



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

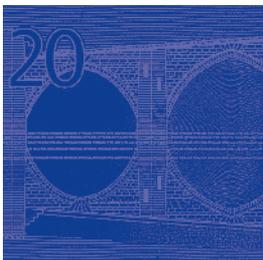
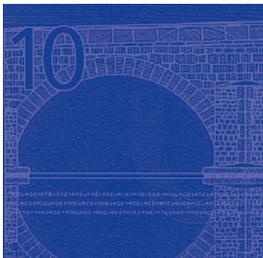
**BOLLETTINO MENSILE
MARZO**





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



BOLLETTINO MENSILE MARZO 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
al 7 marzo 2012.*

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

*Stampato nel mese di marzo 2012
presso la Divisione Editoria e stampa
della Banca d'Italia in Roma.*



INDICE

EDITORIALE	5	11 Proiezioni per il debito pubblico del Portogallo	103
ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI		12 Principali elementi del <i>fiscal compact</i>	107
Il contesto esterno all'area dell'euro	7	13 Correzione del saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche per gli effetti del ciclo economico	109
Gli andamenti monetari e finanziari	23		
Prezzi e costi	65		
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	78		
Andamento della finanza pubblica	100		
Riquadri:			
1 I tassi di cambio effettivi dell'euro: aggiornamento delle ponderazioni basate sull'interscambio commerciale alla luce dell'integrazione economica mondiale	17		
2 Andamenti recenti nel conto finanziario della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro	29		
3 L'impatto delle due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre anni	39		
4 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 9 novembre 2011 al 14 febbraio 2012	41		
5 Andamenti nell'emissione e nei differenziali di rendimento dei titoli di debito dei paesi dell'area dell'euro	47		
6 L'impatto delle recenti variazioni delle imposte indirette sullo IAPC	66		
7 L'adeguamento del mercato del lavoro nell'area dell'euro	72		
8 Gli andamenti recenti del clima di fiducia dei consumatori e la relazione con i consumi privati	80		
9 Gli andamenti di lungo periodo dell'interscambio fra i paesi dell'area dell'euro e con l'esterno dell'area	85		
10 Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE	94		
		STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO	SI
		ALLEGATI	
		Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	I
		Il sistema Target (sistema trans-europeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale)	V
		Pubblicazioni prodotte dalla Banca centrale europea	VII
		Glossario	IX

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 dell'8 marzo, 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 pervenute dagli inizi di febbraio avvalorano la precedente valutazione del Consiglio direttivo circa le prospettive economiche. Gli indicatori disponibili basati sulle indagini congiunturali confermano segnali di stabilizzazione dell'attività nell'area dell'euro. Le prospettive economiche restano tuttavia soggette a rischi al ribasso. A fronte di rincari dell'energia e incrementi delle imposte indirette, è ora probabile che nel 2012 i tassi di inflazione si collochino oltre il 2 per cento, con il prevalere di rischi al rialzo. Nondimeno il Consiglio direttivo si attende che l'evoluzione dei prezzi si mantenga in linea con la relativa definizione di stabilità nell'orizzonte rilevante per la politica monetaria. Il ritmo dell'espansione monetaria di fondo rimane moderato, ossia coerente con un quadro caratterizzato da pressioni inflazionistiche contenute nel medio periodo. In prospettiva il Consiglio direttivo si impegna fermamente a preservare la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro, in conformità con il proprio mandato. A questo fine è essenziale che persista 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.

Negli ultimi mesi l'Eurosistema ha attuato un ampio ventaglio di misure non convenzionali aggiuntive di politica monetaria. Tali misure, che includono in particolare le due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre anni, sono state decise a fronte di circostanze straordinarie nell'ultimo trimestre del 2011. Il primo impatto è stato positivo. Unitamente al risanamento dei conti pubblici e all'intensificarsi delle riforme strutturali in diversi paesi dell'area dell'euro, nonché ai progressi compiuti verso il rafforzamento del quadro per la *governance* economica dell'area, queste misure hanno contribuito a un significativo miglioramento del contesto finanziario negli ultimi mesi. Il Consiglio direttivo si attende che le operazioni di rifinanziamento a più lungo

termine con scadenza a tre anni forniscano ulteriore sostegno a favore della stabilizzazione in atto nei mercati finanziari e, in particolare, dell'attività di prestito nell'area dell'euro. Tutte le misure non convenzionali di politica monetaria sono di natura temporanea. Sono inoltre pienamente disponibili tutti gli strumenti necessari a fronteggiare potenziali rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio termine.

Per quanto riguarda l'analisi economica, nel quarto trimestre del 2011 il PIL in termini reali dell'area dell'euro si è ridotto dello 0,3 per cento. In base agli ultimi dati delle indagini congiunturali vi sono segnali di stabilizzazione dell'attività, seppure ancora su un livello modesto. Per il futuro, il Consiglio direttivo si attende che l'area dell'euro registri una graduale ripresa nel corso del 2012. Le prospettive economiche dovrebbero essere sostenute dalla domanda estera, dai tassi di interesse a breve termine molto contenuti nell'area dell'euro e da tutte le misure adottate a sostegno del buon funzionamento del settore finanziario dell'area. Vi è nondimeno l'aspettativa che le tensioni residue 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 continuino a frenare la dinamica di fondo della crescita.

Tale valutazione trova riscontro anche nelle proiezioni macroeconomiche di marzo 2012 formulate per l'area dell'euro dagli esperti della BCE, che indicano una crescita annua del PIL in termini reali compresa tra il -0,5 e lo 0,3 per cento nel 2012 e tra lo 0,0 e il 2,2 per cento nel 2013. Rispetto all'esercizio di dicembre 2011 svolto dagli esperti dell'Eurosistema, gli intervalli sono stati lievemente rivisti verso il basso. Tale scenario resta soggetto a rischi al ribasso, che riguardano in particolare il rinnovato intensificarsi delle tensioni nei mercati del debito dell'area dell'euro e la loro potenziale propagazione all'economia reale dell'area e sono altresì connessi a ulteriori rincari delle materie prime.

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in febbraio l'inflazione sui dodici mesi misurata sul-

lo IAPC si sarebbe collocata al 2,7 per cento nell'area dell'euro, in leggero rialzo rispetto al 2,6 di gennaio. In prospettiva è ora probabile che l'inflazione si collochi oltre il 2 per cento nel 2012, soprattutto per effetto dei recenti rincari dell'energia nonché degli incrementi delle imposte indirette annunciati ultimamente. Sulla base dei prezzi correnti dei contratti future per le materie prime, l'inflazione si dovrebbe riportare al di sotto del 2 per cento agli inizi del 2013. In un orizzonte più ampio, a fronte di una crescita modesta nell'area dell'euro e di aspettative di inflazione saldamente ancorate nel lungo periodo, le pressioni di fondo sui prezzi dovrebbero restare limitate. Le proiezioni macroeconomiche di marzo 2012 formulate per l'area dell'euro dagli esperti della BCE indicano un tasso annuo di inflazione armonizzata compreso tra il 2,1 e il 2,7 per cento nel 2012 e tra lo 0,9 e il 2,3 per cento nel 2013. Rispetto all'esercizio dello scorso dicembre svolto dagli esperti dell'Euro-sistema, gli intervalli sono stati rivisti al rialzo, in particolare quello relativo al 2012.

Le proiezioni sui tassi di inflazione al consumo appaiono ancora soggette a rischi sostanzialmente bilanciati nei prossimi anni. I rischi al rialzo nel breve termine sono principalmente connessi a prezzi del petrolio e incrementi delle imposte indirette superiori alle attese, mentre sussistono rischi al ribasso associati a un'evoluzione economica più debole del previsto.

L'analisi monetaria indica che il ritmo dell'espansione monetaria di fondo resta moderato. In gennaio il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è risultato pari al 2,5 per cento, dopo l'1,5 di dicembre. Anche l'espansione dei prestiti al settore privato rimane contenuta. Tuttavia il tasso di incremento sui dodici mesi (corretto per le cessioni e le cartolarizzazioni dei prestiti) è lievemente aumentato tra dicembre e gennaio, dall'1,2 all'1,5 per cento. In gennaio i tassi di variazione sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) si sono collocati rispettivamente allo 0,8 e al 2,1

per cento. Il volume dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie ha registrato appena una lieve diminuzione in gennaio, dopo il calo pronunciato di dicembre. Per contro, il flusso dei prestiti alle famiglie in gennaio è stato positivo. In seguito ai segnali di miglioramento del contesto finanziario è essenziale che le banche rafforzino ulteriormente la propria capacità di tenuta, anche attraverso l'accantonamento degli utili. La solidità dei bilanci bancari sarà un fattore chiave per agevolare un'adeguata offerta di credito all'economia.

In sintesi, l'analisi economica indica che l'evoluzione dei prezzi dovrebbe restare in linea con la relativa definizione di stabilità nel medio periodo. La verifica incrociata con i segnali dell'analisi monetaria conferma questo quadro.

