	-	-12,8	-11,7
2010	1,9	1,1	0,9	0,6	-0,6	-	-	11,5	9,7
2010 3° trim.	2,1	1,4	1,0	0,5	0,8	-	-	12,2	10,6
4° trim.	2,0	1,5	1,1	-0,1	1,3	-	-	12,0	11,2
2011 1° trim.	2,4	1,6	0,9	0,5	3,6	-	-	10,4	8,5
2° trim.	1,6	0,7	0,2	0,1	1,6	-	-	6,8	4,6
3° trim.	1,3	0,4	0,0	0,0	1,3	-	-	5,8	3,7
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>									
2010 3° trim.	0,4	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	-	-
4° trim.	0,3	0,2	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,1	-	-
2011 1° trim.	0,8	0,5	0,0	0,0	0,4	0,0	0,3	-	-
2° trim.	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,2	0,3	-	-
3° trim.	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,2	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>									
2007	3,0	2,8	1,0	0,4	1,0	0,3	0,2	-	-
2008	0,4	0,3	0,2	0,5	-0,2	-0,1	0,1	-	-
2009	-4,3	-3,7	-0,7	0,5	-2,6	-0,9	-0,6	-	-
2010	1,9	1,1	0,5	0,1	-0,1	0,6	0,8	-	-
2010 3° trim.	2,1	1,3	0,6	0,1	0,2	0,5	0,7	-	-
4° trim.	2,0	1,5	0,6	0,0	0,2	0,7	0,5	-	-
2011 1° trim.	2,4	1,6	0,5	0,1	0,7	0,3	0,8	-	-
2° trim.	1,6	0,7	0,1	0,0	0,3	0,3	0,9	-	-
3° trim.	1,3	0,4	0,0	0,0	0,2	0,1	0,9	-	-

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.

**5.2 Produzione e domanda**

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

**2. Valore aggiunto per branca di attività economica**

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrat. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2007	8.071,4	144,0	1.650,2	538,6	1.550,5	352,6	393,8	889,7	821,5	1.449,8	280,7	958,8
2008	8.299,0	142,0	1.652,6	560,8	1.597,8	358,5	384,9	930,3	859,4	1.520,7	291,9	945,3
2009	8.037,8	125,5	1.465,4	537,3	1.517,8	360,5	427,3	904,4	817,8	1.581,9	300,1	893,0
2010	8.222,5	137,4	1.550,9	512,8	1.561,4	357,7	437,5	922,3	830,6	1.609,2	302,7	938,9
2010 3° trim.	2.063,8	35,0	390,3	128,5	392,2	89,6	109,9	231,9	208,9	401,8	75,6	236,9
4° trim.	2.072,8	35,1	395,3	127,2	395,1	88,9	108,5	234,4	209,8	402,1	76,1	237,1
2011 1° trim.	2.096,0	36,7	402,4	130,9	401,6	88,8	108,1	234,9	210,8	405,2	76,6	241,7
2° trim.	2.107,8	37,0	406,0	130,3	404,2	88,7	107,6	238,7	212,3	406,6	76,4	243,0
3° trim.	2.119,8	35,7	412,1	130,5	405,1	88,7	109,2	240,7	213,3	407,4	77,1	242,8
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2010	100,0	1,7	18,9	6,2	19,0	4,4	5,3	11,2	10,1	19,6	3,7	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2010 3° trim.	0,4	-0,4	1,0	-0,8	1,1	0,2	-1,6	0,4	0,9	0,2	0,0	0,5
4° trim.	0,3	0,6	1,3	-1,2	0,3	0,8	-0,3	0,2	0,2	0,0	-0,2	-0,1
2011 1° trim.	0,7	1,4	1,2	1,4	1,2	-0,8	1,2	-0,2	1,0	0,3	0,0	1,0
2° trim.	0,2	0,3	0,6	-0,2	0,1	0,3	0,1	0,3	0,5	0,1	-0,6	-0,4
3° trim.	0,1	0,3	0,3	-0,5	0,0	0,0	0,5	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2007	3,2	6,2	3,8	1,8	3,3	6,2	6,4	1,5	5,2	1,3	2,1	0,9
2008	0,6	2,1	-2,3	-1,2	1,1	2,7	1,0	1,2	1,8	2,0	1,5	-1,3
2009	-4,3	-0,4	-13,3	-6,8	-5,4	0,8	3,8	0,6	-6,6	1,4	0,9	-4,1
2010	2,0	2,1	6,6	-4,4	2,5	2,5	0,9	0,4	1,7	0,8	0,1	1,0
2010 3° trim.	2,1	1,2	6,2	-3,3	3,1	3,0	-1,0	0,7	2,4	0,8	0,1	2,1
4° trim.	2,1	2,2	6,7	-2,9	2,9	2,7	-0,5	0,5	2,4	0,3	-0,5	1,3
2011 1° trim.	2,2	1,0	5,7	0,7	3,4	1,0	-0,9	0,5	3,0	0,6	-0,1	3,7
2° trim.	1,7	1,9	4,2	-0,8	2,7	0,5	-0,7	0,7	2,6	0,7	-0,9	1,0
3° trim.	1,4	2,6	3,5	-0,6	1,7	0,4	1,5	0,3	1,8	0,6	-0,6	0,7
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2010 3° trim.	0,4	0,0	0,2	0,0	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-
4° trim.	0,3	0,0	0,2	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2011 1° trim.	0,7	0,0	0,2	0,1	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2° trim.	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
3° trim.	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2007	3,2	0,1	0,8	0,1	0,6	0,3	0,3	0,2	0,5	0,2	0,1	-
2008	0,6	0,0	-0,5	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,4	0,1	-
2009	-4,3	0,0	-2,6	-0,5	-1,0	0,0	0,2	0,1	-0,7	0,3	0,0	-
2010	2,0	0,0	1,2	-0,3	0,5	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,0	-
2010 3° trim.	2,1	0,0	1,1	-0,2	0,6	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,0	-
4° trim.	2,1	0,0	1,2	-0,2	0,5	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2011 1° trim.	2,2	0,0	1,1	0,0	0,7	0,0	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
2° trim.	1,7	0,0	0,8	-0,1	0,5	0,0	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
3° trim.	1,4	0,0	0,7	0,0	0,3	0,0	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## 5.2 Produzione e domanda

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 3. Produzione industriale

in perc. del totale nel 2005	Totale		Industria escluse le costruzioni									Costruzioni			
	1	2	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale			Industria escluse le costruzioni e i beni energetici						Beni energetici	11	12
				3	4	5	6	7	8	9	10				
												Industria manifatturiera			
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			
2008	-2,4	106,5	-1,6	-1,7	-1,8	-3,4	0,0	-1,9	-5,2	-1,3	0,2	-5,1			
2009	-13,6	90,8	-14,8	-15,9	-16,0	-19,0	-20,9	-4,9	-17,3	-2,9	-5,3	-7,8			
2010	4,1	97,5	7,4	7,8	7,8	10,1	9,1	3,4	2,5	3,5	3,8	-8,1			
2010 4° trim.	4,5	100,1	8,0	8,4	8,5	7,9	13,9	3,0	2,0	3,1	4,9	-9,2			
2011 1° trim.	4,6	101,1	6,6	8,2	8,2	9,0	13,2	1,4	2,9	1,2	-2,3	-2,3			
2° trim.	2,2	101,3	4,2	5,4	5,5	4,3	9,4	2,3	1,1	2,4	-5,4	-4,9			
3° trim.	3,6	101,8	4,0	4,9	4,9	3,8	9,8	0,9	1,9	0,8	-3,2	1,6			
2011 giu.	-0,3	100,8	2,8	3,6	3,4	3,1	7,0	0,4	-2,7	0,9	-3,7	-11,0			
lug.	4,0	101,7	4,3	5,2	5,2	4,3	11,7	-0,2	4,3	-0,7	-4,1	2,4			
ago.	5,3	102,9	6,0	7,1	7,2	5,4	12,9	3,0	3,0	3,1	-2,1	2,2			
set.	1,8	100,8	2,2	2,9	2,9	2,2	5,9	0,2	-1,0	0,3	-3,4	0,5			
ott.	0,3	100,6	1,0	1,8	1,8	0,3	4,8	0,3	-3,1	0,9	-5,0	-2,4			
nov.	0,2	100,7	0,1	1,0	1,1	-0,2	4,7	-1,5	-3,0	-1,2	-6,4	0,1			
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>															
2011 giu.	-1,3	-	-0,7	-1,1	-0,8	-0,8	-1,5	-0,7	-2,6	-0,8	1,1	-1,2			
lug.	1,6	-	0,8	0,7	0,8	0,6	2,8	-0,2	3,5	-0,7	0,2	1,7			
ago.	0,9	-	1,2	1,5	1,1	1,4	2,2	0,9	-0,3	1,7	1,0	-0,2			
set.	-1,8	-	-2,0	-2,5	-1,7	-2,2	-3,8	-1,0	-3,4	-1,4	-1,7	-1,4			
ott.	-0,4	-	-0,2	-0,1	-0,2	-0,9	0,9	-0,1	-1,1	0,4	-0,6	-1,4			
nov.	0,3	-	0,1	0,1	-0,1	0,6	0,3	-0,6	-0,4	-0,8	-0,1	0,7			

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

in perc. del totale nel 2005	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio (incluso il carburante per autoveicoli)								Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera <sup>1)</sup> (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	A prezzi costanti						Migliaia (dest.) <sup>2)</sup>	Totale	
	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Totale	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari		Carburante			
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2009	87,3	-22,7	95,6	-18,3	-4,3	100,6	-2,5	-1,7	-2,2	-1,8	-3,9	-5,7	925	3,3
2010	102,7	17,6	105,3	10,2	2,1	101,4	0,8	0,5	1,7	2,6	0,7	-2,9	843	-8,5
2011	.	.	.	.	1,6	100,8	-0,6	-0,9	-0,1	.	.	.	838	-1,1
2011 1° trim.	112,1	18,6	114,6	13,7	2,1	101,3	0,1	-1,1	1,2	-0,2	1,7	-1,3	867	-3,1
2° trim.	114,5	11,6	114,7	9,8	1,7	100,9	-0,5	-0,5	0,0	1,7	-1,2	-3,6	825	-1,8
3° trim.	111,2	5,4	115,2	8,8	1,7	100,9	-0,5	-0,8	0,1	-2,3	-0,1	-4,2	824	2,9
4° trim.	.	.	.	.	0,9	100,2	-1,3	-1,1	-1,3	.	.	.	835	-1,7
2011 lug.	112,9	8,9	115,4	9,8	1,7	101,0	-0,4	-2,4	1,7	2,3	1,5	-5,4	817	2,2
ago.	114,9	6,0	116,6	10,3	2,1	101,1	-0,1	0,1	0,4	-1,1	-1,3	-2,9	823	6,1
set.	105,9	1,6	113,6	6,6	1,5	100,5	-1,2	-0,1	-1,9	-8,4	-0,4	-4,2	833	1,3
ott.	107,5	1,5	113,7	4,8	1,9	100,6	-0,7	-0,4	-1,0	-4,1	-0,4	-4,3	822	-0,6
nov.	106,3	-2,5	114,6	3,8	1,0	100,2	-1,5	-1,5	-1,2	-4,4	-1,4	-3,7	827	-3,3
dic.	.	.	.	.	0,0	99,8	-1,6	-1,3	-1,5	.	.	.	857	-1,1
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>														
2011 ago.	-	1,7	-	1,1	0,1	-	0,0	0,3	-0,2	-1,5	-0,7	1,1	-	0,8
set.	-	-7,9	-	-2,6	-0,4	-	-0,6	0,1	-0,8	-4,2	0,0	-0,8	-	1,2
ott.	-	1,5	-	0,1	0,6	-	0,1	0,1	0,3	2,0	0,1	-1,2	-	-1,3
nov.	-	-1,1	-	0,8	-0,6	-	-0,4	-0,8	-0,1	-0,4	-0,7	-0,3	-	0,6
dic.	-	.	-	.	-0,5	-	-0,4	-0,2	-0,1	.	.	.	-	3,6

Fonti: Eurostat, eccetto le colonne 13 e 14 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 costituiscono 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<sup>1)</sup>, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

**5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese**

	Indice del clima economico <sup>2)</sup> (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata <sup>3)</sup> (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie				
		Clima di fiducia					Totale <sup>4)</sup>	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale <sup>4)</sup>	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008	93,5	-8,4	-13,4	10,8	-1,0	82,0	-18,4	-10,1	-25,4	23,9	-14,1
2009	80,2	-28,7	-56,7	14,8	-14,7	70,8	-24,8	-7,0	-26,1	55,3	-10,7
2010	100,5	-4,7	-24,7	0,8	11,4	76,7	-14,2	-5,3	-12,3	31,2	-8,1
2011	101,0	0,1	-6,9	2,3	9,4	80,3	-14,5	-7,5	-18,2	23,3	-9,2
2010 4° trim.	105,3	2,4	-9,8	-0,7	16,3	79,0	-10,8	-5,6	-9,2	21,4	-7,1
2011 1° trim.	106,9	6,1	-2,1	-1,8	18,7	80,7	-11,0	-6,2	-10,0	20,1	-7,5
2° trim.	105,2	4,0	-2,0	-0,7	13,1	80,9	-10,7	-6,7	-12,6	15,2	-8,3
3° trim.	98,4	-2,8	-9,0	4,5	5,2	80,0	-15,9	-7,4	-21,8	24,1	-10,1
4° trim.	93,6	-7,0	-14,6	7,0	0,6	79,8	-20,6	-9,7	-28,4	33,8	-10,8
2011 ago.	98,1	-2,9	-9,5	4,9	5,9	-	-16,8	-7,3	-23,5	25,7	-10,5
set.	94,6	-6,0	-12,3	6,0	0,2	-	-19,3	-8,9	-27,3	30,0	-11,0
ott.	94,4	-6,6	-13,5	6,5	0,2	79,6	-20,1	-9,1	-28,7	32,7	-10,0
nov.	93,5	-7,3	-14,2	7,1	-0,5	-	-20,5	-9,2	-28,8	33,9	-10,2
dic.	92,8	-7,2	-16,2	7,4	2,0	-	-21,3	-10,7	-27,7	34,8	-12,2
2012 gen.	93,4	-7,2	-16,8	6,5	1,8	79,9	-20,7	-10,9	-27,4	33,1	-11,6

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale <sup>4)</sup>	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale <sup>4)</sup>	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale <sup>4)</sup>	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
2008	-14,2	-20,7	-7,7	-10,0	-11,0	15,8	-3,3	0,4	-3,8	0,5	4,7
2009	-33,1	-42,1	-24,1	-15,5	-21,4	9,8	-15,4	-15,8	-20,8	-18,2	-8,5
2010	-28,8	-39,3	-18,4	-4,1	-6,6	7,2	1,6	4,5	1,9	3,5	8,0
2011	-27,4	-34,9	-20,0	-5,5	-5,8	11,1	0,5	5,4	2,1	5,4	8,6
2010 4° trim.	-27,6	-36,5	-18,8	0,6	0,5	7,2	8,4	8,4	6,1	7,7	11,5
2011 1° trim.	-27,8	-38,2	-17,3	-0,9	-0,5	8,1	5,9	10,1	7,6	9,8	12,9
2° trim.	-26,9	-33,8	-20,0	-2,4	-1,6	9,7	4,1	9,5	7,1	9,7	11,6
3° trim.	-27,7	-35,0	-20,4	-7,5	-7,3	12,8	-2,3	3,5	0,3	3,7	6,6
4° trim.	-27,4	-32,5	-22,3	-11,1	-13,6	14,0	-5,7	-1,6	-6,4	-1,8	3,4
2011 ago.	-26,0	-34,1	-17,9	-8,8	-7,8	13,6	-5,0	3,4	-0,2	3,6	6,9
set.	-29,8	-37,2	-22,4	-9,9	-11,1	14,4	-4,1	-0,3	-3,7	0,3	2,4
ott.	-27,3	-33,6	-21,1	-9,9	-12,3	13,7	-3,8	-0,2	-3,8	-0,9	4,0
nov.	-26,0	-30,5	-21,4	-11,2	-14,1	13,8	-5,8	-2,0	-7,0	-1,8	2,8
dic.	-28,9	-33,5	-24,4	-12,2	-14,5	14,4	-7,6	-2,6	-8,4	-2,7	3,3
2012 gen.	-28,3	-33,6	-23,0	-15,5	-18,3	16,1	-12,0	-0,6	-7,3	0,5	4,9

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 <sup>1)</sup>

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

### 1. Occupazione

	Per status occupazionale			Per settore di attività									
	Totale	Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Ammin. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Persone occupate</b>													
<i>livelli (migliaia)</i>													
2010	146.433	125.205	21.228	5.087	23.079	10.302	35.740	3.959	4.142	1.289	17.595	34.497	10.743
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2010	100,0	85,5	14,5	3,5	15,8	7,0	24,4	2,7	2,8	0,9	12,0	23,6	7,3
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2008	0,8	1,0	-0,3	-1,8	0,2	-2,2	0,9	1,0	0,3	1,3	3,3	1,2	1,2
2009	-1,8	-1,8	-1,8	-2,2	-5,0	-6,8	-1,8	-0,8	0,1	-2,7	-2,5	1,4	1,1
2010	-0,5	-0,5	-0,7	-0,9	-3,2	-3,7	-0,7	-1,0	-0,8	-0,5	1,8	1,1	0,7
2010 4° trim.	0,1	0,2	-0,7	-1,4	-1,2	-3,9	0,2	-0,6	-1,0	-0,2	2,8	0,8	1,0
2011 1° trim.	0,2	0,4	-0,9	-2,5	-0,2	-3,8	0,3	0,7	0,0	2,5	3,2	0,3	1,0
2° trim.	0,4	0,6	-0,8	-1,6	0,1	-3,2	0,9	1,2	-0,1	1,9	3,2	-0,1	0,4
3° trim.	0,3	0,5	-1,1	-2,0	0,4	-4,1	1,1	1,2	0,1	0,0	2,1	-0,1	0,9
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
2010 4° trim.	0,1	0,2	-0,3	-0,3	0,1	-1,1	0,3	0,1	-0,1	-0,1	0,5	0,1	0,4
2011 1° trim.	0,1	0,1	0,0	-1,6	0,2	-1,2	0,0	1,0	0,5	1,7	0,9	-0,2	0,4
2° trim.	0,2	0,3	-0,3	0,8	0,1	-0,3	0,5	0,3	-0,2	-0,5	0,9	-0,1	-0,1
3° trim.	-0,1	-0,1	-0,5	-1,0	0,0	-1,6	0,2	-0,2	-0,1	-1,0	-0,3	0,0	0,2
<b>Ore lavorate</b>													
<i>livelli (milioni)</i>													
2010	231.190	185.633	45.556	10.516	36.433	18.211	60.091	6.363	6.521	1.974	26.791	49.145	15.145
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2010	100,0	80,3	19,7	4,5	15,8	7,9	26,0	2,8	2,8	0,9	11,6	21,3	6,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2008	0,8	1,2	-0,7	-2,1	-0,4	-2,5	1,0	1,6	1,6	1,3	3,5	1,6	1,6
2009	-3,4	-3,6	-2,8	-3,1	-8,9	-8,3	-2,9	-1,3	-1,5	-3,7	-3,8	1,1	-0,3
2010	0,0	0,1	-0,2	-0,7	-0,9	-3,6	-0,3	-0,5	-0,3	0,9	2,5	1,3	0,1
2010 4° trim.	0,1	0,3	-0,5	-1,0	1,0	-4,4	-0,1	-1,0	-1,3	0,9	2,8	0,6	0,3
2011 1° trim.	0,8	1,0	-0,1	-0,2	2,1	-2,3	0,1	0,9	0,1	3,1	3,3	0,5	0,8
2° trim.	0,3	0,6	-0,7	-2,5	1,0	-3,4	0,5	1,2	-0,4	0,0	2,9	0,1	0,2
3° trim.	0,6	0,8	-0,3	-2,9	1,1	-3,7	1,2	2,1	-0,2	-0,4	2,5	0,1	1,8
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
2010 4° trim.	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,3	-1,7	0,0	0,1	-0,5	0,3	0,5	-0,2	0,3
2011 1° trim.	0,6	0,7	0,2	-0,7	0,7	0,2	0,5	1,4	1,1	1,0	1,5	0,3	0,7
2° trim.	-0,1	0,0	-0,6	-0,4	-0,1	-1,1	0,2	0,3	-0,5	-1,7	0,3	0,0	-0,7
3° trim.	0,1	0,2	0,1	-1,6	0,2	-1,1	0,6	0,3	-0,3	-0,1	0,2	0,1	1,4
<b>Ore lavorate per persona occupata</b>													
<i>livelli (migliaia)</i>													
2010	1.579	1.483	2.146	2.067	1.579	1.768	1.681	1.607	1.575	1.531	1.523	1.425	1.410
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2008	0,0	0,2	-0,4	-0,2	-0,5	-0,2	0,1	0,7	1,3	0,0	0,2	0,4	0,4
2009	-1,7	-1,8	-1,0	-0,9	-4,1	-1,6	-1,2	-0,5	-1,6	-1,1	-1,4	-0,3	-1,3
2010	0,5	0,5	0,5	0,2	2,4	0,2	0,4	0,5	0,6	1,4	0,6	0,1	-0,6
2010 4° trim.	0,0	0,1	0,1	0,4	2,2	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	1,0	0,0	-0,2	-0,7
2011 1° trim.	0,5	0,6	0,7	2,4	2,3	1,5	-0,1	0,2	0,1	0,6	0,1	0,3	-0,2
2° trim.	-0,1	0,0	0,1	-0,9	0,9	-0,1	-0,4	-0,1	-0,2	-1,8	-0,3	0,2	-0,1
3° trim.	0,3	0,2	0,8	-0,9	0,7	0,5	0,1	0,9	-0,3	-0,4	0,4	0,3	0,9
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
2010 4° trim.	3,1	3,6	1,5	-2,7	4,6	0,6	3,0	3,9	4,0	2,4	6,0	3,3	2,0
2011 1° trim.	0,6	0,8	-0,8	-1,7	0,5	0,3	0,4	1,0	1,9	0,7	0,2	1,7	0,6
2° trim.	-2,2	-3,0	1,3	4,2	-2,7	0,6	-2,0	-4,1	-4,1	-3,8	-3,9	-3,5	-1,4
3° trim.	-1,1	-1,0	-1,3	-0,8	-1,4	-1,0	-1,1	0,3	-1,5	0,6	-1,6	-1,3	-0,3

Fonte: elaborazioni della BCE basate sui dati Eurostat.

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

## 5.3 Mercato del lavoro

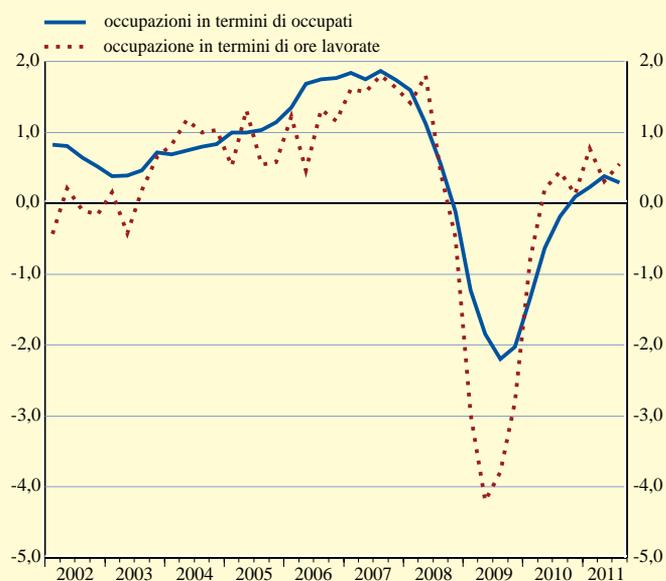
(dati destagionalizzati salvo diversa indicazione)

### 2. Disoccupazione e posti vacanti<sup>1)</sup>

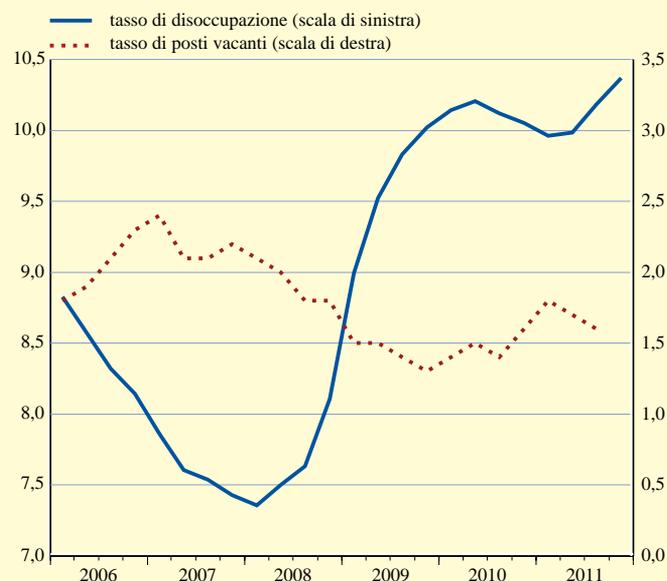
	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti <sup>2)</sup> in perc. del totale dei posti di lavoro
	Totale		Per età <sup>3)</sup>				Per genere <sup>4)</sup>				
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
in perc. del totale nel 2010	100,0		79,5		20,5		54,0		46,0		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008	11,783	7,6	9,186	6,7	2,597	15,5	5,810	6,7	5,973	8,7	2,2
2009	11,973	7,6	9,294	6,6	2,678	16,0	6,049	7,0	5,923	8,5	1,9
2010	15,049	9,6	11,765	8,4	3,284	20,3	8,143	9,4	6,905	9,8	1,4
2011	15,926	10,1	12,655	8,9	3,271	20,9	8,592	10,0	7,334	10,3	1,5
2010 4° trim.	15,897	10,1	12,657	8,9	3,241	20,8	8,555	9,9	7,342	10,3	1,4
2011 1° trim.	15,826	10,1	12,638	8,9	3,188	20,6	8,455	9,8	7,371	10,4	1,6
2° trim.	15,671	10,0	12,497	8,8	3,174	20,6	8,340	9,7	7,331	10,3	1,8
3° trim.	15,728	10,0	12,553	8,8	3,175	20,6	8,369	9,7	7,359	10,3	1,7
4° trim.	16,037	10,1	12,810	9,0	3,227	20,9	8,496	9,8	7,541	10,5	1,6
2011 lug.	15,787	10,0	12,609	8,9	3,179	20,6	8,378	9,7	7,409	10,3	-
ago.	15,928	10,1	12,733	8,9	3,195	20,7	8,446	9,8	7,482	10,4	-
set.	15,984	10,1	12,781	9,0	3,202	20,8	8,457	9,8	7,527	10,5	-
ott.	16,198	10,2	12,915	9,1	3,283	21,1	8,585	9,9	7,613	10,6	-
nov.	16,327	10,3	13,000	9,1	3,327	21,4	8,720	10,1	7,607	10,6	-
dic.	16,372	10,3	12,978	9,1	3,394	21,7	8,699	10,0	7,673	10,7	-

### F28 Occupazione: occupati e ore lavorate

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



### F29 Tasso di disoccupazione e tasso di posti vacanti<sup>2)</sup>



Fonte: Eurostat.

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



## FINANZA PUBBLICA

### 6.1 Entrate, spese e disavanzo/avanzo <sup>1)</sup> (in percentuale del PIL)

#### 1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
		Imposte dirette					Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE	Contributi sociali		Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale		
		Famiglie	Imprese	Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti									
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2002	44,9	44,6	11,9	9,0	2,8	13,2	0,4	15,6	8,1	4,6	2,2	0,3	0,3	40,9
2003	44,9	44,2	11,5	8,8	2,7	13,2	0,4	15,7	8,2	4,6	2,2	0,6	0,5	40,9
2004	44,5	44,0	11,5	8,5	2,9	13,2	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,4	40,6
2005	44,8	44,3	11,7	8,6	3,0	13,3	0,3	15,4	8,1	4,5	2,3	0,5	0,3	40,7
2006	45,3	44,9	12,3	8,8	3,4	13,4	0,3	15,3	8,0	4,5	2,3	0,4	0,3	41,3
2007	45,3	45,0	12,7	8,9	3,6	13,3	0,3	15,1	8,0	4,4	2,3	0,3	0,3	41,3
2008	45,1	44,8	12,5	9,1	3,2	12,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,3	0,3	0,3	40,9
2009	44,8	44,5	11,6	9,2	2,3	12,8	0,3	15,8	8,3	4,5	2,5	0,4	0,4	40,5
2010	44,7	44,4	11,6	8,9	2,5	12,9	0,3	15,6	8,2	4,5	2,5	0,3	0,3	40,4

#### 2. Area dell'euro: spese

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale				Per memoria: spese primarie <sup>3)</sup>	
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE		
														10
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2002	47,6	43,8	10,5	4,9	3,5	24,9	22,0	1,9	0,5	3,9	2,4	1,4	0,1	44,1
2003	48,0	44,1	10,6	4,9	3,3	25,2	22,3	1,8	0,5	4,0	2,5	1,4	0,1	44,7
2004	47,4	43,5	10,5	5,0	3,1	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,3
2005	47,3	43,4	10,5	5,0	3,0	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3
2006	46,7	42,8	10,3	5,0	2,9	24,6	21,8	1,6	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,0	42,2	10,1	5,0	3,0	24,2	21,4	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,1
2008	47,2	43,3	10,3	5,2	3,0	24,8	21,9	1,6	0,4	3,9	2,6	1,3	0,0	44,2
2009	51,2	46,9	11,0	5,7	2,9	27,4	24,2	1,8	0,4	4,3	2,8	1,4	0,0	48,4
2010	50,9	46,6	10,8	5,6	2,8	27,3	24,2	1,8	0,4	4,4	2,5	1,9	0,0	48,1

#### 3. Area dell'euro: disavanzo/avanzo, disavanzo/avanzo primario e consumi pubblici

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo primario (+)	Consumi pubblici <sup>4)</sup>							
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)	Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
2002	-2,7	-2,3	-0,5	-0,3	0,3	0,8	20,2	10,5	4,9	5,1	1,9	2,2	8,1	12,1
2003	-3,1	-2,5	-0,5	-0,2	0,1	0,2	20,5	10,6	4,9	5,2	1,9	2,2	8,1	12,3
2004	-2,9	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,2	8,1	12,3
2005	-2,5	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,5	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,3	8,0	12,4
2006	-1,4	-1,5	-0,1	-0,2	0,4	1,5	20,3	10,3	5,0	5,2	1,9	2,3	7,9	12,4
2007	-0,7	-1,2	0,0	-0,1	0,6	2,3	20,0	10,1	5,0	5,1	1,9	2,3	7,7	12,3
2008	-2,1	-2,3	-0,2	-0,2	0,5	0,9	20,5	10,3	5,2	5,3	2,0	2,3	8,0	12,6
2009	-6,4	-5,2	-0,5	-0,3	-0,4	-3,5	22,2	11,0	5,7	5,8	2,1	2,5	8,6	13,6
2010	-6,2	-5,1	-0,7	-0,3	-0,1	-3,4	22,0	10,8	5,6	5,8	2,1	2,5	8,4	13,6

#### 4. Paesi dell'area dell'euro: disavanzo (-)/avanzo (+) <sup>5)</sup>

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2007	-0,3	0,2	2,4	0,1	-6,5	1,9	-2,7	-1,6	3,5	3,7	-2,4	0,2	-0,9	-3,1	0,0	-1,8	5,3
2008	-1,3	-0,1	-2,9	-7,3	-9,8	-4,5	-3,3	-2,7	0,9	3,0	-4,6	0,5	-0,9	-3,6	-1,9	-2,1	4,3
2009	-5,8	-3,2	-2,0	-14,2	-15,8	-11,2	-7,5	-5,4	-6,1	-0,9	-3,7	-5,6	-4,1	-10,1	-6,1	-8,0	-2,5
2010	-4,1	-4,3	0,2	-31,3	-10,6	-9,3	-7,1	-4,6	-5,3	-1,1	-3,6	-5,1	-4,4	-9,8	-5,8	-7,7	-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 <sup>1)</sup>**

(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 <sup>2)</sup>			Altri creditori <sup>3)</sup>	
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie		Altri settori
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	48,9	42,7	20,8	11,2	10,7	25,4
2002	68,0	2,7	11,8	4,6	48,9	41,0	19,6	10,8	10,5	27,0
2003	69,1	2,1	12,4	5,1	49,6	40,3	19,8	11,3	9,2	28,9
2004	69,5	2,2	12,1	5,0	50,3	38,8	18,9	11,1	8,8	30,7
2005	70,4	2,4	12,2	4,7	51,2	37,1	18,1	11,2	7,7	33,3
2006	68,6	2,5	11,9	4,1	50,2	35,0	18,3	9,3	7,4	33,6
2007	66,3	2,2	11,2	4,2	48,7	32,7	17,1	8,5	7,1	33,6
2008	70,1	2,3	11,5	6,7	49,6	33,1	17,8	7,8	7,6	36,9
2009	79,8	2,5	12,6	8,6	56,2	37,3	20,6	8,9	7,8	42,5
2010	85,3	2,4	15,3	7,7	60,0	40,5	23,4	9,6	7,5	44,8

**2. Area dell'euro: per emittente, scadenza e valuta di denominazione**

	Totale	Emesso da <sup>4)</sup>				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
2001	68,2	56,6	6,0	4,7	0,8	7,0	61,1	5,3	13,7	26,6	27,9	66,8	1,3
2002	68,0	56,3	6,2	4,7	0,8	7,6	60,4	5,2	15,5	25,3	27,2	66,8	1,1
2003	69,1	56,6	6,5	5,0	1,0	7,8	61,3	5,0	14,9	26,0	28,2	68,3	0,9
2004	69,5	56,5	6,6	5,1	1,3	7,8	61,7	4,6	14,8	26,2	28,5	68,4	1,1
2005	70,4	57,1	6,7	5,2	1,4	7,8	62,6	4,6	14,9	25,7	29,8	69,2	1,2
2006	68,6	55,4	6,5	5,4	1,4	7,4	61,2	4,3	14,4	24,2	30,0	67,8	0,8
2007	66,3	53,5	6,2	5,3	1,4	7,4	58,9	4,3	15,0	23,4	27,8	65,9	0,4
2008	70,1	56,9	6,6	5,3	1,3	10,2	59,9	4,9	18,7	23,1	28,3	69,4	0,7
2009	79,8	64,7	7,6	5,8	1,7	12,3	67,5	5,0	21,1	26,7	32,0	79,1	0,7
2010	85,3	69,3	8,3	5,9	1,9	13,1	72,2	5,2	24,0	28,1	33,3	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	84,1	65,2	3,7	24,8	107,4	36,2	64,2	103,1	58,8	6,7	62,1	45,3	60,2	68,3	23,1	29,6	35,2
2008	89,3	66,7	4,5	44,2	113,0	40,1	68,2	105,8	48,9	13,7	62,2	58,5	63,8	71,6	21,9	27,8	33,9
2009	95,9	74,4	7,2	65,2	129,3	53,8	79,0	115,5	58,5	14,8	67,8	60,8	69,5	83,0	35,3	35,5	43,3
2010	96,2	83,2	6,7	92,5	144,9	61,0	82,3	118,4	61,5	19,1	69,0	62,9	71,8	93,3	38,8	41,0	48,3

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 sottosectori dell'amministrazione. Le quote detenute da amministrazioni pubbliche non residenti non sono consolidate. I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati. Dati parzialmente stimati.
- 2) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 3) Comprende i residenti di paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 4) Esclude il debito detenuto dalle amministrazioni pubbliche del paese il cui governo ha emesso il debito stesso.

## 6.3 Variazione del debito <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro: per fonte, strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Fonte della variazione			Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori <sup>6)</sup>
		Fabbisogno <sup>2)</sup>	Effetti di rivalutazione <sup>3)</sup>	Altre variazioni in volume <sup>4)</sup>	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>5)</sup>	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	2,1	2,7	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,3	-0,5	0,0	2,4
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,5	0,8	0,8	2,6
2004	3,2	3,3	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	0,1	-0,2	0,3	3,0
2005	3,3	3,1	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,4	-0,1	0,5	3,6
2006	1,7	1,4	0,1	0,1	0,2	0,3	-0,3	1,5	-0,3	1,1	-1,4	2,0
2007	1,2	1,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,3	1,0	-0,5	-0,3	-0,3	1,6
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,1	0,5	2,6	2,0	1,1	1,0	-0,6	4,2
2009	7,2	7,5	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,8	3,0	2,3	0,8	4,3
2010	7,6	7,7	-0,1	0,0	0,0	3,0	-0,7	5,2	4,2	3,3	1,0	3,3

### 2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

Variazione del debito	Disavanzo (-)/avanzo (+) <sup>7)</sup>	Raccordo disavanzo-debito <sup>8)</sup>											Altro <sup>9)</sup>	
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume		
			Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli <sup>10)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2002	2,1	-2,7	-0,6	0,1	0,1	0,0	0,0	-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	3,2	-2,9	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	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,1
2006	1,7	-1,4	0,3	0,2	0,3	-0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1
2007	1,2	-0,7	0,5	0,6	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,3	-2,1	3,2	3,0	0,8	0,7	0,7	0,9	-0,1	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0
2009	7,2	-6,4	0,8	1,0	0,3	0,0	0,3	0,5	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,1
2010	7,6	-6,2	1,3	1,7	0,0	0,5	1,1	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,3

Fonte: BCE.

- Dati relativi agli Euro 17 e parzialmente stimati. La variazione annua del debito lordo è espressa in percentuale del PIL [ $\text{debito}(t) - \text{debito}(t-1)$ ] ÷ PIL (t). I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati.
- Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
- 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).
- Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e alcune operazioni di assunzione di debito.
- Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- Include i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.
- Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
- Esclusi gli strumenti finanziari derivati.

**6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali <sup>1)</sup>**  
(in percentuale del PIL)

**1. Area dell'euro: entrate trimestrali**

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	Imposte in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005 3° trim.	43,4	42,7	11,2	12,5	15,1	2,2	0,7	0,7	0,3	39,2
4° trim.	48,6	47,8	13,6	14,0	16,1	2,4	0,8	0,8	0,3	44,0
2006 1° trim.	42,6	42,1	10,4	12,8	15,1	2,2	0,8	0,4	0,3	38,6
2° trim.	45,6	45,2	12,5	13,1	15,1	2,3	1,4	0,5	0,3	40,9
3° trim.	43,6	43,1	11,8	12,4	15,1	2,2	0,8	0,5	0,3	39,5
4° trim.	49,0	48,4	14,4	14,1	15,8	2,4	0,9	0,6	0,3	44,5
2007 1° trim.	42,3	41,9	10,4	12,8	14,7	2,2	0,9	0,4	0,3	38,3
2° trim.	45,8	45,4	13,0	13,0	15,0	2,3	1,4	0,4	0,3	41,2
3° trim.	43,6	43,1	12,3	12,3	14,8	2,2	0,8	0,5	0,3	39,6
4° trim.	49,2	48,6	14,8	13,9	15,7	2,4	1,0	0,6	0,3	44,6
2008 1° trim.	42,5	42,2	10,9	12,3	14,8	2,3	1,1	0,3	0,2	38,2
2° trim.	45,2	44,9	12,9	12,3	15,0	2,3	1,5	0,4	0,3	40,5
3° trim.	43,3	43,0	12,2	12,0	15,0	2,2	0,8	0,4	0,3	39,5
4° trim.	48,8	48,2	13,9	13,4	16,4	2,5	1,1	0,5	0,3	44,0
2009 1° trim.	42,5	42,4	10,4	12,0	15,5	2,5	1,1	0,1	0,2	38,2
2° trim.	45,2	44,6	11,8	12,5	15,7	2,5	1,4	0,6	0,5	40,4
3° trim.	42,7	42,3	11,0	11,9	15,5	2,4	0,7	0,4	0,3	38,7
4° trim.	48,4	47,6	13,0	13,6	16,4	2,6	0,9	0,8	0,5	43,5
2010 1° trim.	42,2	42,0	10,1	12,1	15,5	2,5	0,9	0,2	0,3	38,0
2° trim.	45,1	44,7	11,9	12,7	15,4	2,6	1,3	0,4	0,3	40,3
3° trim.	42,9	42,5	11,0	12,4	15,2	2,4	0,7	0,3	0,3	38,9
4° trim.	48,3	47,5	13,1	13,4	16,4	2,7	1,0	0,7	0,3	43,2
2011 1° trim.	42,8	42,5	10,5	12,4	15,3	2,5	1,0	0,3	0,3	38,5
2° trim.	45,0	44,7	12,0	12,5	15,3	2,6	1,4	0,3	0,3	40,1
3° trim.	43,7	43,4	11,4	12,6	15,3	2,4	0,8	0,3	0,3	39,6

**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
2005 3° trim.	45,8	42,3	10,0	4,8	3,0	24,6	21,2	1,2	3,5	2,6	1,0	-2,4	0,6
4° trim.	49,6	45,0	11,3	5,8	2,7	25,2	21,6	1,3	4,6	2,9	1,7	-1,0	1,8
2006 1° trim.	45,9	42,6	10,1	4,6	3,0	24,9	21,4	1,1	3,3	2,1	1,3	-3,3	-0,4
2° trim.	45,8	42,5	10,3	4,9	3,1	24,1	21,1	1,1	3,4	2,4	1,0	-0,2	2,9
3° trim.	45,3	41,8	9,8	4,7	2,9	24,3	20,9	1,2	3,6	2,6	1,0	-1,7	1,2
4° trim.	49,4	44,3	10,8	5,8	2,7	25,1	21,3	1,3	5,1	2,9	2,2	-0,5	2,2
2007 1° trim.	44,9	41,5	9,9	4,5	2,9	24,1	20,7	1,1	3,4	2,2	1,2	-2,7	0,3
2° trim.	45,1	41,7	10,0	4,9	3,2	23,6	20,6	1,1	3,4	2,5	0,9	0,8	4,0
3° trim.	44,6	41,1	9,6	4,7	3,0	23,8	20,6	1,1	3,6	2,6	0,9	-1,0	1,9
4° trim.	49,2	44,5	10,8	5,8	2,8	25,1	21,2	1,5	4,7	3,0	1,7	0,0	2,8
2008 1° trim.	45,5	42,0	9,9	4,7	3,0	24,4	20,8	1,2	3,5	2,2	1,2	-3,0	0,0
2° trim.	45,9	42,4	10,2	5,0	3,3	23,9	20,8	1,1	3,5	2,5	1,0	-0,6	2,6
3° trim.	45,7	42,1	9,7	4,9	3,1	24,4	21,2	1,1	3,6	2,6	1,0	-2,4	0,7
4° trim.	51,3	46,4	11,2	6,2	2,8	26,3	22,2	1,4	4,8	3,2	1,7	-2,5	0,3
2009 1° trim.	49,6	45,9	10,7	5,4	2,9	26,9	22,9	1,3	3,7	2,5	1,2	-7,1	-4,2
2° trim.	50,6	46,5	11,1	5,5	3,0	26,8	23,3	1,3	4,1	2,8	1,3	-5,4	-2,4
3° trim.	49,9	45,9	10,5	5,3	2,9	27,1	23,5	1,3	4,1	2,8	1,2	-7,2	-4,3
4° trim.	54,4	49,3	11,8	6,5	2,6	28,4	24,0	1,5	5,1	3,1	1,9	-5,9	-3,3
2010 1° trim.	50,5	46,7	10,7	5,2	2,8	27,9	23,6	1,4	3,8	2,3	1,5	-8,3	-5,5
2° trim.	49,6	46,1	10,9	5,5	2,9	26,7	23,2	1,3	3,5	2,5	1,2	-4,5	-1,6
3° trim.	50,4	45,2	10,2	5,3	2,8	26,9	23,2	1,3	5,2	2,5	2,7	-7,5	-4,7
4° trim.	53,1	48,3	11,4	6,4	2,7	27,7	23,7	1,5	4,9	2,8	2,1	-4,8	-2,1
2011 1° trim.	48,7	45,7	10,4	5,2	2,9	27,1	23,1	1,3	3,0	2,1	0,9	-5,9	-2,9
2° trim.	48,6	45,4	10,6	5,4	3,1	26,2	22,8	1,2	3,2	2,4	0,9	-3,6	-0,5
3° trim.	47,8	44,7	10,0	5,2	3,0	26,5	23,0	1,2	3,1	2,3	0,8	-4,1	-1,1

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 <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario <sup>2)</sup>

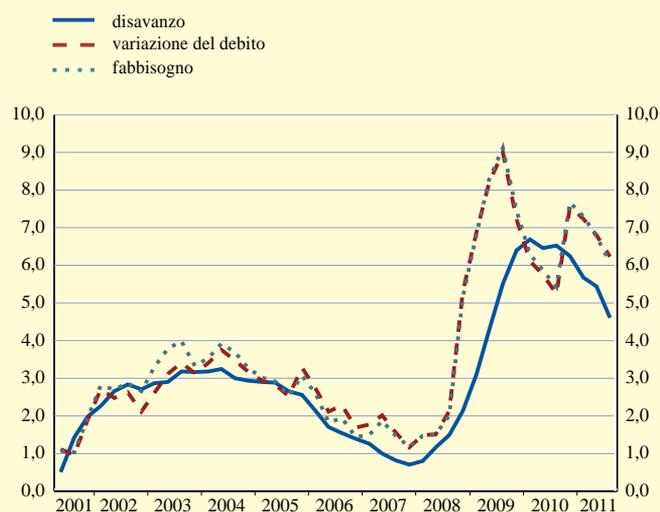
	Totale	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine
	1	2	3	4	5
2008 4° trim.	70,1	2,3	11,5	6,7	49,6
2009 1° trim.	73,8	2,3	11,8	7,9	51,8
2° trim.	77,0	2,4	12,2	8,4	54,0
3° trim.	78,9	2,4	12,4	9,2	54,9
4° trim.	79,8	2,5	12,6	8,6	56,2
2010 1° trim.	81,5	2,4	12,8	8,4	57,9
2° trim.	82,8	2,4	13,4	8,1	59,0
3° trim.	83,0	2,4	13,3	8,2	59,1
4° trim.	85,3	2,4	15,3	7,7	60,0
2011 1° trim.	86,3	2,4	15,1	7,7	61,0
2° trim.	87,2	2,4	14,9	7,8	62,0
3° trim.	86,8	2,4	15,1	8,0	61,4

### 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 4° trim.	9,2	-2,5	6,7	5,5	0,6	2,5	0,4	2,1	0,2	1,0	9,0
2009 1° trim.	12,8	-7,1	5,7	6,7	5,2	-0,1	0,9	0,7	-0,5	-0,5	13,3
2° trim.	9,1	-5,4	3,7	3,2	2,3	-0,6	0,3	1,2	-0,4	0,9	9,5
3° trim.	5,0	-7,2	-2,3	-2,8	-3,1	0,6	-0,1	-0,3	0,2	0,3	4,7
4° trim.	2,4	-5,9	-3,5	-2,8	-2,9	-0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,5	2,6
2010 1° trim.	8,1	-8,3	-0,1	0,7	0,8	0,0	-0,4	0,3	-0,3	-0,5	8,5
2° trim.	7,6	-4,5	3,2	3,2	2,0	1,1	-0,2	0,4	-0,1	0,0	7,7
3° trim.	3,0	-7,5	-4,5	-3,0	-2,3	-0,6	-0,1	0,1	0,0	-1,5	3,0
4° trim.	11,3	-4,8	6,5	5,9	-0,3	1,7	4,7	-0,2	0,0	0,6	11,3
2011 1° trim.	6,8	-5,9	0,9	0,9	2,0	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	0,2	7,0
2° trim.	6,0	-3,6	2,3	2,9	2,9	0,5	-0,4	-0,1	0,3	-0,8	5,7
3° trim.	0,8	-4,1	-3,3	-4,2	-3,8	-0,7	-0,2	0,6	0,5	0,3	0,3