In prospettiva, per instaurare un contesto favorevole alla crescita sostenibile e promuovere fiducia e competitività, il Consiglio direttivo sottolinea l'urgente necessità di ulteriori progressi da parte dei governi nel ripristinare solide posizioni di bilancio e nell'attuare il programma di riforme strutturali. Per quanto concerne il riequilibrio dei bilanci, molti governi dell'area dell'euro stanno compiendo passi avanti. Resta essenziale procedere in un'azione di risanamento complessiva e onorare tutti gli impegni. Il Semestre europeo 2012 dovrebbe quindi essere sfruttato per assicurare la rigorosa applicazione del meccanismo rafforzato di sorveglianza dei conti pubblici. Altrettanto importanti sono le riforme strutturali nel 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. Su questo fronte sono auspicabili maggiori progressi. Il Consiglio direttivo esprime vivo apprezzamento per la Relazione sul meccanismo di allerta relativo agli squilibri macroeconomici elaborata dalla Commissione europea e si attende che l'esame approfondito proposto per i singoli Stati sostenga attivamente il processo di riforma in atto nei paesi dell'area dell'euro.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

In un contesto di miglioramento delle condizioni nei mercati finanziari, gli indicatori delle indagini congiunturali confermano l'esistenza di ulteriori segnali di stabilizzazione dell'attività economica mondiale. La crescita ha risentito di impedimenti di natura strutturale nelle economie avanzate, ma resta solida in quelle emergenti. L'inflazione è rimasta relativamente contenuta durante gli ultimi mesi nelle economie avanzate e ha mostrato un calo modesto nel periodo recente in quelle emergenti, dove tuttavia permangono pressioni al rialzo.

I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

La crescita del PIL nell'area dell'OCSE è scesa allo 0,1 per cento sul periodo precedente nel quarto trimestre del 2011, dallo 0,6 del terzo, con considerevoli difformità tra gli andamenti dei diversi paesi. Verso la fine del 2011 hanno iniziato a emergere segnali di stabilizzazione dell'attività economica mondiale e le statistiche più recenti indicano una prosecuzione di tale tendenza nel primo trimestre del 2012. Il ritmo di espansione dell'economia su scala internazionale dovrebbe tuttavia essere ancora frenato nel medio periodo da impedimenti strutturali, che sono principalmente connessi a debolezze del mercato del lavoro e di quello immobiliare in alcune delle principali economie avanzate e alla necessità di ulteriori azioni di risanamento dei bilanci nel settore sia pubblico sia privato. A quest'ultimo proposito si rilevano dei progressi nel processo di riequilibrio, ma il livello di indebitamento delle famiglie resta elevato in alcune delle principali economie avanzate.

In un contesto di miglioramento delle condizioni sui mercati finanziari, anche il clima di fiducia delle imprese e dei consumatori ha evidenziato segnali più favorevoli. L'indice mondiale complessivo dei responsabili degli acquisti (PMI) ha continuato a salire e a febbraio era pari a 55,5 (cfr. figura 1). L'evoluzione positiva del quadro economico ha riguardato la generalità dei settori e dei paesi. Inoltre, la componente più prospettica rappresentata dall'indice dei nuovi ordini ha fornito segnali favorevoli riguardo alle prospettive a breve termine per l'economia mondiale. Anche gli indicatori del clima di fiducia dei consumatori sono generalmente migliorati nei diversi paesi. Nelle economie avanzate restano tuttavia inferiori alle medie storiche.

Le statistiche sul commercio internazionale nell'ultimo trimestre del 2011 segnalano una dinamica debole, generalmente in linea con l'andamento modesto dell'economia globale. Secondo i dati del CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, l'interscambio mondiale di beni è aumentato dello 0,3 per cento sul trimestre precedente. La debolezza delle importazioni su scala internazionale ha riflesso in larga misura il forte calo dei flussi verso l'area dell'euro e le altre economie europee a fronte di una tenuta migliore di quelli degli Stati Uniti, del Giappone e dei mercati emergenti. Per quanto concerne le prospettive a breve termine, a gennaio e febbraio 2012 il PMI mondiale relativo ai nuovi ordinativi dall'estero si è collocato al di sopra del valore soglia fra espansione e

Figura 1 PMI manifatturiero mondiale

(indice di diffusione; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Markit.

contrazione dell'economia fissato a 50. Pur restando inferiore alla sua media di lungo periodo, tale indicatore segnala una graduale ripresa di slancio del commercio globale.

In gennaio l'inflazione nell'area dell'OCSE è scesa al 2,8 per cento, dopo avere raggiunto un massimo del 3,3 per cento a settembre 2011, un calo modesto che ha riflesso principalmente la minore crescita dei prezzi dei beni energetici (cfr. figura 2). Il tasso calcolato al netto dei beni alimentari ed energetici è diminuito lievemente, all'1,9 per cento, dal 2,0 di dicembre. Nelle economie avanzate, l'esistenza di un ampio margine di capacità inutilizzata e di aspettative di inflazione ben ancorate ha contribuito a mitigare le pressioni sui prezzi. L'inflazione è scesa anche nei paesi emergenti, dove tuttavia permangono pressioni al rialzo riconducibili al ridotto margine di capacità inutilizzata, alle politiche di indicizzazione salariale e al livello piuttosto contenuto dei tassi di interesse reali. Il tasso di inflazione sui dodici mesi è restato superiore al 6 per cento in Brasile e al 4 per cento in Cina.

STATI UNITI

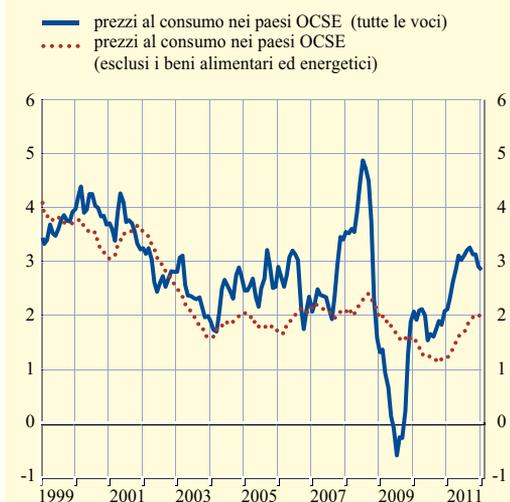
Negli Stati Uniti l'attività economica ha continuato ad acquisire gradualmente slancio nel quarto trimestre del 2011, dopo la lenta dinamica della prima metà dell'anno (cfr. figura 3). La seconda stima del Bureau of Economic Analysis segnala che nel quarto trimestre del 2011 la crescita del PIL in termini reali è salita al 3,0 per cento in ragione d'anno (0,7 sul periodo precedente), dall'1,8 del terzo trimestre. 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 e la spesa pubblica hanno fornito un contributo negativo. La crescita del reddito personale disponibile in termini reali si è rafforzata nella seconda metà del 2011, ma è rimasta comunque inferiore a quella dei consumi privati reali.

Per quanto concerne i prezzi, l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è scesa al 2,9 per cento a gennaio 2012, dal 3,0 del mese precedente e dal 3,9 del massimo di settembre 2011. Al calo ha contribuito la minore dinamica dei prezzi dei beni sia alimentari sia energetici. Il tasso calcolato al netto di queste due componenti è stato tuttavia più persistente e in gennaio era pari al 2,3 per cento, rispetto al 2,2 di dicembre. L'hanno sorretto negli ultimi mesi i rincari delle prestazioni sanitarie, dei servizi ricreativi, dell'istruzione e delle comunicazioni nonostante la moderazione del costo dei trasporti e degli alloggi.

Si prevede in prospettiva che nel 2012 la ripresa proceda a ritmi superiori alle attese precedenti, poiché i dati mensili più recenti sono risultati in larga parte migliori del previsto e segnalano una perdurante espansione economica nel primo trimestre dell'anno. I dati sull'occupazione dipendente nel settore non agricolo sono stati più positivi di quanto ci si attendesse in gennaio e hanno evidenziato una crescita generalizzata nel settore privato, comprese le costruzioni. Inoltre le richieste di sussidi di disoccupazione hanno continuato a scendere in febbraio, il che segnala una migliore

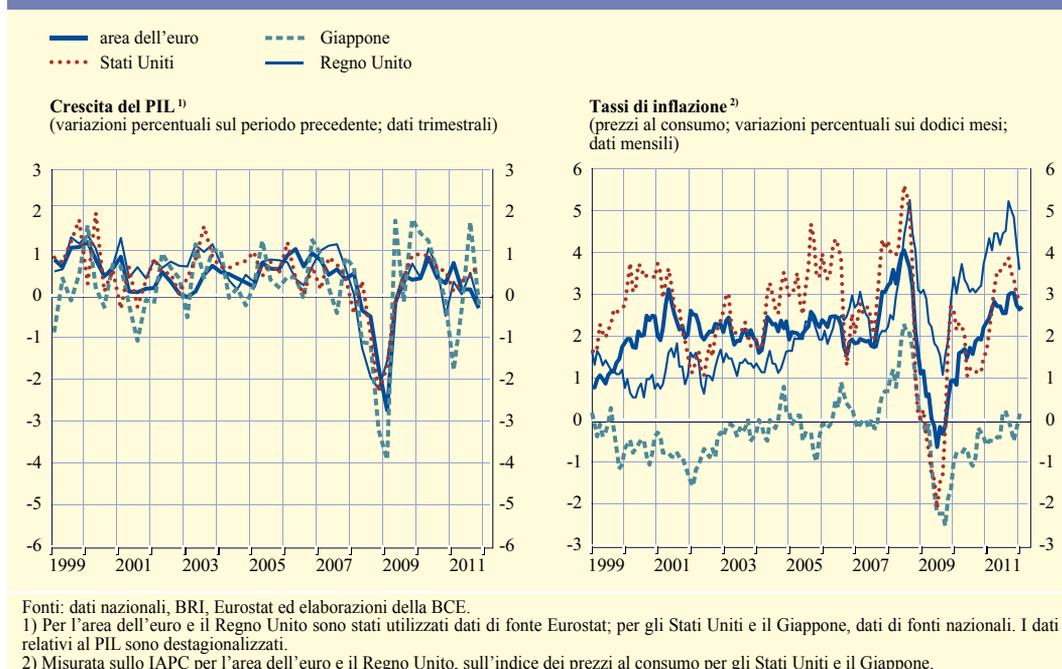
Figura 2 Andamenti dei prezzi internazionali

(dati mensili; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: OCSE.