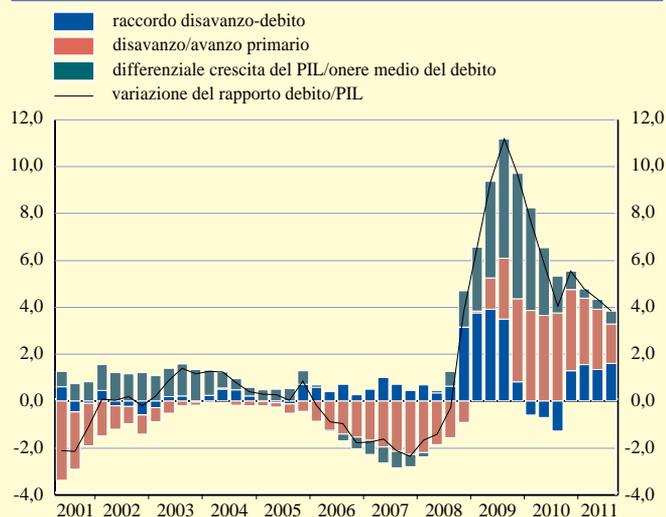
### F30 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito

(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)



### F31 Debito (definizione di Maastricht)

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



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 <sup>1)</sup> (miliardi di euro; transazioni nette)

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario						Errori e omissioni
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2008	-143,5	-21,8	42,1	-66,8	-97,0	10,0	-133,5	121,3	-231,1	261,4	-84,5	178,9	-3,4	12,2
2009	-25,9	36,0	35,1	-5,8	-91,2	7,3	-18,6	14,0	-102,8	261,4	21,1	-170,2	4,6	4,6
2010	-42,2	12,9	45,9	2,3	-103,3	5,5	-36,7	44,1	-49,9	148,0	17,4	-61,2	-10,3	-7,4
2010 3° trim.	-7,1	5,5	16,1	2,5	-31,2	0,8	-6,3	6,8	-52,2	11,0	6,3	46,8	-5,1	-0,5
4° trim.	3,4	5,5	10,5	4,3	-16,8	1,3	4,7	9,5	79,5	19,5	8,9	-96,8	-1,6	-14,2
2011 1° trim.	-30,2	-13,0	7,0	10,2	-34,5	2,4	-27,8	15,7	-9,9	128,5	-2,2	-89,1	-11,6	12,1
2° trim.	-21,0	-3,0	17,9	-14,0	-21,8	0,6	-20,4	18,4	-29,0	150,2	1,6	-108,9	4,5	2,0
3° trim.	-1,2	3,1	21,0	4,2	-29,5	1,8	0,6	9,8	-16,5	37,7	-15,4	0,3	3,8	-10,4
2010 nov.	-3,4	-0,8	3,4	0,3	-6,2	0,5	-2,9	13,4	45,4	18,4	3,1	-53,5	0,0	-10,5
dic.	3,0	0,6	3,9	0,1	-1,7	2,0	4,9	-5,8	42,7	-4,2	6,1	-49,2	-1,3	0,9
2011 gen.	-19,9	-14,7	2,6	1,1	-8,9	0,4	-19,6	13,5	11,7	-28,9	-1,0	37,7	-6,0	6,0
feb.	-9,3	-0,8	2,6	4,2	-15,2	2,1	-7,1	2,2	-27,9	93,6	0,8	-65,3	1,0	5,0
mar.	-1,0	2,5	1,8	5,0	-10,3	-0,1	-1,1	0,0	6,3	63,9	-2,1	-61,5	-6,6	1,1
apr.	-4,9	-3,9	4,2	1,7	-6,9	-0,1	-5,0	-4,0	-29,8	13,6	2,6	3,6	6,0	8,9
mag.	-15,9	0,3	5,6	-15,3	-6,6	0,4	-15,5	15,4	-5,0	45,1	-2,3	-19,4	-3,1	0,2
giu.	-0,2	0,5	8,1	-0,4	-8,3	0,3	0,1	7,0	5,8	91,5	1,2	-93,2	1,6	-7,1
lug.	1,4	3,8	7,4	1,2	-11,0	-0,1	1,3	-3,8	-17,2	-24,6	-0,8	40,1	-1,2	2,5
ago.	-3,6	-4,2	5,5	3,4	-8,3	2,0	-1,5	1,4	7,7	25,6	-6,5	-28,7	3,4	0,1
set.	1,0	3,6	8,1	-0,3	-10,3	-0,1	0,9	12,2	-7,0	36,7	-8,1	-11,0	1,6	-13,1
ott.	2,6	1,7	5,3	3,2	-7,6	1,5	4,1	-5,0	-7,6	-26,4	-0,9	31,0	-1,1	0,9
nov.	1,0	6,4	2,6	1,5	-9,5	2,2	3,2	-3,6	-6,8	2,4	0,8	0,3	-0,2	0,4
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2011 nov.	-45,8	-4,1	57,6	5,3	-104,6	10,4	-35,3	29,5	-27,1	288,1	-10,0	-215,6	-5,9	5,8
<i>flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>														
2011 nov.	-0,5	0,0	0,6	0,1	-1,1	0,1	-0,4	0,3	-0,3	3,1	-0,1	-2,3	-0,1	0,1

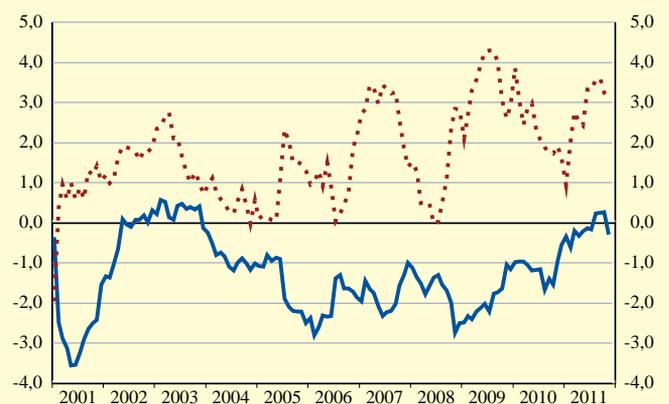
### F32 B.d.p. dell'area dell'euro: conto corrente (dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)

— saldi di conto corrente



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

— investimenti diretti netti  
- - - investimenti di portafoglio netti



Fonte:

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

## 7.2 Conto corrente e conto capitale

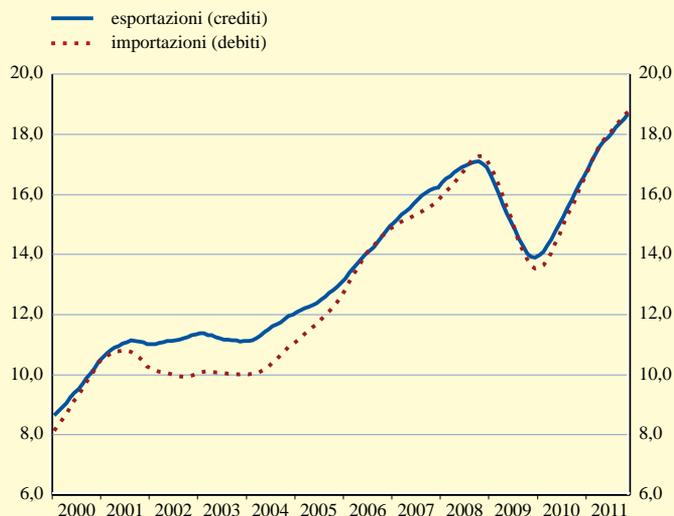
(miliardi di euro; transazioni)

### 1. Conto corrente e conto capitale: principali voci

	Conto corrente														Conto capitale	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti				Crediti	Debiti	
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti		Debiti				
											Rimesse dei lavoratori		Rimesse dei lavoratori			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
2008	2.717,2	2.860,8	-143,5	1.588,5	1.610,4	513,3	471,2	523,6	590,4	91,8	6,9	188,8	21,6	24,7	14,7	
2009	2.292,4	2.318,3	-25,9	1.302,5	1.266,5	473,9	438,8	421,5	427,3	94,5	6,4	185,7	22,5	20,6	13,4	
2010	2.617,1	2.659,3	-42,2	1.560,0	1.547,1	518,8	472,9	450,7	448,4	87,6	6,3	190,9	22,3	21,2	15,7	
2010 3° trim.	666,8	674,0	-7,1	402,3	396,8	139,3	123,2	109,7	107,2	15,6	1,7	46,8	5,8	4,6	3,7	
4° trim.	705,7	702,2	3,4	421,7	416,2	135,7	125,2	117,3	113,0	31,0	1,6	47,8	6,0	7,1	5,9	
2011 1° trim.	684,5	714,7	-30,2	423,3	436,4	123,0	116,0	113,5	103,3	24,7	1,5	59,1	5,4	5,0	2,6	
2° trim.	719,5	740,4	-21,0	438,7	441,8	134,1	116,2	127,7	141,8	18,9	1,6	40,7	5,6	3,7	3,1	
3° trim.	723,1	724,2	-1,2	444,5	441,4	146,1	125,1	115,8	111,6	16,6	1,8	46,1	5,7	5,2	3,4	
2011 set.	249,4	248,4	1,0	155,2	151,7	48,9	40,8	39,8	40,1	5,4	.	15,7	.	0,8	0,9	
ott.	243,6	241,0	2,6	152,4	150,7	46,6	41,4	37,0	33,8	7,6	.	15,2	.	2,4	0,9	
nov.	247,6	246,6	1,0	159,8	153,4	43,2	40,6	38,9	37,4	5,8	.	15,3	.	3,1	0,9	
	Dati destagionalizzati															
2011 1° trim.	707,4	717,6	-10,2	434,4	435,7	133,6	120,7	116,7	112,6	22,7	.	48,6	.	.	.	
2° trim.	713,5	726,8	-13,3	437,0	441,9	133,5	118,7	121,2	118,2	21,9	.	47,9	.	.	.	
3° trim.	727,5	729,2	-1,7	443,4	441,5	138,0	120,5	122,1	118,7	23,9	.	48,4	.	.	.	
2011 set.	244,0	240,1	3,9	148,2	145,0	46,8	39,8	40,7	39,6	8,2	.	15,7	.	.	.	
ott.	241,2	247,8	-6,6	147,0	151,0	46,4	41,1	39,1	40,0	8,7	.	15,7	.	.	.	
nov.	244,8	246,6	-1,8	153,0	148,1	44,9	40,7	41,6	41,3	5,3	.	16,6	.	.	.	
	flussi cumulati sui 12 mesi															
2011 nov.	2.859,0	2.903,9	-44,9	1.749,3	1.755,5	540,2	482,5	479,5	472,6	90,1	.	193,4	.	.	.	
	flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL															
2011 nov.	30,5	31,0	-0,5	18,7	18,8	5,8	5,2	5,1	5,0	1,0	.	2,1	.	.	.	

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

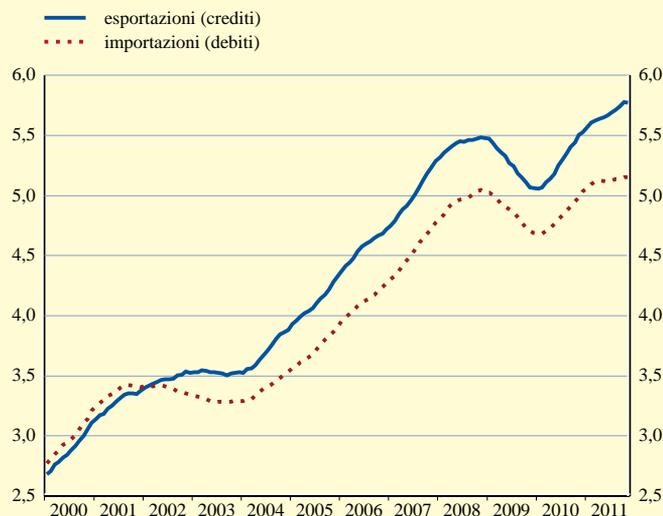
(dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



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					
1	2	3	4	5	Utili reinvestiti	6	7	Utili reinvestiti	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2008	21,1	13,1	502,5	577,3	140,5	-7,8	117,4	20,5	31,3	26,7	39,3	111,2	119,1	128,7	172,3	193,3	
2009	21,7	13,8	399,9	413,5	148,8	16,1	100,4	14,9	24,7	23,5	24,5	77,3	101,0	122,1	100,8	90,2	
2010	23,3	14,2	427,3	434,2	195,6	20,1	139,6	38,4	24,0	19,9	29,1	86,3	99,3	122,7	79,3	65,6	
2010 3° trim.	5,6	4,1	104,1	103,1	46,5	14,6	35,0	12,5	5,7	4,6	7,4	16,8	25,4	31,1	19,1	15,6	
4° trim.	6,4	4,1	111,0	108,9	51,2	-2,0	36,0	6,4	6,7	6,2	6,4	18,5	25,5	30,0	21,2	18,2	
2011 1° trim.	5,7	2,7	107,8	100,6	47,7	11,1	33,8	21,5	6,5	4,3	7,4	14,2	25,4	30,8	20,9	17,5	
2° trim.	5,8	3,3	121,9	138,5	57,8	9,7	38,5	10,7	5,7	4,8	12,3	46,3	25,2	31,0	20,9	17,8	
3° trim.	5,8	4,0	110,0	107,6	47,7	18,0	34,8	17,9	6,5	4,8	9,0	18,4	25,1	32,2	21,8	17,3	

**3. Scomposizione per area geografica**

(transazioni cumulate)

dal 4° trim. 2010 al 3° trim. 2011	Totale	Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro						Brasile	Canada	Cina	India	Giappone	Russia	Svizzera	Stati Uniti	Altri
	1	Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE	8	9	10	11	12	13	14	15	16
		2	3	4	5	6	7									
	<b>Crediti</b>															
<b>Conto corrente</b>	2.832,7	936,1	52,2	89,6	430,4	304,4	59,4	55,0	39,0	136,7	40,2	62,0	107,1	218,5	354,4	883,9
Beni	1.728,3	553,6	33,4	59,4	224,2	236,3	0,2	29,1	20,0	110,8	30,5	38,2	78,7	117,7	193,9	555,9
Servizi	538,9	168,3	11,0	15,1	104,1	31,5	6,6	8,7	8,4	17,5	7,1	13,3	17,9	55,0	78,5	164,3
Redditi	474,4	152,6	6,7	13,4	91,4	32,7	8,3	16,8	9,8	7,8	2,4	9,7	9,9	37,6	76,0	151,7
Redditi da capitale	450,7	146,0	6,6	13,3	89,9	32,1	4,0	16,8	9,8	7,8	2,4	9,6	9,9	26,3	74,2	148,0
Trasferimenti correnti	91,2	61,6	1,2	1,7	10,6	3,8	44,4	0,4	0,7	0,6	0,2	0,9	0,6	8,2	6,0	12,0
<b>Conto capitale</b>	21,0	17,8	0,0	0,0	1,1	0,4	16,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,4	0,4	1,8
	<b>Debiti</b>															
<b>Conto corrente</b>	2.881,6	878,1	44,6	86,1	373,5	269,8	104,2	-	31,8	-	-	93,9	-	185,6	367,4	-
Beni	1.735,7	479,6	29,6	51,7	179,6	218,6	0,0	31,1	14,4	213,5	27,9	52,9	126,4	96,0	140,5	553,5
Servizi	482,5	137,8	7,9	12,9	81,8	35,0	0,2	5,2	6,4	13,0	5,9	9,5	10,1	43,0	98,8	152,8
Redditi	469,6	144,4	6,4	20,0	100,5	11,7	5,8	-	9,2	-	-	31,0	-	39,2	121,6	-
Redditi da capitale	455,5	136,3	6,3	19,9	99,0	5,3	5,8	-	9,0	-	-	30,8	-	38,8	120,3	-
Trasferimenti correnti	193,8	116,4	0,7	1,5	11,6	4,4	98,1	1,5	1,8	3,6	0,7	0,5	0,7	7,4	6,6	54,6
<b>Conto capitale</b>	15,0	1,6	0,0	0,1	0,9	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,1	0,1	0,6	1,2	10,3
	<b>Saldo</b>															
<b>Conto corrente</b>	-48,9	58,0	7,7	3,5	56,8	34,6	-44,7	-	7,2	-	-	-32,0	-	32,9	-13,0	-
Beni	-7,4	74,0	3,8	7,7	44,6	17,7	0,2	-2,0	5,6	-102,7	2,6	-14,8	-47,7	21,7	53,5	2,4
Servizi	56,4	30,5	3,1	2,2	22,3	-3,5	6,3	3,5	2,0	4,5	1,2	3,8	7,7	12,1	-20,3	11,6
Redditi	4,7	8,2	0,3	-6,5	-9,1	21,0	2,6	-	0,7	-	-	-21,3	-	-1,6	-45,6	-
Redditi da capitale	-4,8	9,7	0,3	-6,6	-9,1	26,8	-1,7	-	0,8	-	-	-21,2	-	-12,5	-46,2	-
Trasferimenti correnti	-102,6	-54,7	0,5	0,1	-1,0	-0,6	-53,7	-1,1	-1,1	-3,1	-0,5	0,4	-0,1	0,7	-0,5	-42,6
<b>Conto capitale</b>	6,0	16,2	0,0	-0,1	0,2	0,0	16,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	0,1	0,1	-0,2	-0,8	-8,5

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)

### 1. Conto finanziario: principali voci

	Totale <sup>1)</sup>			Totale in perc. del PIL			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Consistenze (posizioni patrimoniali sull'estero)</b>														
2008	13.377,1	14.961,4	-1.584,3	144,7	161,8	-17,1	3.878,4	3.247,8	3.834,9	5.976,8	-0,5	5.290,0	5.736,7	374,2
2009	13.764,1	15.170,3	-1.406,2	154,1	169,9	-15,7	4.287,2	3.403,0	4.341,3	6.781,9	0,2	4.675,9	4.985,4	459,6
2010	15.234,8	16.461,7	-1.226,9	166,3	179,7	-13,4	4.798,2	3.714,8	4.907,5	7.442,9	-61,6	5.002,9	5.304,0	587,8
2011 1° trim.	15.135,4	16.377,3	-1.241,9	163,7	177,2	-13,4	4.801,9	3.739,5	4.811,3	7.469,7	-31,6	4.977,1	5.168,1	576,6
2° trim.	15.278,0	16.592,6	-1.314,6	164,1	178,2	-14,1	4.905,2	3.801,7	4.762,6	7.641,6	-48,6	5.077,8	5.149,4	581,0
3° trim.	15.432,1	16.725,3	-1.293,2	164,7	178,5	-13,8	4.960,3	3.850,3	4.574,8	7.511,6	-46,0	5.296,3	5.363,3	646,7
<b>Variazioni nelle consistenze</b>														
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	-615,7	-305,5	-310,3	-6,7	-3,3	-3,4	151,7	25,9	-796,2	-561,3	28,4	-26,7	229,9	27,0
2009	387,1	208,9	178,1	4,3	2,3	2,0	408,8	155,2	506,4	805,1	0,7	-614,1	-751,4	85,4
2010	1.470,7	1.291,5	179,3	16,1	14,1	2,0	511,0	311,8	566,2	661,0	-61,7	327,1	318,7	128,2
2011 2° trim.	142,7	215,4	-72,7	6,1	9,1	-3,1	103,3	62,2	-48,7	171,9	-17,0	100,7	-18,7	4,4
3° trim.	154,0	132,7	21,4	6,6	5,7	0,9	55,1	48,7	-187,8	-129,9	2,6	218,5	214,0	65,7
<b>Transazioni</b>														
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	429,9	551,3	-121,3	4,7	6,0	-1,3	336,6	105,5	5,0	266,4	84,5	0,5	179,4	3,4
2009	-128,9	-114,9	-14,0	-1,4	-1,3	-0,2	334,7	231,9	94,0	355,3	-21,1	-531,9	-702,1	-4,6
2010	490,0	534,1	-44,1	5,3	5,8	-0,5	174,9	125,0	145,6	293,6	-17,4	176,7	115,5	10,3
2011 1° trim.	217,2	233,0	-15,7	9,5	10,2	-0,7	89,3	79,5	27,1	155,6	2,2	86,9	-2,2	11,6
2° trim.	198,2	216,6	-18,4	8,4	9,2	-0,8	55,9	26,9	33,0	183,2	-1,6	115,3	6,4	-4,5
3° trim.	114,7	124,5	-9,8	4,9	5,3	-0,4	40,7	24,1	-64,6	-27,0	15,4	127,0	127,3	-3,8
2011 lug.	3,1	-0,7	3,8	.	.	.	25,4	8,2	-0,7	-25,3	0,8	-23,6	16,5	1,2
ago.	62,4	63,8	-1,4	.	.	.	-6,3	1,4	-54,1	-28,5	6,5	119,7	90,9	-3,4
set.	49,2	61,4	-12,2	.	.	.	21,5	14,5	-9,8	26,9	8,1	31,0	19,9	-1,6
ott.	-62,9	-67,9	5,0	.	.	.	18,3	10,6	-36,0	-62,5	0,9	-47,1	-16,1	1,1
nov.	-47,9	-51,4	3,6	.	.	.	12,9	6,1	-22,9	-20,5	-0,8	-37,3	-37,0	0,2
<b>Altre variazioni</b>														
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	-1.045,7	-856,7	-188,9	-11,3	-9,3	-2,0	-184,9	-79,5	-801,2	-827,7	-56,0	-27,2	50,5	23,7
2009	515,9	323,8	192,2	5,8	3,6	2,2	74,1	-76,7	412,4	449,7	21,7	-82,2	-49,3	89,9
2010	980,7	757,4	223,3	10,7	8,3	2,4	336,1	186,8	420,6	367,4	-44,3	150,4	203,1	117,9
<b>Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio</b>														
2007	-522,0	-339,7	-182,3	-5,8	-3,8	-2,0	-104,2	-17,1	-217,4	-146,8	.	-186,6	-175,8	-13,7
2008	-49,8	27,9	-77,7	-0,5	0,3	-0,8	-25,0	-34,0	6,6	41,9	.	-40,7	20,1	9,3
2009	-49,6	-55,2	5,5	-0,6	-0,6	0,1	-4,6	5,7	-30,5	-32,9	.	-11,9	-28,0	-2,7
2010	535,0	323,6	211,3	5,8	3,5	2,3	160,3	57,4	179,4	101,6	.	182,2	164,6	13,0
<b>Altre variazioni dovute a oscillazioni dei prezzi</b>														
2007	78,7	113,4	-34,6	0,9	1,3	-0,4	45,2	5,8	77,3	107,6	-75,1	.	.	31,3
2008	-1.002,7	-975,7	-27,1	-10,8	-10,6	-0,3	-159,2	-60,7	-809,5	-915,0	-56,0	.	.	22,0
2009	635,3	483,4	151,9	7,1	5,4	1,7	142,5	28,4	425,3	455,0	21,7	.	.	45,8
2010	295,0	153,7	141,3	3,2	1,7	1,5	50,1	2,2	187,3	151,5	-44,3	.	.	102,0
<b>Altre variazioni dovute ad altre rettifiche</b>														
2007	110,9	142,0	-31,0	1,2	1,6	-0,3	118,8	75,6	-40,7	64,3	.	34,1	2,0	-1,3
2008	6,8	91,0	-84,1	0,1	1,0	-0,9	-0,7	15,2	1,8	45,4	.	13,4	30,4	-7,7
2009	-69,7	-104,4	34,7	-0,8	-1,2	0,4	-63,9	-110,8	17,6	27,7	.	-70,3	-21,3	46,8
2010	150,8	280,1	-129,3	1,6	3,1	-1,4	125,7	127,2	53,9	114,4	.	-31,8	38,5	2,9
<b>Tassi di crescita delle consistenze</b>														
2007	15,6	14,3	-	.	.	.	15,8	15,1	10,0	9,4	.	20,2	20,2	1,6
2008	3,0	3,6	-	.	.	.	9,2	3,3	-0,2	4,2	.	0,0	3,3	1,0
2009	-1,0	-0,8	-	.	.	.	8,6	7,3	2,4	5,9	.	-10,1	-12,2	-1,2
2010	3,5	3,4	-	.	.	.	3,9	3,5	3,2	4,2	.	3,7	2,3	2,0
2011 1° trim.	3,4	3,4	-	.	.	.	4,5	5,3	2,6	5,3	.	3,4	-0,4	2,9
2° trim.	3,8	3,8	-	.	.	.	3,7	4,5	3,1	6,3	.	4,9	-0,2	2,3
3° trim.	3,8	3,9	-	.	.	.	3,5	5,2	0,8	5,2	.	7,2	1,2	0,8