Figura 3 | principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



tenuta del mercato del lavoro nel primo trimestre. Diversi indicatori del mercato delle abitazioni sembrano indicare un rafforzamento di quest'ultimo dopo il crollo subito durante la recessione. A febbraio 2012 il Congresso statunitense ha approvato un disegno di legge sostenuto da entrambi gli schieramenti politici che prevede un piano da 150 miliardi di dollari volto a prorogare fino alla fine del 2012 gli sgravi di imposta sui salari dei lavoratori dipendenti e la maggiore durata dei sussidi di disoccupazione. Tale piano dovrebbe sorreggere i consumi privati nell'anno in corso, ma il suo ritiro agirà in senso negativo nel 2013. Con riferimento ai prezzi, nelle ultime settimane sono stati registrati nuovi rincari delle materie prime ma l'eccesso di offerta nel mercato del lavoro e in quello dei beni e servizi dovrebbe limitare le spinte al rialzo e contribuire a una riduzione dell'inflazione generale nel 2012.

Il 25 gennaio 2012 il Federal Open Market Committee (FOMC) ha dichiarato che, nonostante il lieve indebolimento della crescita mondiale, gli indicatori recenti segnalano un'espansione moderata dell'economia e un 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 che le condizioni economiche dovrebbero verosimilmente giustificare valori eccezionalmente bassi del tasso almeno fino alla fine del 2014.

GIAPPONE

In Giappone le ultime statistiche disponibili confermano la relativa debolezza dell'attività economica alla fine del 2011, dopo la ripresa del terzo trimestre. La seconda stima preliminare del Cabinet Office segnala che nel quarto trimestre il PIL in termini reali è diminuito dello 0,2 per cento sul periodo precedente, dopo essere salito dell'1,7 per cento nel terzo. Tale andamento va ricondotto in larga misura al contributo negativo derivante dalle esportazioni nette e delle scorte del settore privato. L'indebolimento della domanda estera, il perdurante vigore dello yen e le turbative lungo la catena produttiva connesse alle alluvioni in Thailandia hanno contribuito alla brusca caduta delle

esportazioni giapponesi di beni e servizi, mentre le importazioni di beni e servizi hanno continuato a espandersi. Gli investimenti pubblici hanno subito un calo inatteso per il secondo trimestre consecutivo, a indicare un lieve ritardo nell'attuazione dei piani per la ricostruzione. Gli investimenti delle imprese hanno invece registrato un aumento significativo nell'ultimo trimestre del 2011, mentre i consumi privati hanno fatto segnare un'espansione più moderata. I consumi privati sono tuttavia rimasti sostanzialmente invariati. Ciò ha comportato nell'insieme un calo del PIL in termini reali sul periodo corrispondente pari allo 0,7 per cento nel 2011 (contro una crescita del 4,4 nel 2010), riconducibile in larga misura al contributo negativo delle esportazioni nette. L'aumento delle importazioni di beni energetici e la minore dinamica delle esportazioni hanno fatto riemergere un disavanzo commerciale nel 2011. In prospettiva, l'attività economica dovrebbe tornare a crescere moderatamente nel 2012 come conseguenza soprattutto della spesa connessa alla ricostruzione.

Per quanto concerne i prezzi, in gennaio l'inflazione generale sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita allo 0,1 per cento (da -0,2 per cento del mese precedente) per motivi in parte riconducibili ai rincari dei beni alimentari. Il tasso calcolato al netto degli alimentari freschi è rimasto invariato a -0,1 per cento, mentre quello ottenuto escludendo i beni alimentari ed energetici ha registrato un calo (-0,8 per cento) inferiore rispetto a dicembre 2011 (-1,1 per cento). Nella riunione di politica monetaria più recente, tenutasi il 14 febbraio 2012, 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 0 e 0,1 per cento e ha annunciato l'intenzione di aumentare di 10.000 miliardi di yen il suo programma di acquisto di attività attraverso maggiori acquisti di titoli di Stato giapponesi. Ha infine deciso anche di introdurre un obiettivo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo, che (per il momento) è stato fissato all'1 per cento di variazione annuale dell'IPC.

REGNO UNITO

Nel Regno Unito l'attività economica sembra in via di rafforzamento. Nel quarto trimestre del 2011 il PIL in termini reali è diminuito dello 0,2 per cento sul periodo precedente, ma i dati mensili da novembre sono generalmente più favorevoli. La produzione industriale e il volume delle vendite al dettaglio, oltre che gran parte degli indicatori del clima di fiducia delle imprese e delle famiglie, segnalano un miglioramento dell'economia nel primo trimestre del 2012. La situazione nel mercato del lavoro è rimasta debole in presenza di alcuni segnali di stabilizzazione, mentre i principali aggregati monetari e creditizi si sono ridotti di circa il 2-3 per cento sul periodo corrispondente nei mesi di dicembre e gennaio. Si prevede che le condizioni di credito restrittive, il processo di aggiustamento dei bilanci delle famiglie e il sostanziale inasprimento fiscale continuano 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 scendere, per il graduale venir meno di determinati fattori temporanei (i precedenti rincari delle materie prime e l'incremento dell'aliquota IVA a decorrere da gennaio 2011), ma resta relativamente elevata. In gennaio il tasso complessivo è sceso al 3,6 per cento (dal 4,2 di dicembre) e quello calcolato al netto dei beni energetici e dei prodotti alimentari non trasformati si è ridotto di 0,5 punti percentuali, al 2,9 per cento. Nel breve periodo è probabile che l'inflazione continui a scendere, mentre a più lungo termine l'esistenza di un ampio margine di capacità inutilizzata e la ripresa stagnante dell'attività economica dovrebbero contribuire ad attenuare le spinte inflazionistiche. Il 9 febbraio 2012 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 di 50 miliardi di sterline – a 325 miliardi – lo stock previsto dal programma di acquisto di titoli finanziato con l'emissione di riserve della banca centrale.

ALTRI STATI MEMBRI DELL'UE

Negli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro la crescita economica aggregata dovrebbe mantenersi relativamente modesta nel breve periodo e alcuni paesi rischiano di andare in recessione. Tuttavia, in diversi casi sono stati registrati tassi di espansione del PIL ancora elevati nel terzo trimestre del 2011.

In Danimarca e Svezia le prospettive economiche si sono moderate. Nel quarto trimestre, tuttavia, la dinamica della crescita economica e in particolare del commercio estero è stata molto diversa nei due paesi. In Danimarca il vigore delle esportazioni e dei consumi delle famiglie ha contribuito a un aumento del PIL in termini reali pari allo 0,2 per cento sul periodo precedente, mentre in Svezia il prodotto in termini reali è diminuito dell'1,1 per cento per la debolezza delle esportazioni. A gennaio 2012 l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è stata pari al 2,8 per cento in Danimarca e allo 0,7 per cento in Svezia.

Nei principali paesi dell'Europa centrale e orientale (PECO) la ripresa ha perso slancio. Le prospettive di crescita si sono deteriorate come conseguenza di un indebolimento della domanda estera, oltre che del calo della domanda interna. Ciò riflette in parte le esigenze di riduzione del grado di leva nel settore finanziario dell'UE, che eserciteranno verosimilmente degli effetti negativi sull'espansione del credito e le condizioni di finanziamento esterno in molti PECO. Nel quarto trimestre del 2011 il PIL in termini reali ha registrato un calo sul periodo precedente rispettivamente pari allo 0,2 e 0,3 per cento in Romania e Repubblica Ceca, mentre è aumentato dello 0,3 per cento in Ungheria (riflettendo principalmente fattori temporanei) e ha continuato a evidenziare una crescita relativamente vigorosa, pari all'1,1 per cento sul periodo precedente, in Polonia. Nell'insieme, gli indicatori delle indagini congiunturali segnalano un indebolimento del clima di fiducia delle imprese e dei consumatori in questi paesi.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC ha continuato a scendere in Polonia e Romania (al 4,1 e 2,8 per cento, rispettivamente, in gennaio), rispecchiando in parte effetti base favorevoli connessi ai prezzi dei beni energetici. È invece salita considerevolmente in Ungheria e nella Repubblica Ceca (rispettivamente al 5,6 e 3,8 per cento), riflettendo in larga parte l'aumento delle imposte indirette e dei prezzi amministrati.