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	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>														
2009	4.287,2	3.305,5	236,2	3.069,3	981,7	14,8	966,9	3.403,0	2.501,9	74,2	2.427,7	901,1	18,1	883,0
2010	4.798,2	3.667,1	277,9	3.389,2	1.131,1	17,8	1.113,3	3.714,8	2.820,2	83,2	2.737,0	894,6	12,7	881,9
2011 2° trim.	4.905,2	3.775,8	281,0	3.494,8	1.129,4	14,5	1.114,9	3.801,7	2.896,3	85,4	2.810,9	905,4	9,5	895,8
3° trim.	4.960,3	3.807,6	283,5	3.524,1	1.152,7	13,2	1.139,5	3.850,3	2.952,7	86,5	2.866,2	897,6	8,5	889,2
<b>Transazioni</b>														
2008	336,6	193,8	9,3	184,5	142,8	-0,3	143,1	105,5	64,3	-8,2	72,5	41,1	1,6	39,6
2009	334,7	257,5	20,1	237,3	77,2	2,6	74,6	231,9	236,7	7,5	229,2	-4,8	-0,6	-4,2
2010	174,9	51,1	12,6	38,5	123,8	1,2	122,6	125,0	176,7	7,2	169,5	-51,7	-7,5	-44,2
2011 1° trim.	89,3	77,8	3,8	74,0	11,6	0,1	11,5	79,5	69,6	0,8	68,8	9,9	-1,5	11,4
2° trim.	55,9	51,2	9,4	41,8	4,7	-2,6	7,3	26,9	24,8	1,7	23,2	2,1	-1,5	3,6
3° trim.	40,7	27,7	2,2	25,5	13,0	-1,7	14,7	24,1	41,2	1,3	39,9	-17,0	-0,8	-16,2
2011 lug.	25,4	22,7	0,1	22,6	2,7	-1,6	4,3	8,2	13,5	0,6	12,9	-5,3	-0,5	-4,8
ago.	-6,3	-5,9	1,4	-7,3	-0,4	0,1	-0,5	1,4	16,2	0,2	16,0	-14,8	-0,3	-14,5
set.	21,5	10,9	0,8	10,1	10,6	-0,2	10,9	14,5	11,4	0,5	11,0	3,1	0,0	3,1
ott.	18,3	14,1	0,1	14,0	4,2	0,2	4,0	10,6	5,1	0,1	5,1	5,5	-0,1	5,6
nov.	12,9	16,0	-0,9	16,9	-3,0	0,3	-3,3	6,1	2,2	0,7	1,5	3,9	0,0	3,9
<b>Tassi di crescita</b>														
2009	8,6	8,6	9,2	8,5	8,8	20,5	8,6	7,3	10,4	11,6	10,4	-0,5	-3,2	-0,5
2010	3,9	1,5	5,3	1,2	12,5	7,8	12,6	3,5	6,8	9,4	6,8	-5,7	-41,3	-5,0
2011 1° trim.	4,5	2,9	2,1	3,0	9,9	6,4	10,0	5,3	6,3	8,7	6,2	2,0	-48,1	3,1
2° trim.	3,7	3,4	5,6	3,2	4,9	-12,7	5,2	4,5	5,0	8,0	5,0	2,9	-47,9	3,9
3° trim.	3,5	2,9	5,9	2,7	5,4	-24,0	5,9	5,2	5,2	6,6	5,2	5,5	-52,3	6,7

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

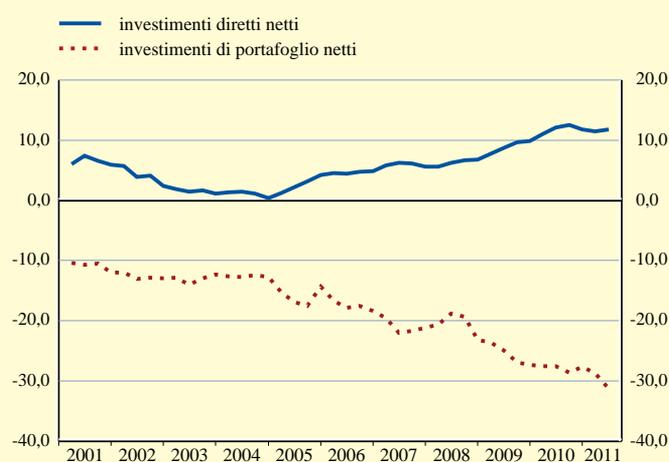
(importi in essere a fine periodo; in percentuale del PIL)



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										
		Totale	IFM	Euro-sistema		non IFM	Obbligazioni e note					Strumenti di mercato monetario					
				Euro-sistema	Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Euro-sistema		non IFM	Totale	IFM	Euro-sistema		non IFM	Amministrazioni pubbliche
									Euro-sistema	Amministrazioni pubbliche				Euro-sistema	Amministrazioni pubbliche		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>																	
2009	4.341,3	1.514,5	80,8	3,4	1.433,6	36,6	2.426,6	924,6	17,1	1.502,0	36,6	400,2	330,2	44,9	69,9	2,0	
2010	4.907,5	1.914,2	93,8	3,6	1.820,5	47,6	2.588,8	810,7	15,6	1.778,1	75,7	404,5	314,9	41,7	89,6	0,2	
2011 2° trim.	4.762,6	1.838,4	94,4	3,5	1.744,0	41,6	2.552,7	761,1	17,6	1.791,6	91,3	371,6	278,8	45,7	92,8	0,4	
3° trim.	4.574,8	1.621,8	76,4	3,4	1.545,4	38,6	2.551,7	749,4	17,7	1.802,4	93,9	401,3	301,8	54,9	99,5	0,5	
<b>Transazioni</b>																	
2008	5,0	-93,7	-34,3	0,7	-59,4	-0,1	72,1	37,7	3,2	34,4	2,7	26,5	49,6	13,1	-23,0	0,4	
2009	94,0	53,4	-1,3	0,0	54,8	2,5	45,7	-93,2	-3,8	138,9	17,5	-5,2	1,0	-12,9	-6,2	0,9	
2010	145,6	76,5	5,6	-0,2	70,9	1,7	109,3	-124,5	-0,8	233,8	52,8	-40,3	-55,5	-11,7	15,3	-1,9	
2011 1° trim.	27,1	-1,0	0,0	-0,4	-1,0	-1,8	5,3	-12,7	1,7	18,0	0,4	22,8	16,8	1,5	6,1	0,7	
2° trim.	33,0	18,0	3,2	0,1	14,8	-2,3	28,0	-4,4	0,4	32,4	-1,2	-12,9	-12,3	4,8	-0,5	-0,5	
3° trim.	-64,6	-53,3	-12,9	0,0	-40,4	-1,9	-19,9	-21,6	-0,2	1,6	0,1	8,6	8,2	3,5	0,4	0,0	
2011 lug.	-0,7	-3,0	0,5	0,0	-3,6	.	5,6	-6,5	-0,3	12,1	.	-3,3	-7,6	-3,5	4,3	.	
ago.	-54,1	-38,3	-11,1	0,0	-27,2	.	-10,6	-7,1	0,2	-3,5	.	-5,2	-7,2	6,6	2,1	.	
set.	-9,8	-11,9	-2,3	0,0	-9,6	.	-14,9	-7,9	-0,1	-7,0	.	17,1	23,0	0,4	-5,9	.	
ott.	-36,0	-6,5	-3,2	-0,1	-3,2	.	-12,6	-6,7	0,6	-5,9	.	-17,0	-22,4	-6,3	5,4	.	
nov.	-22,9	-14,2	-0,7	0,0	-13,5	.	-11,6	-14,6	0,4	2,9	.	2,9	0,5	-1,1	2,4	.	
<b>Tassi di crescita</b>																	
2009	2,4	3,9	-2,4	-0,6	4,3	8,5	1,9	-9,5	-19,0	10,7	93,4	-2,0	-0,8	-22,3	-7,9	67,2	
2010	3,2	4,8	7,0	-5,2	4,7	4,8	4,4	-13,5	-4,9	14,9	127,8	-9,5	-16,0	-25,4	21,1	-91,9	
2011 1° trim.	2,6	2,6	1,7	-16,4	2,6	-3,2	2,9	-14,0	2,5	12,4	131,9	0,8	-6,5	-10,2	34,8	65,6	
2° trim.	3,1	3,4	4,8	-9,8	3,4	-14,1	3,6	-12,4	9,7	12,2	125,5	-0,8	-4,4	9,2	13,8	93,4	
3° trim.	0,8	0,3	-7,3	-8,7	0,7	-15,7	0,6	-15,2	9,1	8,8	133,2	5,9	0,7	0,9	28,8	-7,4	

#### 4. Investimenti di portafoglio: passività

	Totale	Azioni e altre partecipazioni			Strumenti di debito							
		Totale	IFM	non IFM	Obbligazioni e note					Strumenti di mercato monetario		
					Totale	IFM	non IFM	Amministrazioni pubbliche	Totale	IFM	non IFM	
												Amministrazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>												
2009	6.781,9	2.781,9	686,2	2.095,7	3.493,1	1.093,2	2.399,9	1.481,2	506,9	66,2	440,7	409,3
2010	7.442,9	3.150,7	658,0	2.492,7	3.823,0	1.165,4	2.657,5	1.680,3	469,2	77,2	392,0	352,6
2011 1° trim.	7.641,6	3.123,9	637,8	2.486,1	3.965,7	1.166,9	2.798,8	1.785,7	551,9	140,3	411,6	359,9
2° trim.	7.511,6	2.795,1	618,2	2.176,8	4.153,2	1.223,1	2.930,2	1.848,7	563,3	139,3	424,0	376,6
<b>Transazioni</b>												
2008	266,4	-108,6	78,1	-186,7	175,5	-15,6	191,0	159,4	199,5	-25,0	224,6	191,0
2009	355,3	121,6	10,7	110,9	143,2	-15,6	158,8	103,7	90,5	-18,3	108,9	144,3
2010	293,6	128,9	-14,2	143,1	174,2	57,3	116,9	189,2	-9,5	28,9	-38,4	-34,8
2011 1° trim.	155,6	88,2	6,9	81,4	22,1	28,8	-6,8	31,7	45,4	35,4	10,0	20,8
2° trim.	183,2	-20,1	-7,3	-12,7	175,2	44,6	130,5	97,9	28,2	21,6	6,6	-0,2
3° trim.	-27,0	-31,3	-11,3	-19,9	11,0	14,6	-3,7	-16,8	-6,6	-10,3	3,7	17,9
2011 lug.	-25,3	-4,2	-19,1	14,9	-19,1	6,7	-25,8	.	-2,0	-5,7	3,7	.
ago.	-28,5	-8,9	9,5	-18,4	-4,5	1,8	-6,3	.	-15,2	-5,6	-9,6	.
set.	26,9	-18,2	-1,7	34,6	6,2	28,4	.	.	10,6	1,0	9,5	.
ott.	-62,5	-10,0	2,1	-12,2	-39,2	-23,8	-15,4	.	-13,3	-4,8	-8,5	.
nov.	-20,5	-3,0	10,4	-13,5	-3,8	-3,6	-0,2	.	-13,6	7,6	-21,2	.
<b>Tassi di crescita</b>												
2009	5,9	5,2	1,6	6,6	4,2	-1,3	7,2	7,4	23,0	-28,7	33,0	53,5
2010	4,2	4,5	-2,1	6,7	4,9	5,0	4,8	12,6	-1,9	42,9	-8,9	-8,7
2011 1° trim.	5,3	7,1	1,1	8,9	3,4	5,9	2,3	8,6	9,0	68,9	-1,5	0,9
2° trim.	6,3	5,9	1,1	7,2	5,5	9,9	3,6	7,5	17,1	150,5	-1,3	3,3
3° trim.	5,2	2,8	-2,9	4,4	6,7	10,3	5,2	8,6	8,7	60,5	-1,0	5,9

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)			Amministrazione pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>															
2009	4.675,9	30,2	29,8	0,4	2.834,7	2.804,2	30,5	122,1	8,4	74,9	15,9	1.688,9	201,4	1.344,7	402,6
2010	5.002,9	32,6	32,0	0,7	2.972,3	2.939,9	32,4	166,3	7,6	117,6	21,0	1.831,8	214,4	1.468,5	428,6
2011 2° trim.	5.077,8	40,5	40,3	0,2	3.042,6	2.992,9	49,7	147,3	7,5	99,4	19,2	1.847,5	223,6	1.478,2	441,1
3° trim.	5.296,3	42,4	42,1	0,3	3.206,2	3.148,7	57,5	142,7	7,4	94,6	17,5	1.905,0	229,0	1.516,0	454,6
<b>Transazioni</b>															
2008	0,5	-9,5	-9,5	0,0	-42,6	-59,2	16,6	-5,7	-1,1	-5,9	-4,7	58,3	-1,1	48,0	-22,0
2009	-531,9	0,1	0,0	0,1	-420,5	-399,9	-20,5	10,7	-0,4	9,3	1,2	-122,2	7,5	-128,0	-34,6
2010	176,7	-2,9	-2,9	0,0	8,5	-0,4	8,9	40,0	-0,3	39,4	4,9	131,2	7,0	100,9	46,3
2011 1° trim.	86,9	3,6	3,6	0,0	63,3	55,2	8,1	-7,8	-0,1	-8,2	-4,2	27,8	11,2	-0,7	2,6
2° trim.	115,3	4,6	4,6	0,0	60,8	54,2	6,6	0,9	0,0	0,5	2,4	49,0	-1,1	47,9	17,2
3° trim.	127,0	-2,8	-2,9	0,1	82,7	68,2	14,4	-6,6	-0,1	-6,5	-1,6	53,7	4,2	36,8	16,9
2011 lug.	-23,6	0,0	.	.	-27,4	.	.	-5,8	.	.	-1,7	9,5	.	.	0,6
ago.	119,7	0,5	.	.	105,9	.	.	-3,6	.	.	-3,0	16,8	.	.	2,4
set.	31,0	-3,3	.	.	4,1	.	.	2,8	.	.	3,2	27,4	.	.	13,9
ott.	-47,1	-3,4	.	.	-72,7	.	.	6,7	.	.	7,6	22,3	.	.	20,0
nov.	-37,3	-3,4	.	.	-47,0	.	.	9,6	.	.	6,8	3,5	.	.	6,3
<b>Tassi di crescita</b>															
2009	-10,1	-0,4	-1,4	23,4	-12,8	-12,4	-36,9	9,8	-3,5	15,3	7,9	-6,7	3,8	-8,6	-8,1
2010	3,7	-13,1	-13,0	-9,9	0,4	0,1	27,8	31,9	-3,1	50,8	30,6	7,6	3,4	7,3	11,1
2011 1° trim.	3,4	26,3	27,3	-10,9	0,5	0,1	44,7	32,3	-3,3	53,5	36,0	5,9	10,7	4,8	10,0
2° trim.	4,9	65,6	67,1	-1,3	2,8	2,4	37,7	18,1	-3,2	27,5	3,7	6,5	6,0	6,2	13,5
3° trim.	7,2	45,4	45,7	62,4	6,0	5,1	84,3	16,2	-3,6	25,0	9,1	8,0	7,4	7,6	13,3

**6. Altri investimenti: passività**

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazione 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
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>															
2009	4.985,4	251,7	251,3	0,4	3.399,7	3.360,7	39,0	85,2	0,0	80,8	4,4	1.248,8	177,8	929,3	141,7
2010	5.304,0	268,8	265,7	3,1	3.508,6	3.462,6	46,0	153,9	0,0	147,2	6,6	1.372,8	200,8	1.016,2	155,8
2011 2° trim.	5.149,4	278,0	275,1	2,8	3.325,3	3.269,4	55,9	187,1	0,0	181,3	5,8	1.359,0	209,5	1.000,2	149,3
3° trim.	5.363,3	315,2	312,3	2,9	3.403,7	3.340,5	63,3	210,8	0,0	204,9	5,9	1.433,6	214,0	1.044,5	175,0
<b>Transazioni</b>															
2008	179,4	280,9	280,9	0,0	-174,7	-186,0	11,3	9,5	0,0	10,9	-1,3	63,6	9,4	44,4	9,8
2009	-702,1	-233,2	-233,4	0,2	-352,7	-341,5	-11,2	17,8	0,0	17,8	0,0	-134,0	0,8	-126,1	-8,7
2010	115,5	8,9	6,3	2,6	-10,8	-16,8	6,0	64,6	0,0	63,8	0,8	52,8	15,5	13,5	23,8
2011 1° trim.	-2,2	9,6	12,1	-2,6	-62,9	-73,7	10,8	27,1	0,0	28,3	-1,2	24,0	6,3	-0,4	18,0
2° trim.	6,4	7,2	4,9	2,4	-17,9	-19,2	1,3	12,6	0,0	12,3	0,3	4,5	-1,1	3,9	1,7
3° trim.	127,3	29,8	29,8	0,0	21,3	5,7	15,6	23,4	0,0	23,3	0,1	52,8	3,2	30,4	19,1
2011 lug.	16,5	14,2	.	.	-19,2	.	.	6,9	.	.	.	14,5	.	.	.
ago.	90,9	7,0	.	.	57,9	.	.	-2,5	.	.	.	28,6	.	.	.
set.	19,9	8,6	.	.	-17,3	.	.	19,0	.	.	.	9,7	.	.	.
ott.	-16,1	-7,4	.	.	-34,0	.	.	2,8	.	.	.	22,6	.	.	.
nov.	-37,0	-2,8	.	.	-38,2	.	.	-0,2	.	.	.	4,2	.	.	.
<b>Tassi di crescita</b>															
2009	-12,2	-48,1	-48,2	.	-9,3	-9,2	-19,8	25,7	.	27,4	-0,9	-9,4	0,3	-11,5	-5,8
2010	2,3	3,4	2,4	.	-0,2	-0,4	15,8	74,2	.	78,3	11,7	4,0	8,6	1,2	15,8
2011 1° trim.	-0,4	9,4	9,6	.	-4,9	-5,3	26,8	99,8	.	106,7	-2,7	3,5	14,2	-0,2	14,6
2° trim.	-0,2	12,6	11,8	.	-5,2	-5,6	23,3	89,4	.	96,4	-12,6	4,2	8,1	1,2	18,6
3° trim.	1,2	25,9	25,6	.	-4,4	-5,4	72,7	102,8	.	110,0	-9,8	3,3	9,6	0,1	18,3

Fonte: BCE.

## 7.3 Conto finanziario

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

### 7. Riserve ufficiali<sup>1)</sup>

	Riserve ufficiali													Per memoria			
	Totale	Oro monetario		DSP	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera								Altre attività	Altre attività in valuta estera	Deflussi previsti netti a breve termine di valuta estera	Assegnazione di DSP
		in miliardi di euro	in milioni di once			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli				Strumenti finanziari derivati				
							Presso autorità monetarie e la BRI	Presso banche	Totale	Azioni	Obbligazioni e note	Strumenti di mercato monetario					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)																	
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	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 1° trim.	576,6	351,5	346,987	51,1	21,6	152,4	5,6	18,2	128,2	0,5	108,6	19,0	0,4	0,0	21,3	-24,5	52,6
2° trim.	580,9	361,4	346,988	50,5	22,4	146,5	5,1	13,0	128,2	0,5	108,3	19,3	0,2	0,0	20,4	-18,1	52,2
3° trim.	646,6	416,3	346,989	52,9	26,0	151,4	5,5	11,1	135,1	0,6	120,5	14,0	-0,4	0,0	31,4	-24,5	54,5
2011 nov. dic.	683,4 667,1	451,3 422,1	346,844 346,846	52,7 54,0	26,3 30,1	153,1 160,9	5,8 5,3	8,9 7,8	138,7 148,1	- -	- -	- -	-0,2 -0,4	0,0 0,0	32,7 97,4	-21,8 -86,0	54,5 55,9
Transazioni																	
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	10,3	0,0	-	-0,1	4,9	5,4	-5,4	6,7	4,1	0,0	10,6	-6,5	0,0	0,0	-	-	-
2011 1° trim.	11,6	0,0	-	-1,2	6,7	6,1	-1,8	3,1	4,8	0,0	4,0	0,7	0,0	0,0	-	-	-
2° trim.	-4,5	0,0	-	-0,2	0,9	-5,2	-0,5	-5,4	0,8	0,0	0,4	0,4	-0,1	0,0	-	-	-
3° trim.	-3,8	0,0	-	0,2	2,3	-6,3	0,3	-2,9	-3,8	0,0	3,0	-6,7	0,0	0,0	-	-	-
Tassi di crescita																	
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,3	6,3	15,0	6,4	5,7	1,1	18,6	-27,6	-	-	-	-	-
2008	1,0	-1,3	-	-2,5	105,5	1,7	67,8	-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	46,4	3,6	-43,3	76,2	3,4	-5,2	10,3	-25,5	-	-	-	-	-
2011 1° trim.	2,9	0,0	-	-1,9	77,7	5,3	-44,7	68,6	4,0	-4,3	12,0	-27,9	-	-	-	-	-
2° trim.	2,3	0,0	-	-2,4	49,9	4,5	-36,6	5,3	7,3	1,9	12,4	-16,1	-	-	-	-	-
3° trim.	0,8	0,0	-	-2,1	65,5	-3,1	-29,3	-36,8	3,0	1,9	9,9	-42,1	-	-	-	-	-

### 8. Debito estero lordo

	Totale	Per strumento						Per settore (esclusi gli investimenti diretti)				
		Prestiti, banconote, monete e depositi	Strumenti di mercato monetario	Obbligazioni e note	Crediti commerciali	Altre passività	Investimenti diretti: prestiti intersocietari	Amministrazioni pubbliche	Eurosistema	IFM (escluso l'Eurosistema)	Altri settori	
												1
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)												
2008	10.914,5	5.340,8	398,1	3.377,9	184,1	211,8	1.401,7	1.747,0	482,7	5.006,5	2.276,5	
2009	10.391,3	4.622,0	506,9	3.493,1	177,8	185,6	1.405,9	1.975,7	251,7	4.559,1	2.198,9	
2010	11.016,4	4.891,7	469,2	3.823,0	200,8	211,5	1.420,2	2.186,8	268,8	4.751,3	2.389,4	
2011 1° trim.	10.855,2	4.735,4	502,8	3.760,6	207,6	225,1	1.423,7	2.232,3	272,3	4.588,4	2.338,5	
2° trim.	11.108,1	4.726,0	551,9	3.965,7	209,5	213,8	1.441,0	2.332,7	278,0	4.632,5	2.423,9	
3° trim.	11.526,7	4.902,2	563,3	4.153,2	214,1	247,1	1.446,8	2.436,1	315,2	4.766,1	2.562,5	
Consistenze (in percentuale del PIL)												
2008	118,2	57,8	4,3	36,6	2,0	2,3	15,2	18,9	5,2	54,2	24,6	
2009	116,4	51,8	5,7	39,1	2,0	2,1	15,7	22,1	2,8	51,1	24,6	
2010	120,4	53,4	5,1	41,8	2,2	2,3	15,5	23,9	2,9	51,9	26,1	
2011 1° trim.	117,6	51,3	5,4	40,7	2,2	2,4	15,4	24,2	2,9	49,7	25,3	
2° trim.	119,5	50,8	5,9	42,6	2,3	2,3	15,5	25,1	3,0	49,8	26,1	
3° trim.	123,1	52,4	6,0	44,4	2,3	2,6	15,5	26,0	3,4	50,9	27,4	

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
<b>2010</b>	<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>														
<b>Investimenti diretti</b>	1.083,3	116,9	3,8	-6,6	-170,8	291,8	-1,3	50,4	57,1	-3,9	178,9	-23,2	42,7	-0,3	664,8
All'estero	4.798,2	1.490,8	36,2	141,7	994,2	318,7	0,0	154,7	61,5	87,2	479,5	899,7	586,7	0,0	1.037,9
Azioni/utili reinvestiti	3.667,1	1.114,0	32,2	88,8	733,5	259,4	0,0	121,4	49,5	65,8	374,0	637,1	501,8	0,0	803,6
Debito	1.131,1	376,8	4,0	52,9	260,7	59,2	0,0	33,3	12,0	21,4	105,6	262,7	85,0	0,0	234,3
Nell'area dell'euro	3.714,8	1.374,0	32,5	148,4	1.165,0	26,9	1,3	104,3	4,4	91,1	300,6	922,9	544,1	0,4	373,1
Azioni/utili reinvestiti	2.820,2	1.121,1	22,5	133,9	958,4	4,9	1,3	91,7	3,4	73,5	201,8	702,5	387,3	0,1	238,8
Debito	894,6	252,9	10,0	14,4	206,6	21,9	0,0	12,6	1,0	17,6	98,8	220,4	156,7	0,2	134,3
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	4.907,5	1.550,5	84,0	189,3	1.054,9	103,5	118,9	110,8	59,5	203,6	134,6	1.557,4	460,8	30,8	799,6
Azioni	1.914,2	379,4	13,7	46,0	300,5	18,1	1,1	44,6	57,2	106,3	117,5	574,9	243,0	1,4	390,1
Strumenti di debito	2.993,3	1.171,1	70,3	143,3	754,4	85,3	117,8	66,3	2,2	97,3	17,1	982,5	217,8	29,4	409,6
Obbligazioni e note	2.588,8	1.031,4	63,0	121,3	646,1	83,8	117,2	61,8	1,4	44,3	11,7	836,1	208,6	29,0	364,5
Strumenti di mercato monetario	404,5	139,7	7,3	21,9	108,3	1,6	0,6	4,5	0,8	53,0	5,5	146,4	9,2	0,4	45,1
<b>Altri investimenti</b>	-301,1	-241,1	54,8	1,5	-202,0	85,9	-181,2	-7,3	-8,0	19,9	-34,4	-94,6	-5,0	-25,2	94,7
Attività	5.002,9	2.295,1	112,6	96,9	1.869,7	198,5	17,4	28,5	38,7	103,7	275,2	713,1	588,7	48,8	911,2
Amministrazioni pubbliche	166,3	55,0	0,8	6,5	34,6	2,1	11,0	1,9	3,2	2,6	1,2	13,7	3,6	31,8	53,2
IFM	3.004,9	1.576,0	90,7	52,9	1.268,2	160,9	3,3	15,6	12,1	72,6	136,3	375,8	367,6	16,5	432,4
Altri settori	1.831,8	664,0	21,1	37,5	566,9	35,5	3,1	11,0	23,4	28,5	137,7	323,6	217,4	0,6	425,5
Passività	5.304,0	2.536,1	57,9	95,4	2.071,7	112,6	198,6	35,8	46,7	83,8	309,6	807,8	593,6	74,0	816,5
Amministrazioni pubbliche	153,9	92,1	0,2	0,5	57,1	0,2	34,1	0,1	0,1	0,1	0,8	27,3	1,7	27,6	4,1
IFM	3.777,4	1.855,6	45,5	63,8	1.555,6	84,5	106,1	27,6	22,1	50,4	233,4	491,5	475,5	43,4	577,9
Altri settori	1.372,8	588,4	12,2	31,1	458,9	27,9	58,3	8,2	24,6	33,2	75,4	289,0	116,5	3,0	234,5
<b>dal 4° trim. 2010 al 3° trim. 2011</b>	<b>Transazioni cumulate</b>														
<b>Investimenti diretti</b>	-24,1	23,4	2,6	-11,2	13,6	18,4	0,0	-27,8	8,7	7,6	-16,6	-46,1	-13,3	-0,1	39,9
All'estero	166,3	49,5	4,1	-6,5	31,0	21,0	0,0	-4,1	8,9	1,7	4,8	31,1	-2,9	0,0	77,3
Azioni/utili reinvestiti	107,0	34,2	3,5	-3,4	13,1	21,0	0,0	-1,6	3,2	1,5	4,4	24,4	-18,1	0,0	59,1
Debito	59,3	15,4	0,6	-3,1	17,9	0,0	0,0	-2,5	5,7	0,3	0,4	6,7	15,2	0,0	18,2
Nell'area dell'euro	190,4	26,1	1,5	4,7	17,4	2,5	0,0	23,7	0,2	-5,9	21,3	77,2	10,4	0,1	37,3
Azioni/utili reinvestiti	145,5	37,3	1,0	2,5	34,0	-0,2	0,0	29,0	0,2	0,3	4,2	40,7	7,2	0,0	26,7
Debito	44,9	-11,2	0,5	2,2	-16,6	2,8	0,0	-5,3	0,0	-6,2	17,2	36,5	3,2	0,1	10,7
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	41,6	26,9	4,2	18,9	-18,6	1,8	20,5	-4,9	5,5	-3,2	-6,6	23,7	-17,3	3,3	14,3
Azioni	4,4	-2,7	-0,1	1,5	-3,6	-0,8	0,4	4,0	4,3	2,2	-7,0	0,8	0,5	-0,4	2,7
Strumenti di debito	37,2	29,6	4,4	17,5	-15,0	2,6	20,1	-8,9	1,2	-5,4	0,5	22,8	-17,8	3,7	11,6
Obbligazioni e note	14,2	19,1	5,2	10,0	-15,4	3,1	16,2	-9,6	1,0	-4,2	2,6	6,9	-23,9	3,8	18,5
Strumenti di mercato monetario	23,0	10,5	-0,8	7,5	0,4	-0,4	3,9	0,7	0,1	-1,2	-2,1	15,9	6,1	-0,1	-6,9
<b>Altri investimenti</b>	294,5	-3,3	2,0	-12,8	61,7	-4,0	-50,2	1,3	-1,4	-3,0	17,0	184,8	178,0	-52,3	-26,6
Attività	354,3	88,2	3,7	13,6	70,3	0,7	-0,2	1,4	9,1	-2,8	37,0	74,3	111,0	-11,9	48,1
Amministrazioni pubbliche	21,4	8,3	0,8	-0,6	7,0	1,0	0,1	0,8	0,0	2,2	0,7	7,0	0,9	0,5	1,0
IFM	189,7	27,4	2,2	10,9	18,7	-3,0	-1,4	0,4	6,8	-6,8	17,8	57,6	82,2	-12,5	16,8
Altri settori	143,2	52,5	0,7	3,3	44,6	2,7	1,1	0,2	2,3	1,9	18,5	9,6	27,9	0,1	30,3
Passività	59,8	91,4	1,7	26,5	8,6	4,7	50,0	0,1	10,5	0,3	20,1	-110,5	-67,1	40,3	74,7
Amministrazioni pubbliche	108,7	62,3	0,0	0,0	38,0	0,0	24,3	0,0	0,0	-0,2	-0,8	15,7	1,1	30,5	0,1
IFM	-95,7	-2,3	-0,1	23,4	-47,4	2,6	19,3	-1,6	7,8	0,7	13,9	-120,1	-70,9	9,8	67,0
Altri settori	46,8	31,4	1,8	3,1	17,9	2,1	6,5	1,7	2,7	-0,2	7,0	-6,0	2,7	-0,1	7,5

Fonte: BCE.

## 7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti <sup>1)</sup>

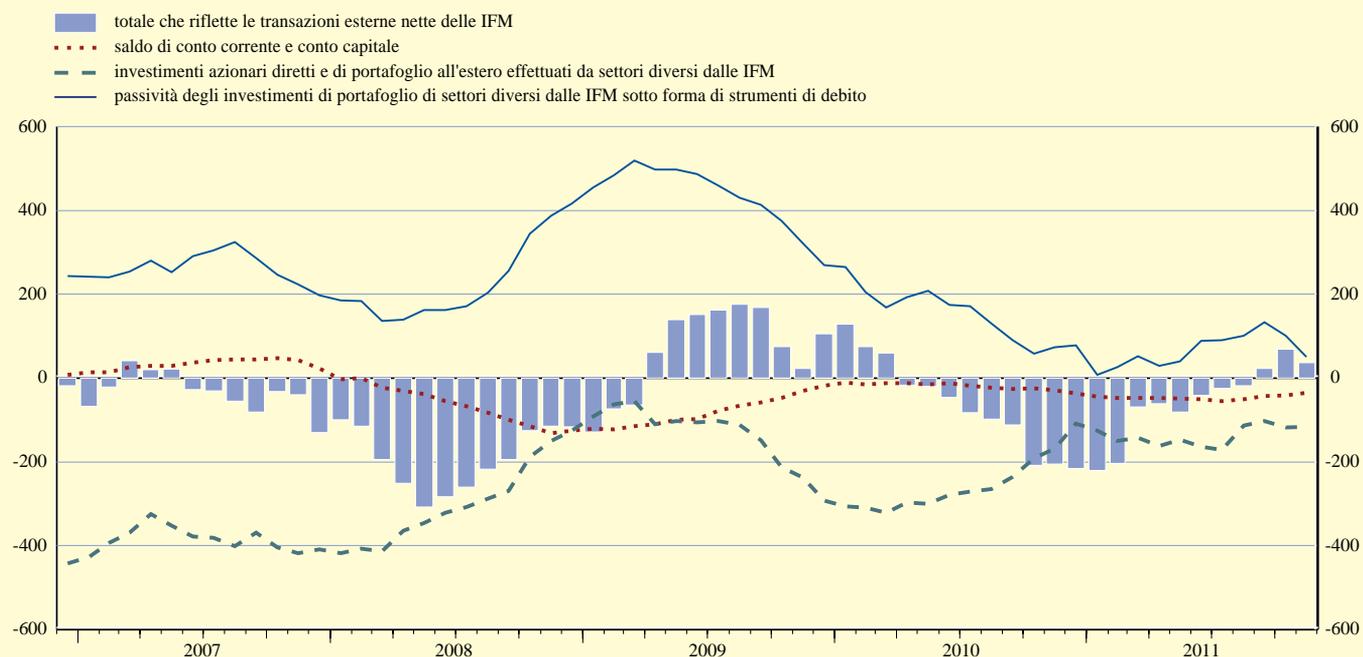
(miliardi di euro; transazioni)

### Voci di bilancia dei pagamenti che riflettono le transazioni nette delle IFM

	Totale	Saldo di conto corrente e conto capitale	Transazioni di istituzioni diverse dalle IFM								Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni
			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio				Altri investimenti			
			All'estero da residenti	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività		Passività		Attività	Passività		
					Azioni	Strumenti di debito	Azioni	Strumenti di debito				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2008	-116,9	-125,2	-327,9	112,0	59,2	-11,0	-186,9	416,4	-53,1	73,5	-84,4	10,6
2009	105,7	-19,1	-311,9	224,8	-54,8	-132,8	111,0	268,8	111,5	-115,9	21,1	3,0
2010	-216,3	-37,3	-161,3	125,2	-70,7	-249,1	143,2	77,8	-170,3	117,2	17,4	-8,4
2010 3° trim.	-59,5	-6,4	-49,0	-3,8	-3,8	-44,6	41,0	-43,9	-23,2	68,6	6,3	-0,6
4° trim.	-57,3	4,2	20,2	63,1	-37,6	-113,2	54,6	-7,4	-46,9	11,1	8,9	-14,4
2011 1° trim.	69,3	-27,8	-85,5	80,2	1,0	-24,0	81,4	3,2	-20,0	51,1	-2,2	12,1
2° trim.	5,7	-20,4	-49,2	26,8	-14,8	-31,8	-12,7	137,1	-49,9	17,1	1,6	2,0
3° trim.	5,8	0,6	-40,2	23,7	40,4	-2,0	-19,9	0,0	-47,2	76,2	-15,4	-10,4
2010 nov.	-7,0	-3,0	7,8	39,5	-9,4	-23,4	-15,1	30,4	-23,3	-2,9	3,1	-10,6
dic.	33,8	4,7	7,1	39,9	-11,0	-2,0	25,1	-45,1	3,1	4,8	6,1	1,0
2011 gen.	-23,6	-19,6	-29,4	37,4	0,2	-12,3	10,3	-37,0	-21,4	43,2	-1,0	6,0
feb.	3,2	-7,1	-25,6	0,5	-1,1	-12,2	43,8	10,6	0,8	-12,3	0,8	5,0
mar.	89,7	-1,1	-30,4	42,2	1,9	0,5	27,2	29,6	0,6	20,2	-2,1	1,1
apr.	-25,6	-5,0	-42,3	18,1	-7,4	-14,6	-2,7	18,9	-7,6	5,3	2,6	8,9
mag.	-5,3	-15,5	-4,7	0,0	-1,4	-18,5	-15,4	69,1	-32,2	15,5	-2,3	0,2
giu.	36,7	0,1	-2,2	8,6	-6,0	1,3	5,4	49,1	-10,1	-3,7	1,2	-7,1
lug.	-18,2	1,3	-26,9	8,1	3,6	-16,4	14,9	-22,1	-3,7	21,4	-0,8	2,5
ago.	8,6	-1,5	7,8	1,5	27,2	1,4	-18,4	-15,9	-13,2	26,1	-6,5	0,1
set.	15,4	0,9	-21,0	14,1	9,6	13,0	-16,5	37,9	-30,2	28,7	-8,1	-13,1
ott.	-39,1	4,1	-17,9	10,7	3,2	0,5	-12,2	-23,9	-29,0	25,4	-0,9	0,9
nov.	-39,6	3,2	-13,6	5,4	13,5	-5,3	-13,5	-21,4	-13,1	4,0	0,8	0,4
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2011 nov.	36,0	-35,6	-199,2	186,6	32,3	-64,7	48,1	49,9	-156,1	178,7	-10,1	6,0

## F38 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

**7.5 Commercio di beni**
**1. Esportazioni e importazioni in valore e in volume, per categoria merceologica<sup>1)</sup>**  
(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Settore manifatturiero	Totale			Per memoria: Settore mani- fatturiero	Petrolio		
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2009	-18,0	-21,7	1.280,2	628,0	264,4	355,5	1.063,0	1.267,8	734,6	194,0	317,3	842,0	182,0
2010	20,1	22,5	1.533,4	765,6	311,4	420,2	1.269,3	1.547,8	946,7	230,1	348,4	1.018,4	247,4
2010 4° trim.	22,1	25,7	405,0	202,0	84,5	109,6	333,4	407,7	254,1	59,2	89,6	266,5	66,4
2011 1° trim.	21,5	24,0	427,0	214,5	86,1	116,2	350,2	435,6	275,9	59,8	91,8	277,7	75,6
2° trim.	13,0	12,7	429,1	215,9	86,8	116,3	350,7	436,2	280,6	58,7	89,7	275,0	78,6
3° trim.	9,4	9,1	436,4	218,6	87,1	118,7	358,5	438,8	280,9	58,8	91,5	275,1	80,6
2011 giu.	3,3	3,7	138,8	70,2	28,2	37,0	113,5	141,5	91,1	18,7	29,5	89,1	25,3
lug.	5,1	7,3	141,8	71,5	28,2	38,4	116,5	145,4	93,4	19,5	29,8	90,6	27,4
ago.	13,9	12,1	148,2	73,8	29,8	40,2	122,4	149,5	95,4	20,3	31,1	94,8	26,8
set.	9,8	8,2	146,4	73,3	29,1	40,0	119,6	144,0	92,1	19,1	30,6	89,7	26,4
ott.	5,8	7,5	143,5	72,5	27,7	39,5	116,9	143,0	90,9	19,5	30,2	88,9	26,4
nov.	10,2	3,6	149,2	.	.	.	120,7	143,0	.	.	.	87,8	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2009	-16,5	-13,6	119,6	114,9	119,0	128,1	115,9	109,8	101,0	115,7	136,7	111,1	101,8
2010	15,0	10,8	136,8	132,5	138,5	143,7	134,0	120,9	113,1	131,2	143,3	127,9	100,9
2010 4° trim.	15,2	10,4	142,9	137,5	149,9	148,5	139,7	123,8	116,5	134,5	145,2	132,2	102,9
2011 1° trim.	13,3	7,7	146,1	141,2	149,8	152,7	143,2	125,1	117,6	133,0	145,1	133,9	98,7
2° trim.	8,2	2,6	146,8	140,8	152,1	154,3	144,0	123,8	116,6	133,5	143,4	134,1	94,4
3° trim.	5,1	2,3	148,0	141,8	151,6	155,2	146,1	124,4	117,2	134,3	142,8	133,3	99,0
2011 mag.	17,4	8,2	150,2	143,4	159,3	158,7	148,6	127,0	119,3	135,3	147,4	138,6	92,5
giu.	0,1	-4,5	142,6	137,7	147,2	148,0	139,9	119,9	113,2	126,1	140,1	129,2	93,3
lug.	1,3	1,1	144,4	139,3	147,4	150,9	142,4	124,3	117,5	134,0	140,7	132,2	100,9
ago.	9,1	4,4	150,7	143,4	155,9	158,0	149,5	126,4	118,7	138,6	143,8	137,3	98,6
set.	5,4	1,6	148,8	142,8	151,4	156,7	146,3	122,7	115,5	130,4	143,8	130,6	97,4
ott.	0,1	0,0	144,7	139,8	144,1	153,1	141,3	121,0	113,3	132,9	140,5	128,5	96,6

**2. Prezzi<sup>2)</sup>**  
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (f.o.b.) <sup>3)</sup>							Prezzi all'importazione dei prodotti industriali (c.i.f.)						
	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Settore mani- fatturiero	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Settore mani- fatturiero		
		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			
in perc. del totale	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2010	105,4	3,8	4,8	1,4	2,2	26,3	3,8	108,9	9,9	9,7	1,5	2,9	27,5	5,9
2011	110,0	4,4	5,8	1,4	2,2	23,3	4,3	118,6	9,0	4,6	-0,1	3,8	26,5	4,0
2011 2° trim.	110,0	4,1	6,0	0,8	1,8	22,0	4,0	118,6	8,4	4,6	-0,7	3,3	25,6	3,5
3° trim.	110,4	3,9	5,0	0,9	1,8	25,5	3,9	118,8	8,0	3,0	-1,5	2,9	26,8	2,8
4° trim.	110,6	3,7	3,8	1,7	2,3	20,3	3,6	119,9	7,5	0,5	0,7	3,4	24,5	2,7
2011 lug.	110,4	4,0	5,3	0,8	1,7	25,9	3,9	118,8	8,2	4,0	-2,0	3,0	27,2	2,9
ago.	110,3	3,8	4,8	0,8	1,8	23,4	3,7	118,2	7,3	2,6	-1,4	2,6	24,3	2,6
set.	110,6	4,0	4,7	1,1	1,9	27,2	4,0	119,3	8,5	2,5	-1,1	3,3	29,1	2,9
ott.	110,4	4,1	4,4	1,7	2,4	24,4	4,0	119,3	8,8	1,5	0,5	4,0	28,6	3,4
nov.	110,6	3,9	3,8	1,8	2,4	22,3	3,8	119,8	8,1	0,8	0,5	3,3	27,1	2,8
dic.	110,7	3,1	3,1	1,7	2,1	14,6	3,0	120,5	5,8	-0,9	1,1	2,9	18,5	1,8