Nelle economie più piccole dell'Europa centrale e orientale l'attività economica ha continuato a recuperare, ma le prospettive si sono deteriorate per motivi principalmente riconducibili all'indebolimento del contesto esterno. La crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente è scesa allo 0,8 e 1,0 per cento, rispettivamente, in Lettonia e Lituania nel quarto trimestre del 2011. Gli indicatori delle indagini congiunturali segnalano un peggioramento del clima di fiducia in Lituania e una maggiore tenuta in Bulgaria e Lettonia. Nei paesi baltici la disoccupazione è rimasta elevata nonostante alcuni segnali di miglioramento. In gennaio l'inflazione ha continuato a scendere, al 3,4 per cento sia in Lettonia sia in Lituania e all'1,9 per cento in Bulgaria.

ALTRI PAESI EUROPEI

In Turchia l'attività economica è rimasta vivace e il PIL in termini reali è aumentato dell'8,2 per cento sul periodo corrispondente nel terzo trimestre del 2011. Le statistiche relative a quel trimestre segnalano un moderato aggiustamento fra le componenti della crescita a scapito della domanda interna e a favore delle esportazioni nette, che hanno fornito un contributo positivo per la prima volta in due anni. L'inflazione sui dodici mesi ha continuato ad aumentare e in febbraio ha raggiunto il 10,4 per cento. Tale andamento va ricondotto alla trasmissione del deprezzamento della lira turca nel 2011, all'aumento dei prezzi dei prodotti alimentari non trasformati e delle imposte sui tabacchi.



La banca centrale mantiene invariato il tasso di riferimento principale da agosto 2011 ed è intervenuta nel mercato valutario per contenere le spinte al ribasso sulla moneta nazionale. Si prevede in prospettiva che le condizioni finanziarie esterne più restrittive e la domanda più debole dell'area dell'euro moderino la crescita del PIL nel corso del 2012.

In Russia la stima annua preliminare colloca la crescita del PIL in termini reali al 4,3 per cento nel 2011, invariata rispetto al dato corretto per il 2010. Il contributo principale è stato fornito dalla domanda interna. La produzione industriale ha continuato a espandersi moderatamente agli inizi dell'anno e in gennaio è salita del 3,8 per cento sui dodici mesi. La posticipazione dell'aumento dei prezzi amministrati dal consueto mese di gennaio alla metà dell'anno costituisce uno degli elementi che hanno contribuito al consistente calo dell'inflazione sui dodici mesi, al 3,8 per cento in febbraio (dal 4,2 di gennaio), il livello più basso dalla transizione. Alla fine del 2011 la banca centrale russa ha innalzato di 25 punti base (al 4 per cento) il tasso di interesse sui depositi e abbassato della stessa misura (all'8 per cento) quello sulle operazioni di rifinanziamento principali, riducendo ulteriormente il corridoio dei tassi ufficiali di riferimento per limitare la volatilità dei tassi nel mercato interbancario. Ha inoltre adottato altri provvedimenti volti ad accrescere la flessibilità del cambio. È in prospettiva probabile che i prezzi delle materie prime continuino a sostenere l'attività economica, mantenendo la crescita del PIL su livelli prossimi a quelli dello scorso anno.

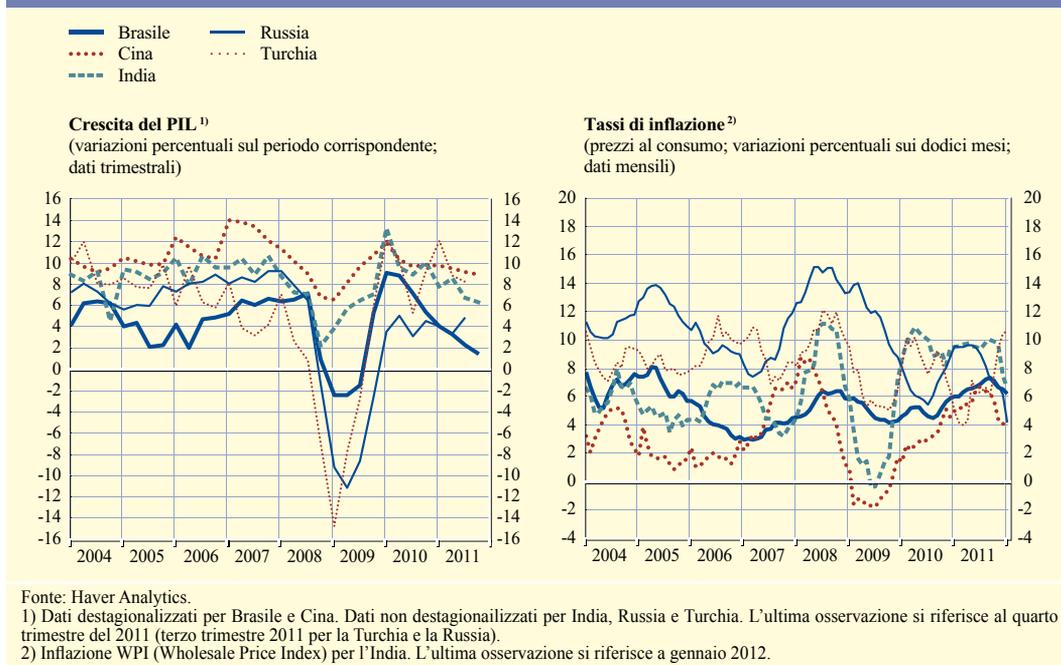
PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Nei paesi emergenti dell'Asia la crescita economica ha evidenziato una buona tenuta nel quarto trimestre del 2011, nonostante il peggioramento delle condizioni economiche mondiali. Le esportazioni hanno rallentato notevolmente nell'ultimo trimestre del 2011, in parte a causa del calo della domanda globale, mentre gli investimenti sono rimasti deboli come conseguenza della maggiore volatilità dei flussi di capitale e degli effetti ritardati di un inasprimento delle politiche monetarie interne. I consumi privati sono invece rimasti sostenuti. L'inflazione sui dodici mesi si è moderata ulteriormente nell'ultimo trimestre in quanto i prezzi delle principali materie prime, e in particolare delle derrate alimentari, hanno continuato a evidenziare un andamento calante. Alla luce di un'attenuazione delle spinte inflazionistiche e dei rischi al ribasso per le prospettive economiche, alcune banche centrali della regione hanno adottato misure di politica monetaria accomodanti.

In Cina il tasso di crescita dell'economia ha continuato a rallentare negli ultimi mesi. L'indebolimento della domanda estera ha fatto scendere la crescita delle esportazioni al 13 per cento sul periodo corrispondente alla fine del 2011. Gli squilibri esterni si sono ridotti e l'avanzo del conto corrente è sceso al 2,7 per cento del PIL nel 2011, dal 5,1 del 2010. Le riserve ufficiali sono rimaste molto elevate, ma hanno registrato un lieve calo nell'ultimo trimestre e alla fine del 2011 erano pari a 3.200 miliardi di dollari statunitensi. La domanda interna ha finora continuato a dar prova di una buona tenuta di fronte agli shock esterni. Il settore immobiliare evidenzia un raffreddamento solo graduale, poiché l'attività nel settore delle costruzioni è ancora sostenuta dai programmi pubblici di realizzazione di case popolari. Le spinte inflazionistiche si sono notevolmente allentate dalla metà del 2011, per l'indebolimento dell'attività economica e la precedente stabilizzazione dei prezzi delle materie prime a livello internazionale. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita al 4,5 per cento a gennaio 2012, dal 4,1 del mese precedente, ma l'aumento va ricondotto in larga misura ai temporanei rincari dei prezzi dei beni alimentari durante le celebrazioni per il nuovo anno cinese. Sullo sfondo dei minori rischi di surriscaldamento, la banca centrale della Repubblica popolare cinese ha ridotto a febbraio 2012 l'aliquota di riserva di 50 punti base, a una media del 20 per cento.

In India la crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è scesa al 6,3 per cento nel quarto trimestre del 2011, dal 6,7 del terzo, principalmente a causa della minore espansione degli in-

Figura 4 Principali andamenti delle maggiori economie emergenti



vestimenti e delle esportazioni. L'inflazione sui dodici mesi dei prezzi all'ingrosso – utilizzata come misura preferenziale dell'inflazione dalla Reserve Bank of India – è scesa al 7,5 per cento a dicembre 2011 e al 6,6 a gennaio 2012, per i rincari contenuti dei prodotti manifatturieri e delle materie prime. La Reserve Bank of India ha di conseguenza ridotto di 50 punti base l'aliquota di riserva in gennaio, mentre ha mantenuto invariato all'8,5 per cento il suo tasso di interesse di riferimento.

Nella Corea del Sud il tasso di incremento del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è diminuito lievemente nel quarto trimestre del 2011, al 3,4 per cento, dal 3,5 del terzo. I consumi privati hanno fornito un contributo inferiore rispetto al trimestre precedente, mentre il ritmo di espansione degli investimenti è salito al 3,0 per cento sul periodo corrispondente. In febbraio l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa al 3,0 per cento, dal 4,2 di dicembre 2011, collocandosi pertanto all'interno dell'intervallo obiettivo del 2-4 per cento fissato dalla banca centrale coreana. Quest'ultima ha mantenuto il tasso di riferimento al 3,25 per cento, invariato da giugno 2011.