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
<b>Esportazioni (f.o.b.)</b>															
2009	1.280,2	27,4	41,5	175,3	174,6	50,1	79,0	34,8	152,5	284,4	68,9	28,6	92,0	54,4	29,3
2010	1.533,4	30,1	52,6	194,7	208,6	63,4	92,7	47,4	180,6	356,0	94,8	34,6	104,9	73,4	18,2
2010 2° trim.	378,9	7,3	13,2	48,0	51,0	15,3	22,8	11,5	45,3	88,8	23,6	8,7	25,7	18,5	4,7
3° trim.	397,1	7,6	13,4	50,0	53,9	17,1	23,9	12,1	47,8	92,2	24,0	8,9	26,8	18,9	4,2
4° trim.	405,0	8,2	14,1	50,3	56,2	17,4	24,6	13,3	46,2	93,4	25,5	9,0	27,5	19,2	4,0
2011 1° trim.	427,0	8,0	15,0	53,1	59,2	18,7	25,9	15,4	49,9	99,5	28,9	9,3	28,0	20,2	0,2
2° trim.	429,1	8,2	15,4	52,1	60,2	20,0	26,3	14,3	48,1	98,4	27,3	9,5	27,1	21,0	3,7
3° trim.	436,4	8,3	15,6	53,4	61,0	20,7	28,2	13,5	48,4	101,6	28,6	10,2	27,6	21,2	2,8
2011 giu.	138,8	2,7	5,0	17,1	20,0	6,5	8,2	4,5	15,5	32,1	8,9	3,1	8,8	6,6	0,7
lug.	141,8	2,7	5,2	17,2	19,8	6,6	9,3	4,5	15,6	33,0	9,2	3,2	9,0	6,9	0,9
ago.	148,2	2,8	5,3	18,4	20,8	7,0	9,4	4,5	17,1	34,5	9,9	3,5	9,2	7,2	0,4
set.	146,4	2,8	5,1	17,8	20,4	7,1	9,5	4,5	15,8	34,0	9,6	3,4	9,4	7,0	1,4
ott.	143,5	2,7	4,7	17,7	19,9	6,6	9,4	4,4	15,6	34,3	10,2	3,6	9,2	6,9	1,1
nov.	149,2	.	.	.	.	7,1	9,4	4,3	17,4	35,4	10,2	3,5	9,4	7,2	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2010	100,0	2,0	3,4	12,7	13,6	4,1	6,0	3,1	11,8	23,2	6,2	2,3	6,8	4,8	1,2
<b>Importazioni (c.i.f.)</b>															
2009	1.267,8	27,1	38,2	127,1	161,9	84,3	65,4	26,6	116,3	380,9	157,9	44,2	94,9	59,5	-25,4
2010	1.547,8	27,4	47,4	147,8	195,6	112,7	73,3	30,9	129,8	494,6	208,6	51,4	119,2	75,3	-49,6
2010 2° trim.	385,9	6,8	11,9	36,6	48,3	28,5	19,5	7,6	32,0	125,0	53,0	13,1	29,9	18,2	-14,6
3° trim.	400,8	6,9	12,5	37,5	50,1	28,2	18,8	7,7	34,3	130,3	55,5	13,2	29,7	19,4	-10,6
4° trim.	407,7	7,0	12,6	38,6	52,5	30,2	18,2	8,3	34,2	128,5	54,2	13,1	32,6	21,0	-14,5
2011 1° trim.	435,6	7,2	13,2	40,9	55,7	35,4	18,9	9,0	35,4	136,2	55,0	13,7	35,8	21,5	-17,9
2° trim.	436,2	7,5	13,4	40,7	56,3	35,1	19,6	8,9	34,1	139,4	55,9	12,7	30,6	21,9	-15,1
3° trim.	438,8	7,3	13,7	42,2	57,1	32,3	21,8	8,5	34,3	137,5	54,2	13,2	30,9	23,4	-11,1
2011 giu.	141,5	2,4	4,3	13,4	18,6	9,8	6,5	2,9	11,1	45,7	18,4	4,1	10,8	7,1	-3,9
lug.	145,4	2,4	4,5	13,9	18,7	11,9	6,7	2,9	11,0	46,4	18,1	4,5	9,6	7,7	-5,2
ago.	149,5	2,4	4,7	14,0	19,1	10,0	8,2	2,9	11,5	47,0	18,9	4,5	10,8	8,1	-2,3
set.	144,0	2,5	4,5	14,2	19,3	10,4	6,9	2,8	11,7	44,1	17,2	4,3	10,5	7,6	-3,6
ott.	143,0	2,5	4,2	13,6	18,9	11,7	6,7	2,8	11,8	44,3	17,4	4,3	10,3	7,7	-6,0
nov.	143,0	.	.	.	.	11,3	6,8	2,7	11,7	43,5	16,9	4,2	10,3	7,7	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2010	100,0	1,8	3,1	9,6	12,6	7,3	4,7	2,0	8,4	31,9	13,5	3,3	7,7	4,9	-3,2
<b>Saldo</b>															
2009	12,4	0,3	3,3	48,2	12,7	-34,2	13,6	8,2	36,2	-96,5	-88,9	-15,6	-2,9	-5,1	54,7
2010	-14,5	2,7	5,2	46,9	13,1	-49,3	19,4	16,5	50,8	-138,6	-113,8	-16,8	-14,3	-1,8	67,8
2010 2° trim.	-6,9	0,5	1,3	11,4	2,6	-13,2	3,3	3,9	13,2	-36,1	-29,4	-4,4	-4,2	0,4	19,3
3° trim.	-3,7	0,6	0,9	12,5	3,8	-11,1	5,1	4,4	13,5	-38,1	-31,5	-4,3	-2,9	-0,5	14,8
4° trim.	-2,8	1,2	1,5	11,6	3,7	-12,8	6,5	5,0	12,0	-35,1	-28,8	-4,1	-5,1	-1,8	18,5
2011 1° trim.	-8,5	0,8	1,8	12,2	3,5	-16,7	7,0	6,4	14,5	-36,8	-26,0	-4,4	-7,7	-1,3	18,2
2° trim.	-7,1	0,7	2,0	11,3	4,0	-15,1	6,7	5,5	14,1	-41,0	-28,6	-3,2	-3,5	-0,9	18,8
3° trim.	-2,3	1,0	1,9	11,2	3,9	-11,7	6,4	5,0	14,2	-35,9	-25,6	-3,1	-3,3	-2,2	13,9
2011 giu.	-2,7	0,2	0,7	3,7	1,4	-3,3	1,7	1,6	4,5	-13,7	-9,5	-1,0	-2,1	-0,5	4,7
lug.	-3,6	0,3	0,7	3,2	1,1	-5,4	2,6	1,6	4,6	-13,4	-8,9	-1,2	-0,7	-0,7	6,1
ago.	-1,2	0,4	0,6	4,3	1,7	-3,0	1,2	1,6	5,5	-12,4	-9,1	-1,0	-1,6	-0,9	2,7
set.	2,5	0,3	0,6	3,7	1,1	-3,3	2,6	1,7	4,0	-10,1	-7,6	-0,8	-1,0	-0,6	5,0
ott.	0,5	0,3	0,5	4,1	1,0	-5,1	2,7	1,6	3,8	-10,0	-7,2	-0,7	-1,1	-0,8	7,0
nov.	6,1	.	.	.	.	-4,2	2,6	1,6	5,7	-8,1	-6,7	-0,7	-0,9	-0,4	.

Fonte: Eurostat.



## TASSI DI CAMBIO

### 8.1 Tassi di cambio effettivi <sup>1)</sup>

(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

	TCE-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
2009	110,6	109,2	104,3	104,8	118,7	104,8	119,7	106,8
2010	103,6	101,6	98,1	96,7	107,8	97,2	111,4	98,1
2011	103,4	100,7	97,6	.	.	.	112,1	97,6
2010 4° trim.	103,4	101,0	97,9	95,8	107,1	96,8	111,3	97,5
2011 1° trim.	102,7	100,1	97,1	94,7	105,7	95,4	110,7	96,6
2° trim.	105,2	102,6	99,3	97,0	108,9	97,8	113,5	99,0
3° trim.	103,5	100,6	97,6	95,0	107,7	95,5	112,5	97,7
4° trim.	102,1	99,4	96,2	.	.	.	111,6	97,0
2011 gen.	101,4	98,9	96,0	-	-	-	109,3	95,4
feb.	102,4	99,7	96,9	-	-	-	110,6	96,4
mar.	104,2	101,6	98,5	-	-	-	112,3	98,1
apr.	105,9	103,3	100,0	-	-	-	114,0	99,6
mag.	104,9	102,2	98,8	-	-	-	113,2	98,6
giu.	105,0	102,3	99,0	-	-	-	113,4	98,9
lug.	104,0	101,0	98,1	-	-	-	112,4	97,7
ago.	103,8	100,8	97,9	-	-	-	112,9	98,0
set.	102,8	99,9	96,8	-	-	-	112,0	97,4
ott.	103,0	100,3	97,0	-	-	-	112,6	97,8
nov.	102,6	99,9	96,7	-	-	-	112,1	97,4
dic.	100,8	98,2	95,0	-	-	-	110,3	95,7
2012 gen.	98,9	96,4	93,2	-	-	-	108,0	93,7
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2012 gen.	-1,8	-1,9	-1,8	-	-	-	-2,1	-2,2
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2012 gen.	-2,4	-2,6	-2,8	-	-	-	-1,2	-1,8

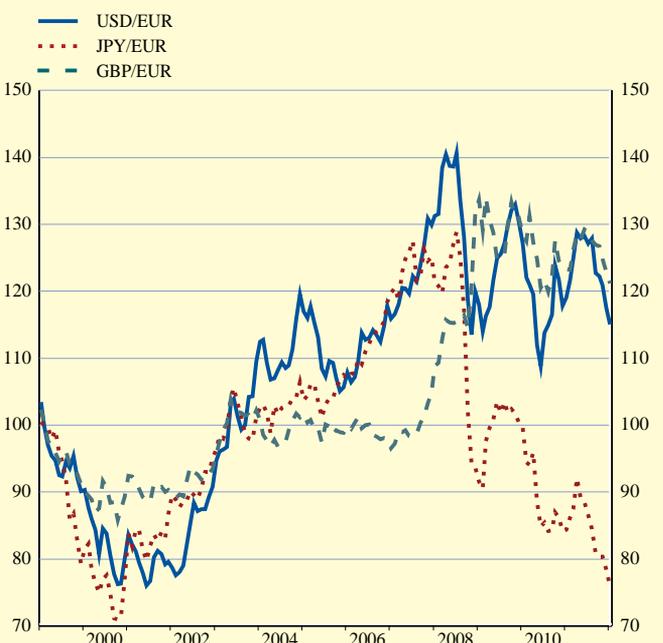
### F39 Tassi di cambio effettivi

(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 1	Corona ceca 2	Corona danese 3	Lat lettone 4	Litas lituano 5	Fiorino ungherese 6	Zloty polacco 7	Nuovo leu romeno 8	Corona svedese 9	Sterlina britannica 10	Kuna croata 11	Nuova lira turca 12
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
2011	1,9558	24,590	7,4506	0,7063	3,4528	279,37	4,1206	4,2391	9,0298	0,86788	7,4390	2,3378
2011 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
3° trim.	1,9558	24,387	7,4506	0,7093	3,4528	275,10	4,1527	4,2587	9,1451	0,87760	7,4629	2,4535
4° trim.	1,9558	25,276	7,4398	0,7017	3,4528	303,47	4,4207	4,3365	9,0910	0,85727	7,4968	2,4759
2011 lug.	1,9558	24,335	7,4560	0,7092	3,4528	267,68	3,9951	4,2413	9,1340	0,88476	7,4316	2,3654
ago.	1,9558	24,273	7,4498	0,7093	3,4528	272,37	4,1195	4,2505	9,1655	0,87668	7,4620	2,5147
set.	1,9558	24,556	7,4462	0,7093	3,4528	285,05	4,3379	4,2838	9,1343	0,87172	7,4936	2,4736
ott.	1,9558	24,841	7,4442	0,7061	3,4528	296,79	4,3516	4,3244	9,1138	0,87036	7,4849	2,5089
nov.	1,9558	25,464	7,4412	0,7015	3,4528	309,15	4,4324	4,3560	9,1387	0,85740	7,4923	2,4565
dic.	1,9558	25,514	7,4341	0,6975	3,4528	304,19	4,4774	4,3282	9,0184	0,84405	7,5136	2,4632
2012 gen.	1,9558	25,531	7,4353	0,6990	3,4528	307,33	4,3760	4,3417	8,8503	0,83210	7,5543	2,3759
variazione percentuale sul mese precedente												
2012 gen.	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	1,0	-2,3	0,3	-1,9	-1,4	0,5	-3,5
variazione percentuale sul mese precedente												
2012 gen.	0,0	4,4	-0,2	-0,6	0,0	11,6	12,5	1,9	-0,7	-1,8	2,1	13,6
	Dollaro australiano 13	Real brasiliano 14	Dollaro canadese 15	Yuan renminbi cinese 16	Dollaro di Hong Kong 17	Corona islandese <sup>1)</sup> 18	Rupia indiana <sup>2)</sup> 19	Rupia indonesiana 20	Shekel israeliano 21	Yen giapponese 22	Ringgit malese 23	
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	
2011	1,3484	2,3265	1,3761	8,9960	10,8362	-	64,8859	12,206,51	4,9775	110,96	4,2558	
2011 2° trim.	1,3550	2,2960	1,3932	9,3509	11,1932	-	64,3809	12,364,41	4,9490	117,41	4,3451	
3° trim.	1,3459	2,3063	1,3841	9,0653	11,0105	-	64,7000	12,181,09	5,0174	109,77	4,2666	
4° trim.	1,3316	2,4240	1,3788	8,5682	10,4879	-	68,5352	12,111,94	5,0172	104,22	4,2458	
2011 lug.	1,3249	2,2329	1,3638	9,2121	11,1104	-	63,3537	12,171,27	4,8801	113,26	4,2716	
ago.	1,3651	2,2888	1,4071	9,1857	11,1846	-	65,0717	12,249,95	5,0841	110,43	4,2822	
set.	1,3458	2,3946	1,3794	8,7994	10,7333	-	65,5964	12,118,49	5,0788	105,75	4,2456	
ott.	1,3525	2,4336	1,3981	8,7308	10,6616	-	67,5519	12,150,54	5,0253	105,06	4,2963	
nov.	1,3414	2,4210	1,3897	8,6154	10,5495	-	68,8330	12,214,99	5,0521	105,02	4,2756	
dic.	1,3003	2,4175	1,3481	8,3563	10,2496	-	69,2066	11,965,40	4,9725	102,55	4,1639	
2012 gen.	1,2405	2,3084	1,3073	8,1465	10,0187	-	66,0601	11,709,25	4,9141	99,33	4,0151	
variazione percentuale sul mese precedente												
2012 gen.	-4,6	-4,5	-3,0	-2,5	-2,3	-	-4,5	-2,1	-1,2	-3,1	-3,6	
variazione percentuale sull'anno precedente												
2012 gen.	-7,5	3,2	-1,5	-7,6	-3,6	-	8,8	-3,0	2,6	-10,0	-1,8	
	Peso messicano 24	Dollaro neozelandese 25	Corona norvegese 26	Peso filippino 27	Rublo russo 28	Dollaro di Singapore 29	Rand sudafricano 30	Won sudcoreano 31	Franco svizzero 32	Baht thailandese 33	Dollaro statunitense 34	
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	
2011	17,2877	1,7600	7,7934	60,260	40,8846	1,7489	10,0970	1,541,23	1,2326	42,429	1,3920	
2011 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	
3° trim.	17,3908	1,6976	7,7652	60,371	41,1734	1,7309	10,0898	1,532,60	1,1649	42,574	1,4127	
4° trim.	18,3742	1,7353	7,7602	58,566	42,0737	1,7348	10,9209	1,542,87	1,2293	41,791	1,3482	
2011 lug.	16,6491	1,6877	7,7829	60,961	39,8343	1,7359	9,7000	1,510,29	1,1766	42,949	1,4264	
ago.	17,5456	1,7108	7,7882	60,836	41,2954	1,7340	10,1532	1,542,01	1,1203	42,875	1,4343	
set.	17,9370	1,6932	7,7243	59,322	42,3239	1,7229	10,3956	1,544,04	1,2005	41,902	1,3770	
ott.	18,4315	1,7361	7,7474	59,412	42,8569	1,7493	10,9188	1,578,17	1,2295	42,297	1,3706	
nov.	18,5646	1,7584	7,7868	58,743	41,8082	1,7476	11,0547	1,537,42	1,2307	41,969	1,3556	
dic.	18,1174	1,7102	7,7451	57,537	41,5686	1,7070	10,7829	1,513,26	1,2276	41,099	1,3179	
2012 gen.	17,3140	1,6132	7,6752	56,208	40,4394	1,6510	10,3405	1,474,96	1,2108	40,718	1,2905	
variazione percentuale sul mese precedente												
2012 gen.	-4,4	-5,7	-0,9	-2,3	-2,7	-3,3	-4,1	-2,5	-1,4	-0,9	-2,1	
variazione percentuale sull'anno precedente												
2012 gen.	6,9	-7,5	-1,9	-4,9	0,5	-4,0	11,6	-1,4	-5,3	-0,3	-3,4	

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
<b>IACP</b>										
2010	3,0	1,2	2,2	-1,2	1,2	4,7	2,7	6,1	1,9	3,3
2011	3,4	2,1	2,7	4,2	4,1	3,9	3,9	5,8	1,4	4,5
2011 3° trim.	3,1	2,0	2,6	4,4	4,6	3,4	3,7	4,2	1,6	4,7
4° trim.	2,5	2,8	2,5	4,1	4,0	4,1	4,2	3,4	0,9	4,7
2011 ott.	3,0	2,6	2,7	4,3	4,2	3,8	3,8	3,6	1,1	5,0
nov.	2,6	2,9	2,5	4,0	4,4	4,3	4,4	3,5	1,1	4,8
dic.	2,0	2,8	2,4	3,9	3,5	4,1	4,5	3,2	0,4	4,2
<b>Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL</b>										
2008	1,7	-2,2	3,2	-4,2	-3,3	-3,7	-3,7	-5,7	2,2	-5,0
2009	-4,3	-5,8	-2,7	-9,7	-9,5	-4,6	-7,3	-9,0	-0,7	-11,5
2010	-3,1	-4,8	-2,6	-8,3	-7,0	-4,2	-7,8	-6,9	0,2	-10,3
<b>Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL</b>										
2008	13,7	28,7	34,5	19,8	15,5	72,9	47,1	13,4	38,8	54,8
2009	14,6	34,4	41,8	36,7	29,4	79,7	50,9	23,6	42,7	69,6
2010	16,3	37,6	43,7	44,7	38,0	81,3	54,9	31,0	39,7	79,9
<b>Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno; media nel periodo</b>										
2011 lug.	5,36	3,79	3,02	5,67	5,05	7,35	5,81	7,30	2,75	2,88
ago.	5,32	3,40	2,49	5,60	5,05	7,49	5,70	7,38	2,17	2,37
set.	5,30	3,00	2,07	5,60	5,09	7,64	5,74	7,43	1,83	2,41
ott.	5,27	3,14	2,23	5,62	5,06	7,88	5,71	7,48	1,90	2,52
nov.	5,27	3,67	2,01	5,73	5,25	8,53	5,80	7,43	1,69	2,29
dic.	5,23	3,70	1,86	5,93	5,75	8,97	5,84	7,21	1,68	2,12
<b>Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno; media nel periodo</b>										
2011 lug.	3,75	1,19	1,66	0,82	1,81	6,74	4,70	5,11	2,56	0,83
ago.	3,74	1,19	1,60	0,83	1,86	7,12	4,72	5,60	2,58	0,86
set.	3,67	1,17	1,44	0,87	1,85	6,19	4,75	5,77	2,53	0,92
ott.	3,68	1,17	1,40	0,99	1,88	6,18	4,80	5,96	2,52	0,97
nov.	3,64	1,15	1,29	1,27	1,87	7,25	4,94	6,01	2,62	1,01
dic.	3,64	1,16	1,08	1,86	1,78	6,50	4,98	6,05	2,69	1,06
<b>PIL a prezzi costanti</b>										
2009	-5,5	-4,7	-5,8	-17,7	-14,8	-6,8	1,6	-7,1	-5,2	-4,4
2010	0,2	2,7	1,3	-0,3	1,4	1,3	3,9	-1,3	5,6	2,1
2011 2° trim.	2,0	2,0	1,7	5,3	6,5	1,7	4,6	1,9	4,8	0,6
3° trim.	1,6	1,2	0,0	6,1	7,3	1,5	4,2	4,4	4,6	0,5
4° trim.	.	.	.	.	4,5	.	.	.	.	0,8
<b>Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL</b>										
2009	-7,6	-1,0	3,3	11,1	7,8	1,0	-2,2	-3,6	6,9	-1,5
2010	-0,5	-2,3	5,6	4,9	4,2	2,9	-2,8	-3,7	6,5	-3,1
2011 1° trim.	2,0	2,5	5,8	1,2	1,8	3,0	-1,7	-2,6	8,0	-1,8
2° trim.	1,3	-6,1	7,2	1,3	-1,7	3,3	-2,1	-6,8	6,7	-1,4
3° trim.	12,1	-4,1	8,5	2,4	6,0	4,2	-3,6	-3,3	9,3	-4,4
<b>Debito estero lordo in percentuale del PIL</b>										
2009	108,3	51,6	188,5	156,5	87,0	144,7	59,4	69,0	210,8	416,9
2010	102,8	55,8	190,7	165,4	87,4	143,4	66,0	77,2	190,4	413,9
2011 1° trim.	98,5	55,2	185,4	158,1	85,5	137,3	68,3	74,6	188,5	416,6
2° trim.	96,6	55,4	181,5	154,7	85,8	137,0	68,7	78,1	190,0	418,2
3° trim.	93,7	57,5	182,7	151,4	82,6	146,3	72,4	77,8	197,8	435,6
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto</b>										
2009	12,7	2,4	5,7	-7,9	-1,4	2,9	2,2	3,8	4,6	5,7
2010	0,8	-0,7	-1,0	-10,2	-7,3	-3,2	2,2	-4,0	-1,7	1,7
2011 1° trim.	1,7	-0,2	-0,5	2,6	-3,0	2,9	1,2	-1,3	-2,4	-0,7
2° trim.	5,3	0,6	-1,0	2,3	-0,7	5,9	0,1	9,4	-0,7	0,8
3° trim.	7,8	0,4	0,4	1,9	-1,1	6,1	2,0	9,3	-1,0	2,1
<b>Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)</b>										
2010	10,3	7,3	7,4	18,6	17,8	11,1	9,6	7,3	8,4	7,8
2011	11,1	6,8	7,6	.	.	10,9	9,6	7,3	7,5	.
2011 3° trim.	11,0	6,6	7,5	14,8	15,3	10,9	9,7	7,5	7,3	8,3
4° trim.	11,0	6,7	7,8	.	.	10,8	9,9	7,2	7,5	.
2011 ott.	10,9	6,6	7,7	.	.	10,8	9,9	7,3	7,5	8,4
nov.	11,0	6,7	7,8	.	.	10,7	9,9	7,3	7,5	.
dic.	11,2	6,8	7,8	.	.	10,9	9,9	7,0	7,5	.

Fonti: BCE, Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali, Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

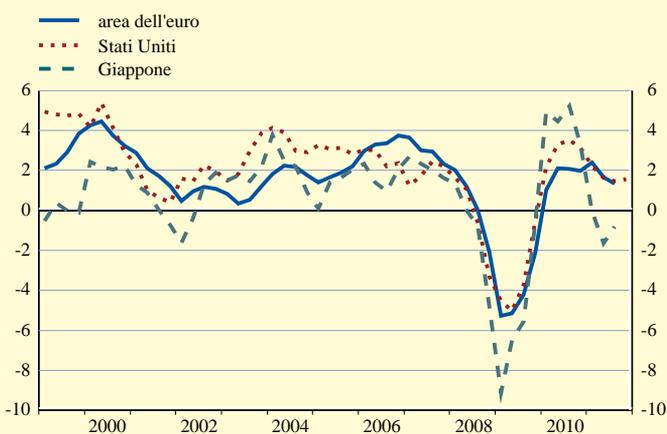
## 9.2 Indicatori economici e finanziari negli Stati Uniti e in Giappone

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>1)</sup>	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione, in percentuale della forza lavoro <sup>2)</sup> (dest.)	Aggregato monetario ampio <sup>3)</sup>	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi <sup>4)</sup>	Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero; <sup>5)</sup> dati di fine periodo	Tasso di cambio <sup>6)</sup> (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo <sup>6)</sup> in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
2008	3,8	2,8	-0,3	-4,7	5,8	7,1	2,93	2,70	1,4708	-6,6	61,5
2009	-0,4	-0,6	-3,5	-13,5	9,3	7,9	0,69	4,17	1,3948	-11,6	74,1
2010	1,6	-2,0	3,0	5,9	9,6	2,3	0,34	3,57	1,3257	-10,7	82,4
2011	3,2	1,0	1,7	4,9	9,0	7,2	0,34	2,10	1,3920	.	.
2010 4° trim.	1,3	-0,9	3,1	6,6	9,6	3,1	0,29	3,57	1,3583	-10,5	82,4
2011 1° trim.	2,1	1,3	2,2	6,6	9,0	4,6	0,31	3,76	1,3680	-9,9	83,2
2° trim.	3,4	1,0	1,6	4,4	9,0	5,4	0,26	3,46	1,4391	-10,2	83,0
3° trim.	3,8	0,5	1,5	4,2	9,1	9,1	0,30	2,18	1,4127	-9,7	84,9
4° trim.	3,3	1,3	1,6	4,3	8,7	9,5	0,48	2,10	1,3482	.	.
2011 set.	3,9	-	-	4,4	9,0	9,6	0,35	2,18	1,3770	-	-
ott.	3,5	-	-	4,7	8,9	9,4	0,41	2,37	1,3706	-	-
nov.	3,4	-	-	4,2	8,7	9,6	0,48	2,30	1,3556	-	-
dic.	3,0	-	-	4,0	8,5	9,6	0,56	2,10	1,3179	-	-
2012 gen.	.	-	-	.	8,3	.	0,57	1,97	1,2905	-	-
Giappone											
2008	1,4	1,2	-1,1	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-1,9	162,9
2009	-1,3	2,8	-5,5	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	-8,8	180,0
2010	-0,7	-2,6	4,5	16,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-8,4	188,4
2011	-0,3	.	.	-3,5	.	2,7	0,19	1,00	110,96	.	.
2010 4° trim.	-0,3	-1,3	3,3	6,0	5,0	2,5	0,19	1,18	112,10	.	.
2011 1° trim.	-0,5	1,2	0,0	-2,6	4,7	2,5	0,19	1,33	112,57	.	.
2° trim.	-0,4	1,2	-1,7	-6,9	4,6	2,8	0,20	1,18	117,41	.	.
3° trim.	0,1	.	-0,8	-2,1	4,4	2,8	0,19	1,04	109,77	.	.
4° trim.	-0,3	.	.	-2,8	.	3,0	0,20	1,00	104,22	.	.
2011 set.	0,0	-	-	-3,3	4,1	2,7	0,19	1,04	105,75	-	-
ott.	-0,2	-	-	0,0	4,5	2,8	0,19	1,04	105,06	-	-
nov.	-0,5	-	-	-4,2	4,5	3,0	0,20	1,10	105,02	-	-
dic.	-0,2	-	-	-4,2	.	3,1	0,20	1,00	102,55	-	-
2012 gen.	.	-	-	.	.	.	0,20	0,98	99,33	-	-

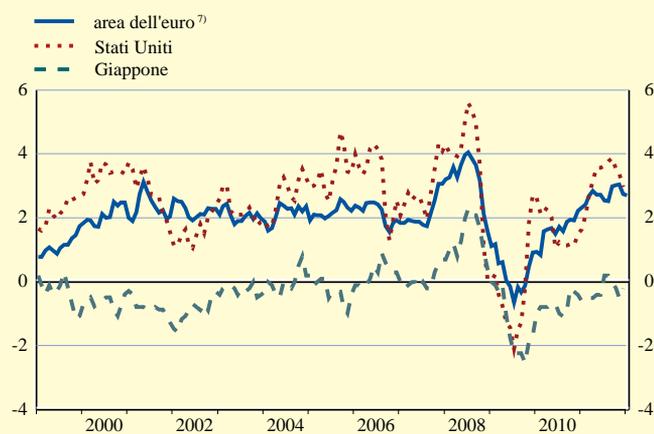
### F41 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



### F42 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: dati nazionali (colonne 1, 2 (Stati Uniti), 3, 4, 5 (Stati Uniti), 6, 9 e 10); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (colonna 5 (Giappone), grafico area dell'euro); Thomson Reuters (colonne 7 e 8); elaborazioni della BCE (colonna 11).

- 1) Dati destagionalizzati. I dati per gli Stati Uniti si riferiscono al settore delle imprese private non agricole
- 2) I dati riferiti al Giappone nel periodo da marzo ad agosto 2011 non includono le tre prefetture che più hanno risentito del terremoto che ha colpito il paese. Di esse si tiene nuovamente conto a partire da settembre 2011.
- 3) Medie di periodo; M2 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.

- 4) Percentuali in ragione d'anno. Per ulteriori informazioni sul tasso sui depositi interbancari a 3 mesi, cfr. la sezione 4.6.
- 5) Per ulteriori informazioni, cfr. la sezione 8.2.
- 6) Debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).
- 7) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.



## LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S14
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche	S16
F8	Prestiti a non residenti nell'area dell'euro	S16
F9	Depositi totali per settore ( <i>intermediari finanziari</i> )	S17
F10	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ( <i>intermediari finanziari</i> )	S17
F11	Depositi totali per settore ( <i>società non finanziarie e famiglie</i> )	S18
F12	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ( <i>società non finanziarie e famiglie</i> )	S18
F13	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F14	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F15	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S35
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati stagionalizzati e non stagionalizzati	S37
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S38
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S39
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S41
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	S43
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S43
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S44
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S44
F25	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	S45
F26	<i>Spread</i> e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro	S45
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S46
F28	Occupazione: occupati e ore lavorate	S55
F29	Tasso di disoccupazione e tasso di posti vacanti	S55
F30	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	S60
F31	Debito (definizione di Maastricht)	S60
F32	B.d.p. dell'area dell'euro: conto corrente	S61
F33	B.d.p. dell'area dell'euro: investimenti diretti e di portafoglio	S61
F34	B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei beni	S62
F35	B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei servizi	S62
F36	Posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro	S65
F37	Posizione patrimoniale dell'area dell'euro per investimenti diretti e di portafoglio	S65
F38	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM	S70
F39	Tassi di cambio effettivi	S73
F40	Tassi di cambio bilaterali	S73
F41	PIL a prezzi costanti	S76
F42	Indici dei prezzi al consumo	S76





## NOTE TECNICHE

### TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese  $t$  è calcolato come:

$$(a) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

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:

$$(b) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

### SEZIONE I.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:

$$(c) R_{ORLT} = \frac{D_1 R_{1, ORP} + D_2 R_{2, ORP} + \dots + D_i R_{i, ORP}}{D}$$

### 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:

$$(d) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Analogamente, le transazioni trimestrali  $F_t^Q$  per il trimestre che termina nel mese  $t$  sono definite come:

$$(e) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

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:

$$(f) I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

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](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione "Monetary and financial statistics" della sezione "Statistics".

Il tasso di crescita sui dodici mesi  $a_t$  – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese  $t$  – può essere calcolato utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(g) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(h) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (h) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2001.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della formula (h). Ad esempio, il tasso di crescita sul mese precedente  $a_t^M$  può essere calcolato come:

$$(i) \quad a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$  dove  $a_t$  è definito come nelle precedenti formule (g) oppure (h).

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

Definendo  $F_t^Q$  e  $L_{t-3}$  come in precedenza, l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese  $t$  è definito come:

$$(j) \quad I_t = I_{t-3} \times \left( 1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese  $t$  (cioè  $a_t$ ), può essere calcolato utilizzando la formula (h).

#### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO <sup>1)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando

X-12-ARIMA <sup>2)</sup>. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette <sup>3)</sup>. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

#### SEZIONI DA 3.1 A 3.5

#### UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella sezione 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per le transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle

- 1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione "Statistics" del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione "Monetary and financial statistics".
- 2) Per ulteriori dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual e*, Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia *model-based* di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall *Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.
- 3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ovvero dicembre 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'accredito 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 (accredito/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 <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione per le emissioni totali di titoli è effettuata in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti per settore e per scadenza.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze nozionali. Le stime ottenute dei fattori stagionali vengono poi applicate alle consistenze, dalle quali si derivano le emissioni nette destagionalizzate. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

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](http://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 <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni industriali non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici viene aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

#### TAVOLA 2 DELLA SEZIONE 7.1

##### DESTAGIONALIZZAZIONE DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando

X-12-ARIMA oppure TRAMO-SEATS a seconda della voce. I dati grezzi sui beni, sui servizi, sui redditi e sui trasferimenti correnti vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle giornate lavorative. La correzione per il numero di giornate lavorative nel conto corrente dei beni e in quello dei servizi tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. La destagionalizzazione di queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del conto corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagionalizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti dell'area dell'euro. I fattori stagionali (e quelli relativi alle giornate lavorative) vengono rivisti con frequenza semestrale o qualora ritenuto necessario.

#### SEZIONE 7.3

##### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI E ANNUALI

Il tasso di crescita sui dodici mesi per il trimestre  $t$  si calcola sulla base delle posizioni ( $L_t$ ) e delle transazioni trimestrali ( $F_t$ ), utilizzando la seguente formula:

$$(r) \quad a_t = \left( \prod_{i=t-3}^t \left( 1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Il tasso di crescita per le serie annuali equivale al tasso di crescita dell'ultimo trimestre dell'anno.





## NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie temporali più dettagliate e più lunghe, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)). È possibile consultare i dati nello *Statistical Data Warehouse* della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), predisposto con strumenti di ricerca e di *download*. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di *file* compressi in formato *Comma Separated Value* (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu).

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate all'8 febbraio 2012.

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 1999<sup>1)</sup> sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio fissi irrevocabili con l'euro adottati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano su dati espressi in termini di moneta nazionale.

Laddove necessario, sono stati utilizzati metodi di aggregazione e/o consolidamento (compreso il consolidamento tra paesi).

I dati più recenti sono in molti casi provvisori e potranno essere rivisti in futuro. Eventuali discrepanze tra i totali e la somma delle loro componenti possono derivare da arrotondamenti.

Il gruppo “Altri Stati membri dell'UE” è costituito da: Bulgaria, Repubblica Ceca, Danimarca, 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/2008/32<sup>2)</sup>. Definizioni dettagliate sul settore sono contenute nella terza edizione della pubblicazione *Monetary Financial institutions and market statistics sector manual - Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, marzo 2007).

La sezione 2.8 riporta le consistenze in essere e le transazioni relative al bilancio dei fondi di investimento dell'area dell'euro (esclusi i fondi comuni monetari, che sono ricompresi nelle statistiche sui bilanci delle IFM). I fondi di investimento sono organismi che investono il capitale raccolto tra il pubblico in attività finanziarie e/o non finanziarie. Una lista completa dei fondi di investimento dell'area dell'euro è disponibile sul sito Internet della BCE. Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le attività le quote/partecipazioni emesse da altri fondi di investimento. Le quote/partecipazioni emesse dai fondi di investimento sono anche disaggregate per strategia d'investimento (fondi obbligazionari, fondi azionari, fondi misti, fondi immobiliari, *hedge fund* e altri fondi) e per tipo (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.9 fornisce ulteriori dettagli sui principali tipi di attività detenute dai fondi comuni di investimento dell'area dell'euro. La

sezione riporta una scomposizione geografica degli emittenti dei titoli di debito detenuti dai fondi d'investimento, nonché una disaggregazione per settore economico degli emittenti residenti nell'area dell'euro.

Da dicembre 2008 l'informazione statistica armonizzata è raccolta e compilata sulle base del Regolamento BCE/2007/8<sup>3)</sup> relativo alle statistiche sulle attività e passività dei fondi di investimento. Ulteriori informazioni sulle statistiche relative ai fondi di investimento sono disponibili nel *Manual on investment fund statistics* (BCE, maggio 2009).

La sezione 2.10 presenta il bilancio aggregato delle società veicolo finanziarie (SVF) residenti nell'area dell'euro. Le SVF sono società costituite per effettuare operazioni di cartolarizzazione. La cartolarizzazione consiste tipicamente nel trasferimento di una attività o di un insieme di attività ad una SVF che iscrive tali attività nel proprio bilancio come prestiti cartolarizzati, titoli non azionari, altre attività cartolarizzate. Il rischio di credito collegato a una attività o a un insieme di attività può venir trasferito a una SVF anche mediante l'uso di *credit default swaps*, garanzie o altri meccanismi simili. Il collaterale detenuto dalle SVF a fronte di tali esposizioni è costituito da depositi presso le IFM oppure da titoli diversi dalle azioni. Le SVF di norma cartolarizzano prestiti originati dal settore delle IFM. Le SVF devono segnalare tali prestiti nel bilancio o, indipendentemente dalla facoltà prevista per le IFM dalle regole contabili di cancellare il prestito dal proprio bilancio. Trovano separata indicazione i dati relativi ai prestiti cartolarizzati dalle SVF che rimangono iscritti nei bilanci delle IFM (e sono quindi segnalati nelle statistiche di quest'ultime). Da dicembre 2009 la raccolta dei dati trimestrali viene effettuata sulla base del Regolamento BCE/2008/30<sup>4)</sup>.

La sezione 2.11 riporta il bilancio aggregato delle società di assicurazione e dei fondi pensione residenti nell'area dell'euro. Le società di

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'allocazione del conto dei redditi primari, che registra entrate e spese relative a varie forme di reddito da capitale (per l'economia nel suo insieme, il saldo del conto dei redditi primari e il reddito nazionale); 3) la distribuzione secondaria del conto dei redditi, che illustra come il reddito nazionale di un settore istituzionale subisca variazioni a causa dei trasferimenti correnti; 4) l'utilizzo del conto dei redditi, che dà conto di come il reddito 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 Svensson<sup>5)</sup>. Sono disponibili anche gli *spread* tra i tassi a dieci anni e i tassi a tre mesi e a due anni. Ulteriori curve dei rendimenti (pubblicate giornalmente e corredate di figure e tavole) sono

5) Svensson, L. E. (1994), *Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994*, CEPR, Discussion Papers n. 1051, Centre for Economic Policy Research, Londra, 1994.

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 termine<sup>6)</sup>. A partire da gennaio 2009, per la produzione di statistiche di breve termine è stata utilizzata la classifi-

cazione delle attività economiche (NACE Rev. 2) prevista dal Regolamento (CE) n. 1893/2006 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 dicembre 2006, che definisce la classificazione statistica delle attività economiche NACE Revisione 2 e modifica il Regolamento (CEE) n. 3037/90 del Consiglio nonché alcuni regolamenti (CE) relativi a settori statistici specifici<sup>7)</sup>. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE Rev. 2 sezioni da B a E) dei "Raggruppamenti principali di industrie", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 656/2007 del 14 giugno 2007<sup>8)</sup>. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex fabrica* e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I due indici dei prezzi delle materie prime non energetiche presentati nella tavola 3, sezione 5.1 sono redatti utilizzando lo stesso insieme di materie prime, ma avvalendosi di due diversi schemi di ponderazione: uno basato sulle rispettive importazioni di materie prime dell'area dell'euro (colonne 2-4) e l'altro (colonne 5-7) basato su una stima della domanda interna dell'area dell'euro, o "utilizzo", tenendo conto delle informazioni sulle importazioni, esportazioni e della produzione interna di ciascuna materia prima (ignorando, per semplificare, le scorte ritenute relativamente stabili nel periodo osservato). L'indice dei prezzi delle materie prime ponderato in base alle importazioni è adeguato all'analisi degli sviluppi esterni, mentre quello ponderato in base all'utilizzo è adatto allo scopo specifico dell'analisi delle pressioni internazionali dei prezzi delle materie prime sull'inflazione dell'area dell'euro. Gli indici delle materie prime ponderati in base all'utilizzo rappresentano dati sperimentali. Per maggiori dettagli sulla compilazione degli indici dei prezzi delle

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.

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 lavoro<sup>9)</sup> e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003<sup>10)</sup>. Una scomposizione degli indicatori di costo del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. 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<sup>11)</sup>. Il SEC 95 è stato modificato dal Regolamento (UE) della Commissione del 10 agosto 2010<sup>12)</sup> che ha adottato la revisione della classificazione statistica delle attività economiche, NACE Revisione2. La pubblicazione dei conti nazionali dell'area dell'euro, sulla base della nuova classificazione, è stata avviata a dicembre 2011.

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.

9) G.U. L. 69 del 13.3.2003, pag. 1.

10) G.U. L. 169 dell'8.7.2003, pag. 37.

11) G.U. L. 310 del 30.11.1996, pag. 1.

12) G.U. L. 210 dell'11.8.2010, pag. 1.

Nella sezione 6.1 vengono presentati i dati annuali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, in base alle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000<sup>13)</sup>, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono 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<sup>14)</sup>. Nella sezione 6.5 vengono presentati i dati trimestrali sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche, sul raccordo disavanzo-debito e sul fabbisogno delle amministrazioni pubbliche. Queste statistiche vengono compilate utilizzando i dati forniti dagli Stati membri in base ai Regolamenti (CE) n. 501/2004 e n. 222/2004 e quelli forniti dalle BCN.

## TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni da 7.1, a 7.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5<sup>a</sup> edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 lu-

glio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)<sup>15)</sup>, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)<sup>16)</sup>. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p. e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (maggio 2007) e nei rapporti delle *Task Force Portfolio Investment Collection Systems* (giugno 2002), *Portfolio Investment Income* (agosto 2003) e *Foreign Direct Investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti ([www.cmfb.org](http://www.cmfb.org)) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/Commissione europea (Eurostat) che analizza la qualità delle statistiche su bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale (giugno 2004). Il rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p./p.p.e. dell'area, basato sulle raccomandazioni della *Task Force* e sui principi di base dell'*ECB Statistics Quality Framework* di aprile 2008, è disponibile sul sito Internet della BCE.

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.

13) G.U. L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

14) G.U. L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.

15) G.U. L. 354 del 30.11.2004, pag. 34.

16) G.U. L. 159 del 20.6.2007, pag. 48.

Le statistiche sulla b.d.p. dell'area dell'euro sono compilate dalla BCE. I dati mensili relativi ai periodi più recenti sono da considerarsi provvisori; essi vengono rivisti al momento dell'uscita del dato relativo al mese successivo e/o della pubblicazione dei dati trimestrali dettagliati di b.d.p. I dati precedenti vengono rivisti periodicamente o in conseguenza di cambiamenti nella metodologia di compilazione del dato alla fonte.

Nella sezione 7.2, la tavola 1 riporta anche dati di conto corrente corretti per la stagionalità. Laddove necessario, i dati sono corretti per tenere conto anche degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni bisestili e della Pasqua. La tavola 3 della sezione 7.2 e la tavola 9 della sezione 7.3 forniscono una scomposizione della b.p.d. e della posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro nei confronti dei principali paesi partner, presi singolarmente o come gruppo, operando una distinzione tra stati membri dell'UE che non hanno adottato l'euro e aree o paesi non appartenenti all'Unione europea. La scomposizione riporta inoltre le transazioni e le posizioni nei confronti delle istituzioni dell'UE (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 evolutiva dell'area dell'euro. Nel periodo precedente all'entrata di un paese nell'area dell'euro, le attività detenute dalla banca centrale nazionale del paese sono incluse alla voce investimenti di portafoglio (se si tratta di titoli) oppure altri investimenti (nel caso di attività di altra natura). Le variazioni delle riserve auree dell'Eurosistema (colonna 3) sono dovute a transazioni in oro nell'ambito dei termini del Central Bank Gold Agreement (Accordo tra le banche centrali sull'oro) del 26 settembre 1999, che è stato aggiornato il 27 settembre 2009. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE *Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves* (ottobre 2000), disponibile sul sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

Le statistiche sul debito estero lordo dell'area dell'euro riportate nella tavola 8 della sezione 7.3 indicano la consistenza effettiva (e non quella potenziale) delle passività nei confronti di non residenti nell'area dell'euro che comportano il pagamento di capitale e/o interessi da parte del debitore in uno o successivi istanti futuri. La tavola 8 presenta una scomposizione del debito estero lordo per strumento e settore istituzionale.

La sezione 7.4 contiene una presentazione monetaria della b.d.p. dell'area dell'euro, nella quale vengono riportate le transazioni delle istituzioni diverse dalle IFM che riflettono le transazioni esterne nette delle IFM. Le transazioni delle istituzioni diverse dalle IFM includono transazioni di b.d.p. per le quali non è disponibile una scomposizione per settore. Tali transazioni sono relative al conto corrente e al conto capitale (colonna 2) e agli strumenti finanziari derivati

(colonna 11). Una nota metodologica aggiornata sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro è disponibile nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE. Si veda anche il riquadro 1 nel numero di giugno 2003 di questo Bollettino.

La sezione 7.5 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La fonte dei dati è l'Eurostat. I dati in valore e gli indici di volume sono stagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della tavola 1 nella sezione 7.5 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic categories – BEC) e corrisponde alla classificazione elementare dei beni nel Sistema dei conti nazionali. Le definizioni di beni manufatti (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) sono coerenti con la definizione del SITC rev. 4. Nella scomposizione geografica (tavola 3 nella sezione 7.5) sono riportati i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali. La Cina non comprende Hong Kong. Per effetto di differenze riguardanti definizioni, classificazione, copertura e tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio estero, e in particolare alle importazioni, non sono del tutto confrontabili con la voce "beni" delle statistiche di bilancia dei pagamenti (cfr. sezioni 7.1 e 7.2). Una parte della discrepanza è attribuibile, nei dati relativi al commercio estero, all'inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nei dati relativi ai beni importati.

I prezzi all'importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (o prezzi industriali dell'output per il mercato non interno) riportati nella tavola 2, sezione 7.5 sono stati introdotti dal Regolamento (CE) n. 1158/2005 del Parlamento europeo e del Consiglio del 6 luglio 2005 che modifica il regolamento (CE) n. 1165/98 del Consiglio, e che rappresenta il principale riferimento normativo per le statistiche a breve termine. L'indice dei prezzi all'importazione dei beni industriali include i beni industriali importati dall'esterno dell'area dell'euro inclusi nelle sezioni da B a E della Classificazione statistica dei prodotti associata alle attività nella Comunità economica europea e

tutti i settori istituzionali degli importatori, fatta eccezione per le famiglie, le pubbliche amministrazioni e le istituzioni senza scopo di lucro. L'indice riflette il prezzo di costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore al netto di dazi e imposte, e si riferisce alle effettive transazioni in euro registrate una volta trasferita la proprietà dei beni. I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono a tutti i prodotti industriali esportati direttamente da produttori dell'area dell'euro verso il mercato esterno all'area dell'euro inclusi nelle sezioni da B a E del NACE Rev. 2. Non sono incluse le esportazioni e le riesportazioni da parte di grossisti. Gli indici riflettono il prezzo f.o.b. (*free on board*) espresso in euro e calcolato ai confini dell'area dell'euro, incluso le imposte indirette e fatta eccezione per l'IVA e altre imposte deducibili. I prezzi all'importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni seguono la classificazione dei Raggruppamenti principali di industrie (RPI) definiti nel Regolamento (CE) della Commissione n. 656/2007 del 14 giugno 2007. Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 11 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

## TASSI DI CAMBIO

Nella sezione 8.1 sono riportati gli indici dei tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro, reali e nominali, calcolati dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali nei confronti delle valute di alcuni partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva indica un apprezzamento dell'euro. I pesi sono basati sul commercio di beni manufatti con i paesi partner commerciali nei periodi 1995-1997, 1998-2000, 2001-2003, 2004-2006, 2007-2009, e sono calcolati in modo da tenere conto della concorrenza sui mercati terzi. Gli indici TCE sono ottenuti concatenando gli indici basati su

ciascuno dei cinque set di pesi al termine di ciascun periodo triennale. L'indice TCE risultante ha come periodo base il primo trimestre 1999. Il gruppo di partner commerciali del TCE-20 è composto dai 10 Stati membri non appartenenti all'area dell'euro e da Australia, Canada, Cina, Corea del Sud, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Singapore, Stati Uniti e Svizzera. Il gruppo del TCE-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, Tailandia, Taiwan, Turchia e Venezuela. I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del prodotto interno lordo e i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera e nel totale dell'economia.

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 <sup>1)</sup>



### 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 rifinanziamento 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 centra-

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.

le 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.

## **4 AGOSTO 2011**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,50, al 2,25 e allo 0,75 per cento. Decide inoltre di adottare diverse misure per far fronte al-

le nuove tensioni in alcuni mercati finanziari. In particolare, decide che l'Eurosistema condurrà un'operazione di rifinanziamento supplementare a più lungo termine finalizzata a immettere liquidità con una scadenza di circa sei mesi con procedura d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 17 gennaio 2012, in particolare di continuare le procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo.

#### **8 SETTEMBRE 2011**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,50, al 2,25 e allo 0,75 per cento.

#### **6 OTTOBRE 2011**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,50, al 2,25 e allo 0,75 per cento. Stabilisce inoltre i dettagli da applicare alle operazioni di rifinanziamento da ottobre 2011 a luglio 2012, in particolare di effettuare due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ad ottobre 2011 con scadenza di circa 12 mesi e a dicembre 2011 con scadenza di circa 13 mesi) e di continuare ad applicare le procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo per tutte le operazioni di rifinanziamento. Inoltre il Consiglio direttivo decide di avviare a novembre 2011 un nuovo Programma di acquisto di obbligazioni garantite.

#### **3 NOVEMBRE 2011**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base all'1,25 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento 9 novembre 2011. Decide inoltre di ridurre sia il

tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 2,00 e allo 0,50 per cento, entrambi con effetto dal 9 novembre 2011.

#### **8 DICEMBRE 2011**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base all'1,00 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento 14 dicembre 2011. Decide inoltre di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 1,75 e allo 0,25 per cento, entrambi con effetto dal 14 dicembre 2011. Decide inoltre di adottare ulteriori misure non convenzionali, in particolare (a) di effettuare due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza di circa tre anni; (b) di accrescere la disponibilità del collaterale; (c) di ridurre l'obbligo di riserva all'1 per cento e infine (d) di sospendere per il momento le operazioni di *fine-tuning* condotte nell'ultimo giorno di ciascun periodo di mantenimento.

#### **14 GENNAIO 2012**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente.

#### **9 FEBBRAIO 2012**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente. Inoltre, approva criteri di idoneità e misure di controllo del rischio specifici nazionali ai fini dell'ammissione temporanea in alcuni paesi di crediti aggiuntivi come garanzia nelle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema.