Tra i paesi appartenenti all'ASEAN-5 (Filippine, Indonesia, Malesia, Singapore e Thailandia), l'Indonesia ha continuato a registrare tassi di crescita elevati (6,5 per cento sul periodo corrispondente nel quarto trimestre del 2011) grazie al contributo degli investimenti e dei consumi privati. In Malesia il PIL ha accelerato nel quarto trimestre, soprattutto grazie al vigore della domanda interna, mentre a Singapore ha rallentato per l'indebolimento dell'attività manifatturiera, in particolare nel settore biomedico. La Thailandia è stata colpita dalle inondazioni più gravi in oltre 50 anni, con effetti significativamente negativi sulla crescita: nel quarto trimestre del 2011 il PIL in termini reali è diminuito del 9,0 per cento sul periodo corrispondente.

Si prevede in prospettiva che l'economia nei paesi emergenti dell'Asia continui a evidenziare una buona tenuta, poiché la debole domanda estera dovrebbe essere compensata dal relativo vigore dei consumi privati. Le spinte inflazionistiche dovrebbero verosimilmente continuare ad attenuarsi per

i minori rischi di surriscaldamento. I principali rischi al ribasso per la crescita risiedono in maggiori effetti di propagazione degli andamenti nelle maggiori economie avanzate e in un rapido riassorbimento degli squilibri in alcuni settori della regione.

MEDIO ORIENTE E AFRICA

Nel quarto trimestre del 2011 i paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente e dell'Africa hanno continuato a beneficiare del livello elevato dei corsi petroliferi e della tenuta della domanda, soprattutto dei paesi emergenti. L'inflazione al consumo si è mantenuta sostanzialmente stabile rispetto al precedente periodo di tre mesi.

In Arabia Saudita la produzione di greggio è rimasta su livelli elevati nel quarto trimestre, mentre l'offerta libica veniva rapidamente ripristinata. Benché esistano indicazioni di un indebolimento della spesa per consumi al venir meno dell'impatto esercitato dalla gratifica concessa ai dipendenti pubblici, l'attività interna resta nell'insieme vigorosa. Nel quarto trimestre l'inflazione al consumo sui dodici mesi è salita al 5,2 per cento, dal 5,0 del terzo, principalmente a causa di fattori interni.

L'instabilità politica e i problemi di sicurezza continuano a ostacolare la crescita economica in diversi paesi importatori di petrolio che si trovano in Medio Oriente e in Nord Africa. In gran parte di queste economie le elevate pressioni inflazionistiche si sono allentate verso la fine del 2011. Guardando al futuro, il rallentamento della domanda estera dovrebbe esercitare un impatto negativo sulle prospettive economiche sia del Medio Oriente sia dell'Africa, soprattutto attraverso il canale commerciale. Al tempo stesso i prezzi delle materie prime dovrebbero continuare a sorreggere la crescita dei paesi esportatori di materie prime della regione.

AMERICA LATINA

In America latina la crescita ha continuato a moderarsi nella maggioranza dei paesi nel quarto trimestre del 2011, per motivi riconducibili in larga parte agli effetti ritardati dell'inasprimento delle politiche interne e al peggioramento delle condizioni esterne. Al tempo stesso le spinte inflazionistiche si sono allentate in gran parte della regione, pur mantenendosi piuttosto elevate.

In Brasile l'economia ha registrato un raffreddamento nella seconda metà del 2011. Ciò vale in particolare per il settore manifatturiero, in presenza di una contrazione media della produzione industriale pari all'1,7 per cento nell'ultimo trimestre dell'anno. Nonostante i chiari segnali di rallentamento economico, le spinte inflazionistiche rimangono elevate e nel quarto trimestre l'inflazione sui dodici mesi è stata pari al 6,7 per cento. In Argentina gli indicatori dell'attività economica hanno anch'essi evidenziato segnali sempre più forti di indebolimento dopo la crescita straordinariamente vigorosa degli ultimi due anni. Il tasso di incremento della produzione industriale sul periodo corrispondente è sceso al 3,2 per cento nel quarto trimestre (dall'8,0 e 5,8 per cento, rispettivamente, nel secondo e nel terzo). Al tempo stesso l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è rimasta prossima a livelli a due cifre. In Messico l'economia ha continuato a evidenziare una certa tenuta: la crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è salita al 4,7 per cento nel quarto trimestre, dal 3,2 del terzo. L'hanno sorretta la domanda estera degli Stati Uniti e l'esposizione limitata del sistema finanziario interno ai rischi mondiali. L'inflazione al consumo sui dodici mesi è stata mediamente pari al 3,5 per cento nel quarto trimestre, lievemente superiore ai livelli raggiunti nei trimestri precedenti.

In prospettiva, la crescita dovrebbe essere favorita dal miglioramento del contesto mondiale e dagli effetti ritardati derivanti dall'orientamento più accomodante delle politiche. Si prevede che la domanda interna continui a fornire il contributo principale all'espansione del prodotto e che le esportazioni traggano beneficio dal vigore della domanda proveniente dalle altre economie di mercato emergenti.

1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

I corsi petroliferi sono aumentati nettamente a gennaio e febbraio 2012, invertendo l'andamento discendente osservato per tutta la seconda metà del 2011 (cfr. figura 5). Il 7 marzo il greggio di qualità Brent veniva quotato a 122,7 dollari per barile, un livello superiore del 32 per cento rispetto agli inizi del 2011 e del 14 per cento nel confronto con i primi del 2012. In prospettiva, gli operatori si attendono prezzi inferiori nel medio periodo, viste le quotazioni dei contratti *future* con scadenza a dicembre 2013 che si collocano a 111 dollari per barile.

Negli ultimi due mesi le quotazioni petrolifere sono state sorrette dall'effetto congiunto dei timori dal lato dell'offerta, dell'insolita ondata di freddo nell'Europa settentrionale agli inizi di febbraio e del migliorato contesto macroeconomico. La rapida intensificazione delle tensioni tra l'Iran e i paesi occidentali (con l'accordo per un embargo dell'UE sulle importazioni di greggio dall'Iran e le minacce di rappresaglia da parte di quest'ultimo) ha in particolare sospinto i prezzi verso l'alto dalla fine di dicembre. Per quanto concerne i fondamentali, se da un lato l'Agenzia internazionale per l'energia ha non solo rivisto ripetutamente al ribasso le statistiche relative alla domanda effettiva e prevista nel 2011 e 2012 ma anche corretto al rialzo i dati sull'offerta, i livelli delle scorte all'interno dell'OCSE restano ben inferiori alla media storica di cinque anni. Assieme ai timori di gravi perturbazioni nelle forniture iraniane, questo alimenterà verosimilmente le spinte al rialzo sui prezzi.

I prezzi delle materie prime non energetiche sono anch'essi aumentati negli ultimi due mesi, riassorbendo in parte il forte calo osservato da settembre 2011. Come per il petrolio, i rincari recenti sono in parte riconducibili al generale miglioramento del clima di mercato. Inoltre, il vigore delle importazioni delle economie emergenti ha sorretto ulteriormente le quotazioni dei metalli a gennaio 2012 e la siccità – soprattutto in Sud America – ha fatto salire quelle delle granaglie e della soia. Ai primi di marzo l'indice aggregato dei prezzi (in dollari statunitensi) delle materie prime non energetiche era inferiore del 9 per cento rispetto agli inizi del 2011 e superiore del 7 per cento nel confronto con i primi del 2012.

1.3 TASSI DI CAMBIO

IL TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Dalla fine di novembre 2011 l'euro si è generalmente deprezzato in un contesto di volatilità calante. Il 7 marzo 2012 il tasso di cambio effettivo nominale della moneta unica – misurato rispetto alle divise dei 20 più importanti partner commerciali dell'area – si collocava su un livello inferiore del 2,5 per cento a quello di fine novembre e di circa il 3,7 per cento alla media del 2011 (cfr. tavola 1 e figura 6).

Gli andamenti del tasso di cambio dell'euro dalla fine di novembre 2011 sono rimasti in larga misura connessi al mutare della percezione degli operatori circa le prospettive economiche e di bilancio dei

Figura 5 Principali andamenti dei mercati delle materie prime

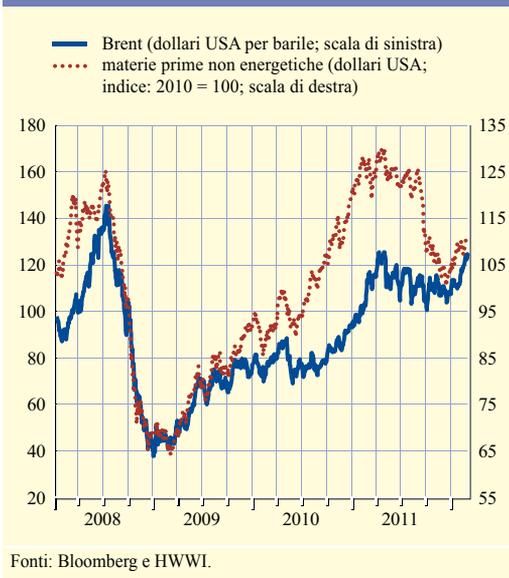


Tavola I Andamenti dei tassi di cambio dell'euro¹⁾

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

	peso nel TCE-20	tasso di cambio al 7 marzo 2012	apprezzamento (+)/deprezzamento (-) dell'euro al 7 marzo 2012		
			da:		rispetto a:
			30 novembre 2011	3 gennaio 2011	media del 2011
Dollaro statunitense	19,4	1,312	-2,2	-1,7	-5,7
Sterlina britannica	17,8	0,835	-2,4	-3,1	-3,8
Renminbi cinese	13,6	8,286	-3,2	-5,8	-7,9
Yen giapponese	8,3	106,0	1,9	-2,5	-4,5
Franco svizzero	6,4	1,205	-1,7	-3,3	-2,2
Zloty polacco	4,9	4,164	-7,6	5,2	1,1
Corona svedese	4,9	8,924	-2,4	-0,1	-1,2
Corona ceca	4,1	24,87	-1,8	-0,9	1,1
Won sudcoreano	3,9	1,477	-3,5	-1,6	-4,2
Fiorino ungherese	3,1	296,3	-3,7	6,4	6,1
TCEN ²⁾		99,5	-2,5	-2,0	-3,7

Fonte: BCE.

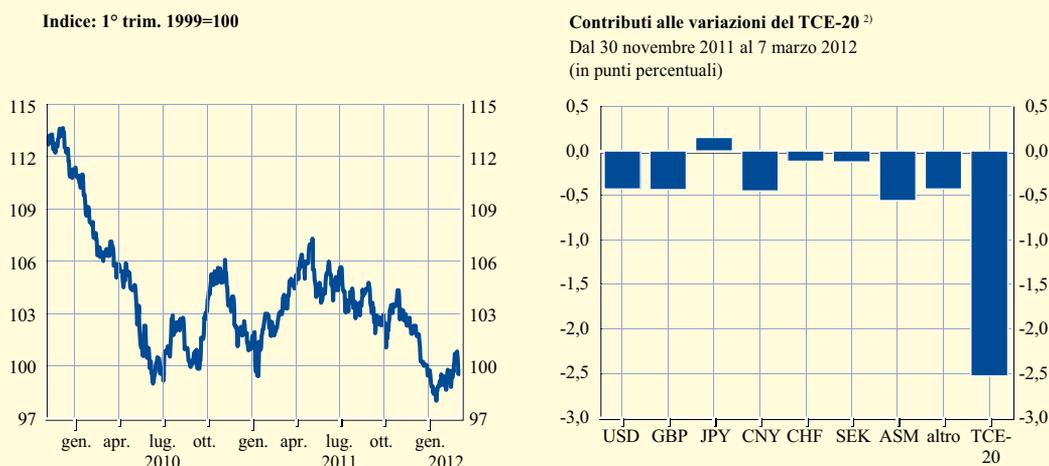
1) Tassi di cambio bilaterali in ordine decrescente calcolati utilizzando i pesi basati sull'interscambio commerciale relativi a ciascun paese nell'indice TCE-20.

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

paesi dell'area dell'euro in relazione a quelle delle altre principali economie, oltre che all'evoluzione dei differenziali di rendimento attesi tra l'area e le altre economie avanzate. Tra la fine di dicembre 2011 e la metà di gennaio 2012 il deprezzamento del tasso di cambio effettivo nominale dell'euro ha continuato a riflettere i perduranti timori circa le prospettive di bilancio di alcuni paesi appartenenti all'area. Questa tendenza ha iniziato a invertirsi in presenza di un miglioramento del clima di fiducia nei mercati finanziari a metà gennaio. Di conseguenza, tra la metà di gennaio e i primi di marzo la

Figura 6 Tasso di cambio effettivo dell'euro (TCE-20) e sue componenti¹⁾

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

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

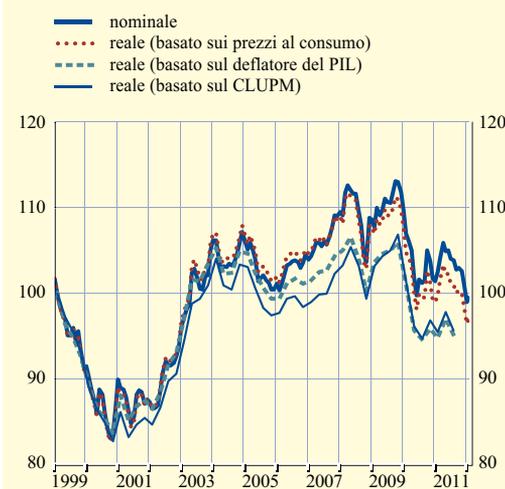
2) I contributi alle variazioni del TCE-20 sono riportati singolarmente per le valute dei sei principali partner commerciali dell'area dell'euro. La categoria "Altri Stati membri (ASM)" si riferisce al contributo aggregato delle valute degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (eccetto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

moneta unica si è sensibilmente apprezzata – soprattutto nei confronti del dollaro statunitense e dello yen giapponese – mentre si è deprezzata principalmente sulle altre valute europee.

Per quanto riguarda gli indicatori di competitività internazionale di prezzo e di costo dell'area dell'euro, a febbraio 2012 il tasso di cambio effettivo reale della moneta unica basato sui prezzi al consumo (e misurato rispetto alle divise dei 20 più importanti partner commerciali dell'area) era inferiore del 3,6 per cento alla media del 2011 (cfr. figura 7). Ciò ha riflesso in larga parte il deprezzamento nominale dell'euro, mentre l'inflazione al consumo nell'area si è mantenuta in linea con quella dei suoi principali partner commerciali. Alla luce del processo di integrazione economica mondiale e delle variazioni nel profilo del commercio dell'area dell'euro, il riquadro 1 analizza le nuove ponderazioni basate sull'interscambio commerciale impiegate nel calcolo del tasso di cambio effettivo dell'euro.

Figura 7 Tasso di cambio effettivo dell'euro nominale e reale (TCE-20)¹⁾

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



Fonte: BCE.

1) Un aumento dell'indice TCE-20 rappresenta un apprezzamento dell'euro. Le ultime osservazioni relative ai dati mensili si riferiscono a febbraio 2012. Per i TCE-20 reali basati sul deflatore del PIL e sul CLUPM, l'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre del 2011 ed è parzialmente basata su stime.

Riquadro 1

I TASSI DI CAMBIO EFFETTIVI DELL'EURO: AGGIORNAMENTO DELLE PONDERAZIONI BASATE SULL'INTERSCAMBIO COMMERCIALE ALLA LUCE DELL'INTEGRAZIONE ECONOMICA MONDIALE

Negli ultimi anni la composizione geografica del commercio dell'area dell'euro ha subito modifiche significative, che hanno altresì trovato riflesso nelle ponderazioni basate sull'interscambio commerciale impiegate dalla BCE per il calcolo dei tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro. In particolare, l'importanza sempre maggiore dei paesi emergenti e il processo di costante e progressiva integrazione economica in Europa influiscono in misura crescente sui legami commerciali dell'area. Questo riquadro riassume tali andamenti nel contesto del recente aggiornamento delle suddette ponderazioni.

Le ponderazioni basate sull'interscambio commerciale sono riviste e aggiornate ogni tre anni per descrivere accuratamente la struttura degli scambi. A causa dei limiti nella disponibilità dei dati, il calcolo viene effettuato con un certo ritardo temporale: l'aggiornamento più recente, di gennaio 2012, si basa sui valori relativi al periodo 2007-09¹⁾.

I TCE nominali sono costruiti applicando le ponderazioni basate sull'interscambio ai tassi di cambio nominali bilaterali dell'euro con le valute di determinati partner commerciali, mentre quelli reali

1) I pesi sono calcolati in base ai dati sull'interscambio bilaterale di manufatti – come da definizione contenuta nelle sezioni da 5 a 8 della Classificazione tipo per il commercio internazionale (CTCI) – per i periodi 1995-97, 1998-2000, 2001-03, 2004-06 e 2007-09. Il commercio di manufatti è stato scelto come base per il calcolo delle ponderazioni poiché reagisce di norma in misura maggiore agli andamenti della competitività.

si ottengono dagli indici nominali corretti per la differenza fra gli andamenti dei prezzi e dei costi nell'area dell'euro e nei suoi partner commerciali²⁾. Le ponderazioni vengono calcolate a partire da statistiche riguardanti sia le importazioni sia le esportazioni, al netto degli scambi interni all'area. Il peso utilizzato per le importazioni si esprime come quota semplice di ciascun partner commerciale sul totale delle importazioni dell'area. Per le esportazioni si impiega invece il metodo della doppia ponderazione con il quale si tiene conto degli "effetti dei mercati terzi", ossia della concorrenza cui gli esportatori dell'area dell'euro sono esposti nei mercati esteri ad opera dei produttori interni e degli esportatori dei paesi terzi. Il peso complessivo di ciascun paese partner viene ottenuto calcolando la media ponderata dei pesi attribuiti alle esportazioni e alle importazioni³⁾.