## PUBBLICAZIONI PRODOTTE DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA

La BCE produce numerose pubblicazioni che forniscono informazioni sulle sue competenze principali: la politica monetaria, le statistiche, i sistemi di pagamento e di regolamento, la stabilità finanziaria e la vigilanza, la cooperazione europea e internazionale, e le questioni giuridiche.

### PUBBLICAZIONI STATUTARIE

- Rapporto annuale
- Rapporto sulla convergenza
- Bollettino mensile

### LAVORI DI RICERCA

- *Legal Working Paper Series*
- *Occasional Paper Series*
- *Research Bulletin*
- *Working Paper Series*

### ALTRE PUBBLICAZIONI

- *Enhancing monetary analysis*
- *Financial integration in Europe*
- *Financial Stability Review*
- *Statistics Pocket Book*
- *La Banca centrale europea: storia, ruolo e funzioni*
- *The international role of the euro*
- *L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro ("General Documentation")*
- *La politica monetaria della BCE*
- *The payment system*

La BCE pubblica anche *brochure* e materiale informativo su un'ampia varietà di tematiche, ad esempio le banconote e le monete in euro, nonché atti di seminari e conferenze.

Per una lista completa dei documenti (in formato PDF) pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, predecessore della BCE dal 1994 al 1998, si prega di visitare il sito Internet della BCE all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. I codici della lingua indicano in quali versioni ciascuna pubblicazione è disponibile.

Salvo diversa indicazione, le copie a stampa possono essere ottenute a titolo gratuito singolarmente o in abbonamento, fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo e-mail [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).



## GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html)).

**Altri investimenti [*other investment*]:** voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti, altri conti attivi e passivi.

**Amministrazioni pubbliche [*general government*]:** in base alla definizione del SEC 95, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato, fruibili dal singolo individuo e dalla collettività, e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

**Area dell'euro [*euro area*]:** l'area costituita dagli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato sul funzionamento dell'Unione europea

**Asta a tasso fisso [*fixed rate tender*]:** procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

**Asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo [*fixed rate full allotment tender procedure*]:** procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito dalla banca centrale (tasso fisso) e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi a quel tasso, sapendo in anticipo che tutte le richieste saranno soddisfatte (piena aggiudicazione dell'importo).

**Asta a tasso variabile [*variable rate tender*]:** procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

**Attività nette sull'estero delle IFM [*MFI net external assets*]:** le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

**Azioni [*equities*]:** titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria, come ad esempio le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

**Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [*balance of payments (b.o.p.)*]:** prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo.

**Bilancio consolidato del settore delle IFM [*consolidated balance sheet of the MFI sector*]:** bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri

soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

**Cancellazione [*write-off*]:** rimozione del valore di un prestito dal bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto interamente irrecuperabile.

**Cartolarizzazione [*securitisation*]:** operazione o insieme di operazioni mediante le quali una attività o un *pool* di attività che producono flussi di cassa, prevalentemente crediti (mutui ipotecari, prestiti al consumo, ecc.), vengono trasferiti da un *originator* (di norma un ente creditizio) a una società veicolo finanziaria (SVF). La SVF di fatto converte queste attività in titoli negoziabili, emettendo strumenti di debito nei quali il servizio del capitale e degli interessi viene effettuato mediante i flussi di cassa prodotti dal *pool* di attività sottostanti.

**Commercio con l'estero in beni [*external trade in goods*]:** esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

**Conti capitale [*capital accounts*]:** parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che riporta le variazioni nette della ricchezza, del risparmio, dei trasferimenti in conto capitale e delle acquisizioni nette di attività non finanziarie.

**Conto capitale [*capital account*]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutti i trasferimenti di capitale e le acquisizioni/dismissioni di attività non prodotte e non finanziarie fra residenti e non residenti.

**Conto corrente [*current account*]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a beni e servizi, redditi e trasferimenti correnti fra residenti e non residenti.

**Conto dei redditi [*income account*]:** un conto della b.d.p. che ricomprende due tipi di transazioni nei confronti dei non residenti: (a) quelle che riguardano le retribuzioni da lavoro dipendente corrisposte a lavoratori non residenti (ad esempio, i transfrontalieri, gli stagionali e altri lavoratori a breve termine); (b) quelle che riguardano gli introiti e gli esborsi per investimenti su attività o passività finanziarie sull'estero, inclusi gli introiti e gli esborsi su investimenti diretti, di portafoglio e altri investimenti, nonché gli introiti sulle riserve valutarie.

**Conto dei trasferimenti correnti [*current transfers account*]:** un conto tecnico della b.d.p. sul quale vengono registrati il valore di risorse reali o finanziarie qualora queste vengano trasferite senza ricevere alcuna contropartita. I trasferimenti correnti ricomprendono tutti i trasferimenti diversi da quelli di capitale.

**Conti finanziari [*financial accounts*]:** parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che presenta le posizioni finanziarie (consistenze o bilanci), le transazioni finanziarie e altre variazioni dei diversi settori istituzionali di un'economia per tipologia di attività finanziaria.

**Conto finanziario [*financial account*]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono le transazioni fra residenti e non residenti relative a investimenti diretti e di portafoglio, altri investimenti, prodotti finanziari derivati e attività di riserva.

**Costo del lavoro per unità di prodotto [*unit labour costs*]:** indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi per occupato e la produttività del lavoro (definita come PIL, in volume, a prezzi costanti per persona occupata).

**Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [*MFI credit to euro area residents*]:** prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (ivi incluse le amministrazioni pubbliche e il settore privato) e i titoli detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e titoli di debito) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

**Curva dei rendimenti [*yield curve*]:** rappresentazione grafica della relazione esistente, a una certa data, fra il tasso di interesse o il rendimento e la vita residua di titoli di debito con pari rischio di credito ma con differenti scadenze. L'inclinazione della curva può essere misurata come differenza fra i tassi di interesse o rendimenti per coppie di scadenze.

**Debito (conti finanziari) [*debt (financial accounts)*]:** i prestiti alle famiglie, nonché i prestiti, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie (risultanti dagli impegni assunti dai datori di lavoro nei confronti dei propri dipendenti finalizzati all'erogazione della pensione), valutati ai prezzi di mercato di fine periodo.

**Debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt (general government)*]:** il debito lordo (banconote, monete e depositi, prestiti e titoli di debito) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche.

**Debito estero lordo [*gross external debt*]:** consistenze delle passività correnti effettive (ossia non potenziali) di un'economia che implicano, in una data futura, il pagamento del capitale o degli interessi a non residenti.

**Deflazione [*deflation*]:** un calo marcato e persistente dei prezzi di un insieme molto ampio di beni e servizi di consumo che viene incorporato nelle aspettative degli operatori.

**Depositi presso la banca centrale [*deposit facility*]:** operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messe a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti idonee possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso la propria BCN. Tali depositi sono remunerati a un tasso di interesse prestabilito, che di norma rappresenta il limite minimo dei tassi di interesse del mercato *overnight*.

**Disavanzo (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit (general government)*]:** l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, vale a dire la differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche.

**Disinflazione [*disinflation*]:** processo di rallentamento dell'inflazione che può condurre a tassi di inflazione temporaneamente negativi.

**Eonia [EONIA (*euro overnight index average*)]:** misura del tasso di interesse effettivo prevalente nel mercato interbancario *overnight* dell'euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di

interesse sulle operazioni di prestito *overnight* non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

**Euribor [EURIBOR (euro interbank offered rate)]**: tasso applicato ai prestiti denominati in euro tra banche considerate di primario *standing*; viene calcolato quotidianamente, per scadenze varie, non superiori ai dodici mesi, sulla base dei tassi di un campione di banche selezionate.

**Eurosistema [Eurosystem]**: il sistema di banche centrali costituito dalla BCE e dalle BCN degli Stati membri dell'UE la cui moneta è l'euro.

**Fabbisogno (riferito alle amministrazioni pubbliche) [borrowing requirement (general government)]**: assunzione netta di debito da parte delle amministrazioni pubbliche.

**Fattori autonomi di liquidità [autonomous liquidity factors]**: fattori di liquidità quali, ad esempio, le banconote in circolazione, i depositi delle amministrazioni pubbliche presso la banca centrale e le attività nette sull'estero della banca centrale, che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria.

**Fondi di investimento (esclusi i fondi comuni monetari) [investment funds (except money market funds)]**: istituzioni finanziarie che gestiscono collettivamente portafogli di capitale raccolto tra il pubblico, investendolo in attività finanziarie e non finanziarie. Cfr. anche **IFM**.

**Forze di lavoro [labour force]**: il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

**Garanzie [collateral]**: attività costituite in pegno o trasferite in altra forma a garanzia del rimborso di un finanziamento, nonché attività cedute nell'ambito di operazioni pronti contro termine. I titoli conferiti in garanzia nell'ambito delle operazioni temporanee dell'Eurosistema devono soddisfare alcuni requisiti di idoneità.

**IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [MFIs (monetary financial institutions)]**: istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'area dell'euro. Esse includono: (a) l'Eurosistema; (b) gli enti creditizi residenti (come definiti nella legislazione dell'UE) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o altre forme di raccolta equiparabili ai depositi da enti diversi dalle IFM e, per proprio conto (almeno in termini economici), nel concedere credito e/o investire in titoli, nonché le istituzioni di moneta elettronica che sono che operano principalmente nell'intermediazione finanziaria sotto forma di emissione di moneta elettronica; (d) i fondi comuni monetari, ovvero società di investimento collettivo che investono in strumenti a breve termine e a basso rischio.

**Impieghi disponibili [job vacancies]**: termine collettivo che comprende i nuovi impieghi, gli impieghi liberi e quelli che si renderanno disponibili a breve scadenza, per i quali il datore di lavoro ha cercato attivamente e di recente di trovare un candidato idoneo.

**Indagini della Commissione europea [European Commission surveys]**: indagini armonizzate del clima di fiducia delle imprese e/o dei consumatori, condotte per conto della Commissione europea in ciascuno degli Stati membri dell'UE. Le indagini si basano su questionari e sono rivolte ai dirigenti di aziende del settore manifatturiero, delle costruzioni, del commercio al dettaglio e dei servizi nonché ai consumatori. Da ciascuna indagine mensile sono calcolati degli indicatori compositi che riassumono in un unico indicatore le risposte date a diverse domande (indicatori del clima di fiducia).

**Indagine sul credito bancario [*Bank lending survey (BLS)*]:** indagine trimestrale sulle politiche di erogazione del credito, condotta dall'Eurosistema a partire da gennaio 2003. Nell'ambito di tale indagine vengono poste, a un campione predefinito di banche dell'area dell'euro, alcune domande qualitative riguardanti i criteri per la concessione del credito, i termini e le condizioni praticate e la domanda di prestiti, con riferimento sia alle imprese sia alle famiglie.

**Indagini presso i responsabili degli acquisti nell'area dell'euro [*Eurozone purchasing managers' surveys*]:** indagini sulle condizioni dei settori manifatturiero e dei servizi condotte in diversi paesi dell'area dell'euro e i cui risultati vengono utilizzati per compilare degli indici. L'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero (*Manufacturing Purchasing Managers' Index – PMI*) dell'area dell'euro è un indicatore ponderato calcolato in base agli indici di produzione, nuovi ordinativi, occupazione, tempi di consegna dei fornitori e scorte di prodotti acquistati. L'indagine presso il settore dei servizi consiste in questionari riguardanti l'attività corrente, le aspettative di attività futura, l'ammontare di attività inevasa, le commesse in entrata, l'occupazione, i prezzi degli *input* e i prezzi applicati alla clientela. L'indice composito per l'area dell'euro viene calcolato combinando i risultati delle indagini sul settore manifatturiero e su quello dei servizi.

**Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [*Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*]:** indice dei prezzi al consumo calcolato dall'Eurostat e armonizzato per tutti gli Stati membri dell'UE.

**Indice del costo orario del lavoro [*hourly labour cost index*]:** indice dei costi del lavoro comprendente gli stipendi e i salari lordi (in denaro e in altra natura, comprese le gratifiche) e altri costi del lavoro (contributi previdenziali a carico del datore di lavoro più le imposte relative all'occupazione corrisposte dal datore, al netto dei sussidi ricevuti) per ora effettivamente lavorata (comprese le prestazioni straordinarie).

**Indice delle retribuzioni contrattuali [*index of negotiated wages*]:** misura dei risultati diretti della contrattazione collettiva in termini di retribuzione di base (cioè escluse le gratifiche) a livello di area dell'euro. Si riferisce alla variazione media implicita dei salari e degli stipendi mensili.

**Inflazione [*inflation*]:** aumento del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

**Investimenti di portafoglio [*portfolio investment*]:** transazioni e/o posizioni nette dei residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai non residenti (“attività”) e transazioni e/o posizioni nette dei non residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai residenti (“passività”). Sono inclusi i titoli azionari e i titoli di debito (obbligazioni e *note*, e strumenti di mercato monetario). Le transazioni sono rilevate al prezzo effettivo pagato o ricevuto, al netto di commissioni e spese. Per poter essere considerata come attività di portafoglio, la quota di partecipazione in una società deve essere equivalente a meno del 10 per cento delle azioni ordinarie o del potere di voto.

**Investimenti diretti [*direct investment*]:** investimenti internazionali effettuati allo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione pari almeno al 10 per cento delle quote ordinarie o dei diritti di voto). Sono inclusi le azioni, gli utili reinvestiti e il debito collegato ad operazioni intersocietarie. Il conto degli investimenti diretti rileva le transazioni/posizioni nette in attività estere da parte di residenti nell'area dell'euro (“investimenti diretti all'estero”) e le transazioni/posizioni nette in attività dell'area dell'euro da parte di non residenti (“investimenti diretti nell'area dell'euro”).

**M1:** aggregato monetario ristretto che include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

**M2:** aggregato monetario intermedio. Comprende M1, i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita non superiore a due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza), detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali.

**M3:** aggregato monetario ampio che si compone di M2 più gli strumenti negoziabili, in particolare operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito con scadenza non superiore a due anni emessi dalle IFM.

**Misure di maggiore sostegno al credito [*enhanced credit support*]:** misure non convenzionali adottate dalla BCE/Eurosistema durante la crisi finanziaria, intese a garantire condizioni di finanziamento e flussi creditizi migliori rispetto ai risultati ottenibili con la sola riduzione dei tassi di riferimento della BCE.

**Nuovi accordi europei di cambio AEC II [*ERM II (exchange rate mechanism II)*]:** accordi che definiscono l'assetto per la cooperazione nel settore delle politiche del cambio tra i paesi dell'area dell'euro e gli Stati membri dell'UE non partecipanti alla Terza fase dell'UEM.

**Operazione di assorbimento della liquidità [*liquidity-absorbing operation*]:** operazione mediante la quale l'Eurosistema assorbe liquidità per ridurre la liquidità in eccesso o creare un fabbisogno di liquidità. Tali operazioni vengono condotte mediante emissione di certificati di debito o depositi a tempo determinato.

**Operazione di mercato aperto [*open market operation*]:** operazione effettuata su iniziativa della banca centrale nei mercati finanziari. Può assumere la forma di operazioni temporanee, operazioni definitive, emissioni di depositi a tempo determinato, certificati di debito o operazioni di *swap* in valuta. Le operazioni di mercato aperto sono utilizzate per fornire o assorbire liquidità.

**Operazione di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) [*longer-term refinancing operation (LTRO)*]:** operazioni di credito con scadenza superiore alla settimana eseguite dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le regolari operazioni mensili hanno scadenza tre mesi. Nella fase di turbolenza dei mercati finanziari iniziata nell'agosto 2007 sono state condotte operazioni aggiuntive con frequenza variabile e durata compresa tra un periodo di mantenimento delle riserve e 36 mesi.

**Operazione di rifinanziamento marginale [*marginal lending facility*]:** operazione attivabile su iniziativa delle controparti messa a disposizione dall'Eurosistema, avente la forma di operazione temporanea mediante la quale controparti idonee possono ottenere dalla propria BCN, a un tasso di interesse predefinito, credito *overnight*. Il tasso dei prestiti concessi nell'ambito di tali operazioni rappresenta il limite superiore dei tassi di interesse del mercato *overnight*.

**Operazione di rifinanziamento principale (ORP) [*main refinancing operation (MRO)*]:** regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento principali sono effettuate tramite un'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

**Operazione temporanea [*reverse transaction*]:** operazione mediante la quale una BCN acquista o vende attività a pronti con patto di vendita/riacquisto a termine, ovvero eroga credito a fronte di una garanzia.

**Parità centrale (o tasso centrale) [*central parity (or central rate)*]:** tassi di cambio di ciascuna valuta partecipante agli AEC II nei confronti dell'euro, rispetto ai quali sono definiti i margini di oscillazione previsti dagli AEC II.

**Parità di potere d'acquisto (p.p.a.) [*purchasing power parity (P.P.P.)*]:** tasso di conversione di una valuta in un'altra tale da rendere identico il potere d'acquisto delle due divise, eliminando le differenze dovute al livello dei prezzi prevalente in ciascun paese. Nella sua forma più semplice, la p.p.a. rappresenta il rapporto di prezzo in valuta nazionale dello stesso bene o servizio in diversi paesi.

**Passività finanziarie a lungo termine delle IFM [*MFI longer-term financial liabilities*]:** depositi con durata prestabilita superiore a due anni, depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi, titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza originaria superiore a due anni nonché capitale e riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

**Posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) [*international investment position (i.i.p.)*]:** valore e composizione delle consistenze di attività (o passività) finanziarie nette detenute da un'economia nei confronti del resto del mondo.

**Prezzi alla produzione nell'industria [*industrial producer prices*]:** i prezzi di fabbrica (i costi di trasporto non sono inclusi) di tutti i prodotti venduti dall'industria, escluse le costruzioni, sul mercato interno dei paesi dell'area dell'euro, al netto delle importazioni.

**Prodotto interno lordo (PIL) [*gross domestic product (GDP)*]:** il valore della produzione totale di beni e servizi di un'economia al netto dei consumi intermedi, più le imposte nette sui prodotti e sulle importazioni. Il PIL può essere scomposto per componenti di prodotto, di spesa e di reddito. I principali aggregati di spesa che compongono il PIL sono i consumi finali delle famiglie, i consumi finali collettivi, gli investimenti fissi lordi, la variazione delle scorte e le importazioni ed esportazioni di beni e servizi (compreso il commercio fra i paesi dell'area dell'euro).

**Produttività del lavoro [*labour productivity*]:** la produzione che può essere ottenuta con un dato *input* di lavoro. Essa si può misurare in diversi modi, ma di solito la misurazione viene effettuata dividendo il PIL (in volume) a prezzi costanti o per l'occupazione totale oppure per il totale delle ore lavorate.

**Produzione industriale [*industrial production*]:** il valore aggiunto lordo creato dall'industria a prezzi costanti.

**Raccordo disavanzo-debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit-debt adjustment (general government)*]:** la differenza tra il disavanzo e la variazione del debito delle amministrazioni pubbliche.

**Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt-to-GDP ratio (general government)*]:** il rapporto tra il debito pubblico e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 126, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo.

**Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit ratio (general government)*]:** il rapporto tra il disavanzo delle amministrazioni pubbliche e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 126, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea al fine di definire l'esistenza di un

disavanzo eccessivo. Viene anche definito rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

**Redditi per occupato o per ora lavorata [*compensation per employee or per hour worked*]:** la remunerazione totale, in denaro o in altra natura, che è pagabile dai datori di lavoro agli occupati, vale a dire i salari e gli stipendi lordi nonché le gratifiche, il pagamento degli straordinari e i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro, divisa per il numero totale degli occupati o per il numero totale di ore lavorate.

**Riserva obbligatoria [*reserve requirement*]:** obbligo che impone agli enti creditizi di detenere un ammontare minimo a titolo di riserva presso la banca centrale in un periodo di mantenimento predefinito. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri nel periodo di mantenimento.

**Riserve ufficiali [*international reserves*]:** attività sull'estero con disponibilità immediata e sotto il controllo delle autorità monetarie allo scopo di finanziare e regolare direttamente squilibri nei pagamenti attraverso interventi sui mercati dei cambi. Le riserve ufficiali dell'area dell'euro comprendono i crediti verso non residenti denominati in valuta diversa dall'euro, le riserve auree nonché i diritti speciali di prelievo e le posizioni di riserva presso il Fondo monetario internazionale detenuti dall'Eurosistema.

**Società di assicurazione e fondi pensione [*insurance corporations and pension funds*]:** le società e le quasi-società finanziarie la cui funzione principale consiste nel fornire servizi di intermediazione finanziaria derivanti dalla trasformazione di rischi individuali in rischi collettivi.

**Società veicolo finanziaria (SVF) [*financial vehicle corporation (FVC)*]:** entità la cui attività principale è l'effettuazione di cartolarizzazioni. Le SVF emettono, tipicamente, titoli negoziabili che sono offerti al pubblico o collocati presso privati. Tali titoli sono garantiti da un portafoglio di attività (generalmente prestiti) che sono detenute dalla SVF. In alcuni casi, un'operazione di cartolarizzazione può coinvolgere più SVF, dove una di esse a detiene le attività cartolarizzate mentre un'altra provvede a emettere i titoli garantiti da tali attività.

**Stabilità dei prezzi [*price stability*]:** è definita dal Consiglio direttivo come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Il Consiglio ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge lo scopo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento su un orizzonte di medio periodo.

**Survey of Professional Forecasters (SPF):** indagine trimestrale condotta dalla BCE sin dal 1999 presso un gruppo selezionato di esperti appartenenti a organismi del settore finanziario e non finanziario aventi sede nell'UE, finalizzata alla raccolta di previsioni macroeconomiche sull'inflazione, sulla crescita del PIL in termini reali e sulla disoccupazione nell'area dell'euro.

**Svalutazione [*write-down*]:** correzione al ribasso del valore di un prestito registrato nel bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto parzialmente irrecuperabile.

**Tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro (nominali/reali) [*effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)*]:** medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei principali partner commerciali dell'area. Gli indici del TCE dell'euro sono calcolati rispetto a diversi gruppi di paesi partner: il TCE-20 (comprendente i dieci Stati membri dell'UE non

appartenenti all'area dell'euro e dieci partner commerciali al di fuori dell'UE) e il TCE-40 (composto dal TCE-20 più altri 20 paesi). I coefficienti di ponderazione riflettono la quota di ciascun partner nel commercio di prodotti manifatturieri dell'area e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. I TCE reali si ottengono dai TCE nominali corretti per la differenza tra l'andamento di un indice ponderato di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; essi misurano pertanto la competitività di prezzo o di costo.

**Tassi di interesse delle IFM [*MFI interest rates*]:** i tassi di interesse praticati dagli enti creditizi residenti e da altre IFM, escluse le banche centrali e i fondi comuni monetari, sui depositi denominati in euro e sui prestiti nei confronti delle famiglie e delle società non finanziarie residenti nell'area dell'euro.

**Tassi di interesse di riferimento della BCE [*key ECB interest rates*]:** tassi di interesse fissati dal Consiglio direttivo, che riflettono l'orientamento di politica monetaria della BCE. Attualmente comprendono il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi presso la banca centrale.

**Tasso di inflazione di pareggio [*break-even inflation rate*]:** il differenziale tra il rendimento di una obbligazione nominale e quello di una obbligazione indicizzata all'inflazione, le cui scadenze siano uguali o quanto più possibile simili.

**Tasso minimo di offerta [*minimum bid rate*]:** limite inferiore fissato per i tassi di interesse a cui le controparti possono presentare le proprie offerte nelle aste a tasso variabile.

**Titoli di stato indicizzati all'inflazione [*inflation-indexed government bonds*]:** titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche; i pagamenti delle cedole e del capitale sono collegati a uno specifico indice dei prezzi al consumo.

**Titolo di debito [*debt security*]:** promessa da parte dell'emittente (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.