La tavola presenta, per tutti i periodi disponibili, le ponderazioni basate sull'interscambio di ciascuno dei paesi inclusi nel gruppo ampio, denominato "TCE-40", elencandoli in ordine di ponderazione media per l'insieme dei periodi⁴⁾. Le economie avanzate continuano a rappresentare una quota consistente del commercio dell'area dell'euro, anche se quelle più grandi hanno visto diminuire nel tempo il loro peso. La ponderazione più elevata tra il 1995 e il 2009, è relativa a Stati Uniti e Regno Unito, che insieme rappresentano quasi un terzo del paniere dei TCE-40. Tali paesi sono stati anche, assieme al Giappone, i principali partner dell'area dell'euro nel 1995-2000. La loro quota complessiva, che in tale periodo si è collocata in media attorno al 45 per cento del totale, è tuttavia scesa a circa il 30 per cento nel 2007-09.

L'incidenza decrescente delle principali economie avanzate nel paniere TCE-40 non è dovuta a una flessione degli scambi con l'area dell'euro. Riflette piuttosto la sempre maggiore importanza di altre regioni, in particolare dei paesi emergenti, nell'economia mondiale. Di conseguenza, tra il 1995-1997 e il 2007-2009 il peso complessivo delle economie emergenti dell'Asia all'interno del TCE-40 è salito da meno del 19 a oltre il 27 per cento. L'aumento va ricondotto in larga parte alla sostanziale crescita della componente relativa alla Cina, che nel periodo 2007-09 è diventata il principale paese partner dell'area. Come appare evidente dalla figura A, in cui viene presentata l'evoluzione dei pesi basati sull'interscambio commerciale attribuiti alle principali regioni dell'economia mondiale e ad alcuni dei più importanti paesi partner dell'area, la quota delle altre economie emergenti dell'Asia è rimasta sostanzialmente invariata nel tempo.

Il gruppo storicamente più rilevante di partner commerciali in termini di peso complessivo nel TCE-40 è rappresentato dalle "Altre economie europee"⁵⁾: la loro ponderazione è aumentata costantemente tra il 1995-97 e il 2007-09, passando da poco più del 25 a oltre il 30 per cento, di riflesso alla prossimità geografica e alla crescente integrazione di tali economie in Europa. Di

- 1) I pesi sono calcolati in base ai dati sull'interscambio bilaterale di manufatti – come da definizione contenuta nelle sezioni da 5 a 8 della Classificazione tipo per il commercio internazionale (CTCI) – per i periodi 1995-97, 1998-2000, 2001-03, 2004-06 e 2007-09. Il commercio di manufatti è stato scelto come base per il calcolo delle ponderazioni poiché reagisce di norma in misura maggiore agli andamenti della competitività.
- 2) I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del PIL e i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera e nel totale dell'economia.
- 3) Cfr. Buldorini, L., Makrydakis, S. e Thimann, C., *The effective exchange rates of the euro*, Occasional Paper della BCE, n. 2, 2002.
- 4) La BCE pubblica i TCE nominali e reali dell'euro con riferimento a tre gruppi di partner commerciali dell'area: il TCE-12 include Australia, Canada, Corea del sud, Danimarca, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Singapore, Svezia, Svizzera, Regno Unito e Stati Uniti; il TCE-20 è composto dai precedenti 12 più la Cina e i sette Stati membri dell'UE non appartenenti all'area e non compresi nel TCE-12; il TCE-40 è costituito dai paesi inclusi nel TCE-20 più altri 20 partner rilevanti (per l'elenco completo, cfr. la tavola). Le ponderazioni basate sull'interscambio sono calcolate per il gruppo TCE-40. I pesi per i gruppi TCE-12 e TCE-20 sono ottenuti riscalando quelli delle relative economie in modo tale che la somma sia pari a 100.
- 5) In questo riquadro le "Altre economie europee" includono Croazia, Islanda, Norvegia, Russia, Svizzera e gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro fatta eccezione per il Regno Unito; le "Altre economie asiatiche" comprendono Corea, Filippine, Hong Kong, India, Indonesia, Malesia, Singapore, Thailandia e Taiwan; le "Altre economie" includono Algeria, Argentina, Australia, Brasile, Canada, Cile, Israele, Messico, Marocco, Nuova Zelanda, Sud Africa, Turchia e Venezuela.

Ponderazioni basate sull'interscambio commerciale per il TCE-40

(valori percentuali)

Paese	Periodo					Media
	1995-1997	1998-2000	2001-2003	2004-2006	2007-2009	
Stati Uniti	16,9	19,4	18,6	15,5	13,5	16,8
Regno Unito	18,3	17,7	16,7	14,2	11,9	15,8
Cina	4,4	5,3	7,6	11,4	15,0	8,7
Giappone	9,7	8,8	7,6	6,7	5,8	7,7
Svizzera	6,6	5,9	5,7	5,2	5,2	5,7
Svezia	4,7	4,3	3,8	4,0	3,7	4,1
Polonia	2,4	2,8	3,3	3,9	4,9	3,4
Repubblica Ceca	2,2	2,4	3,0	3,4	4,0	3,0
Corea	2,9	2,7	2,8	3,2	3,1	2,9
Turchia	2,1	2,2	2,3	3,0	3,1	2,6
Russia	2,4	1,8	2,2	2,9	3,4	2,6
Danimarca	2,6	2,3	2,3	2,2	2,1	2,3
Ungheria	1,5	2,2	2,5	2,6	2,6	2,3
Taiwan	2,3	2,4	2,1	1,8	1,4	2,0
India	1,5	1,3	1,5	1,8	2,1	1,6
Hong Kong	2,0	1,7	1,5	1,5	1,3	1,6
Canada	1,5	1,6	1,6	1,4	1,3	1,5
Singapore	1,8	1,6	1,4	1,4	1,2	1,5
Brasile	1,5	1,4	1,2	1,2	1,4	1,3
Messico	0,9	1,2	1,3	1,2	1,2	1,2
Malaysia	1,2	1,1	1,2	1,1	1,0	1,1
Norvegia	1,3	1,2	1,0	1,1	1,1	1,1
Romania	0,7	0,8	1,1	1,4	1,6	1,1
Tailandia	1,2	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1
Sud Africa	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	0,9
Israele	1,0	1,0	0,9	0,7	0,7	0,9
Australia	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Indonesia	1,0	0,8	0,7	0,6	0,6	0,7
Marocco	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Croazia	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Filippine	0,4	0,5	0,5	0,4	0,3	0,4
Bulgaria	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,4
Argentina	0,6	0,5	0,3	0,3	0,3	0,4
Cile	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
Algeria	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3
Lituania	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2
Venezuela	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Lettonia	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1
Nuova Zelanda	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Islanda	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: BCE.

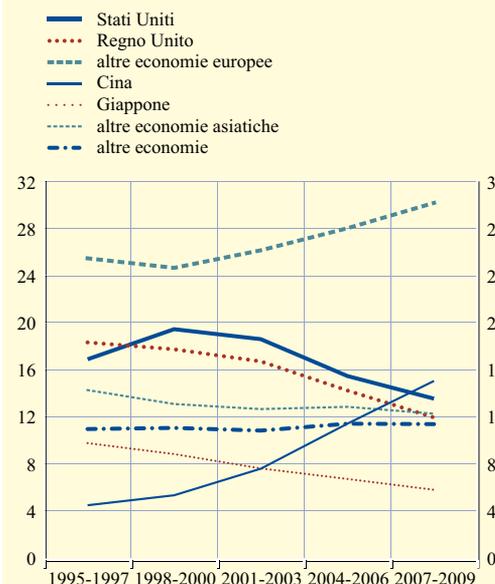
Nota: le ponderazioni basate sull'interscambio commerciale per il TCE-20 e il TCE-12 possono essere ottenute ridimensionando in proporzione i pesi delle relative economie in modo tale che la somma sia pari a 100.

fatto, la crescita va ricondotta in larga misura agli Stati membri non appartenenti all'area dell'euro che hanno aderito all'Unione europea (UE) dal 2004. Il loro peso complessivo nel TCE-40 è salito a oltre il 14 per cento del paniere: tale livello, doppio rispetto al periodo 1995-97, è superiore di più di otto volte alla quota complessiva di queste economie nel PIL mondiale e sottolinea pertanto l'importanza particolare dei loro legami commerciali con l'area dell'euro.

Le caratteristiche geografiche trovano anche riflesso nella composizione dei pesi basati sull'interscambio in termini di contributo delle importazioni e delle esportazioni. La figura B mette a confronto le ponderazioni basate sull'interscambio totale, sulle importazioni e sulle esportazioni (sia semplici sia doppie) dei principali partner commerciali dell'area dell'euro. Per le principali economie avanzate e le altre economie europee, la ponderazione semplice delle esportazioni è di nor-

Figura A Andamento delle ponderazioni basate sull'interscambio commerciale nel TCE-40

(valori percentuali)



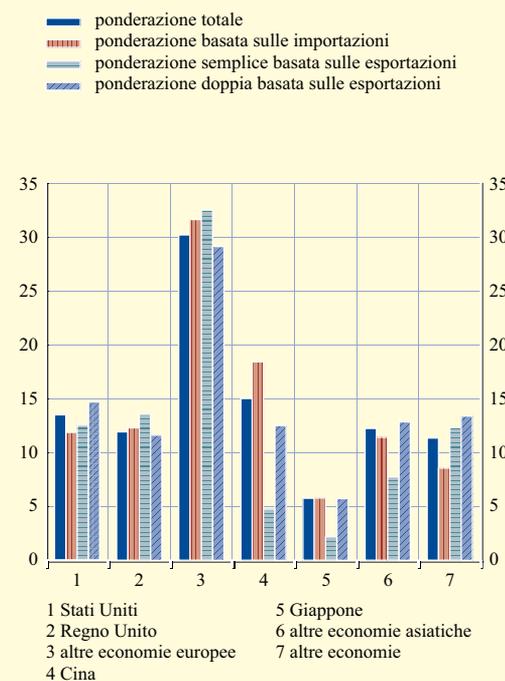
Fonte: BCE.
Nota: i gruppi di economie sono definiti nella nota 5 del testo del riquadro.

ma superiore a quella delle importazioni a causa degli avanzi commerciali bilaterali dell'area con questi paesi. Per le economie emergenti dell'Asia con le quali l'area ha un disavanzo commerciale bilaterale aggregato, di riflesso al forte orientamento di questi paesi verso le esportazioni, vale invece il contrario. Al tempo stesso l'effetto dei mercati terzi determina una lieve correzione dei pesi complessivi attraverso la doppia ponderazione delle esportazioni. In particolare nel caso della Cina, oltre che del Giappone e di altre economie asiatiche, la concorrenza tra gli esportatori dell'area e quelli asiatici nei paesi terzi determina un aumento significativo della ponderazione totale oltre i livelli impliciti nelle esportazioni dirette.

Il recente aggiornamento delle ponderazioni basate sull'interscambio ha dato origine a una revisione dei TCE nominali e reali dell'euro dal 2007. La figura C mostra il valore precedente e

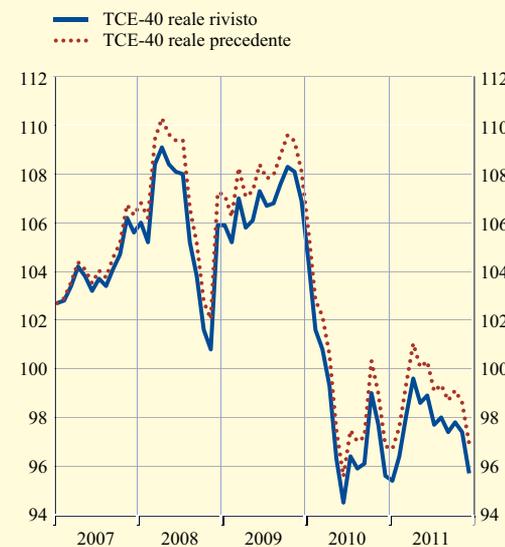
Figura B Raffronto tra le ponderazioni basate sull'interscambio dei partner commerciali inclusi nel TCE-40

(valori percentuali)



Fonte: BCE.
Nota: i gruppi di economie sono definiti nella nota 5 del testo del riquadro.

Figura C TCE-40 reale precedente e rivisto (deflazionato con l'indice dei prezzi al consumo; indice 100 = 1° trim. 1999)



Fonte: BCE.

quello rivisto del TCE-40 reale (deflazionato con i prezzi al consumo). A dicembre 2011 il TCE-40 rivisto era pari a 95,7, inferiore del 6,8 per cento rispetto agli inizi del 2007. Sulla base del precedente sistema di ponderazione, l'indice avrebbe raggiunto un valore di 96,9 e si sarebbe pertanto collocato su un livello inferiore del 5,6 per cento a quello di gennaio 2007. L'aggiornamento delle ponderazioni basate sull'interscambio rivela pertanto che l'aumento di competitività dell'area dell'euro dovuto al deprezzamento della moneta unica in termini reali dal 2007 è lievemente più pronunciato se si tiene conto delle modifiche nella composizione geografica del commercio dell'area dell'euro.

I TASSI DI CAMBIO BILATERALI

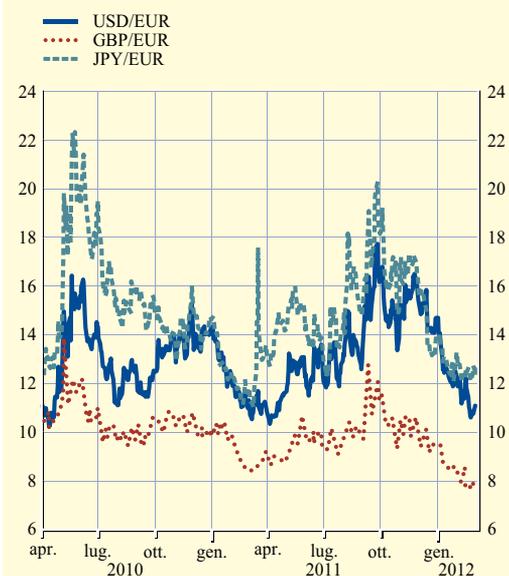
L'euro si è deprezzato nei confronti del dollaro statunitense dagli inizi di dicembre 2011. Fra il 30 novembre 2011 e il 7 marzo 2012 ha perso il 2,2 per cento rispetto al dollaro, portandosi su un livello inferiore del 5,7 per cento alla media del 2011 (cfr. tavola 1). Ciò ha riflesso un marcato indebolimento fra i primi di dicembre e la metà di gennaio, che è stato in larga parte riassorbito nel periodo successivo. Come indicato in precedenza, tale risultato va ricondotto principalmente alla mutata percezione circa la sostenibilità delle finanze pubbliche di alcuni paesi dell'area dell'euro e alle variazioni dei differenziali di rendimento tra le due aree economiche.

Nel periodo in esame l'euro si è generalmente apprezzato nei confronti dello yen giapponese e il 7 marzo è stato scambiato a un livello superiore dell'1,9 per cento a quello di fine novembre e inferiore del 4,5 per cento rispetto alla media del 2011. Tra i primi di dicembre 2011 e la metà di gennaio 2012 la moneta unica si è deprezzata sullo yen e il 16 gennaio ha toccato il suo livello minimo degli ultimi 11 anni. Successivamente, tuttavia, ha più che recuperato la caduta precedente in presenza di un migliorato atteggiamento degli operatori del mercato finanziario nei confronti della situazione di bilancio di alcuni paesi appartenenti all'area dell'euro e dei perduranti sforzi dispiegati dalle autorità nipponiche per contenere l'apprezzamento della divisa nazionale.

Per quanto concerne le altre divise, rispetto alla sterlina britannica l'euro ha seguito andamenti analoghi a quelli evidenziati nel confronto con le altre valute principali, deprezzandosi fino alla metà di gennaio per poi recuperare parte delle perdite subite. Il 7 marzo 2012 il tasso di cambio della moneta unica con la sterlina era inferiore del 2,4 per cento al livello di fine novembre 2011 e del 3,8 per cento rispetto alla media del 2011 (cfr. tavola 1). Nel periodo in esame l'euro si è indebolito anche sul franco svizzero, perdendo l'1,7 per cento, e il 7 marzo era inferiore del 2,2 per cento alla media del 2011. La moneta unica ha altresì registrato un deprezzamento nei confronti di alcune altre divise europee – e più in particolare della corona ceca, il fiorino ungherese e lo zloty polacco (rispettivamente dell'1,8, 3,7 e 7,6 per cento) – in presenza di un migliorato atteggiamento degli operatori del mercato finanziario verso la regione dagli inizi dell'anno.

Figura 8 Volatilità implicite di alcuni tassi di cambio bilaterali

(dati giornalieri)



Fonte: Bloomberg.

La volatilità nel mercato valutario dell'euro ha continuato a scendere, riportandosi quindi sui livelli medi storici. La volatilità implicita dei tassi di cambio bilaterali della moneta unica con il dollaro statunitense, lo yen giapponese e la sterlina britannica si è notevolmente ridotta su tutte le scadenze a dicembre 2011 e agli inizi di gennaio 2012 per poi stabilizzarsi attorno alle rispettive medie storiche (cfr. figura 8).

Nel periodo considerato le valute all'interno degli AEC II si sono mantenute sostanzialmente stabili rispetto all'euro, su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali. Il lat lettone si è collocato nella fascia di apprezzamento della banda di oscillazione di ± 1 per cento fissata unilateralmente.

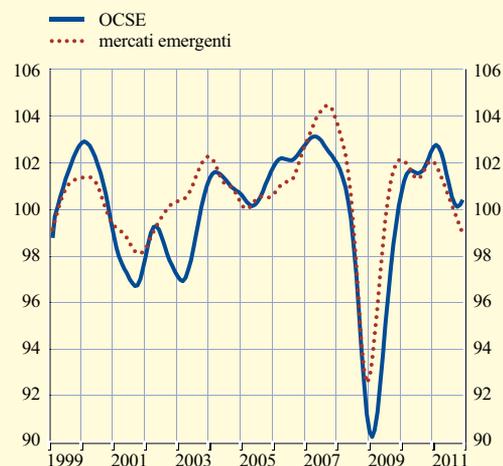
I.4 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Guardando al futuro, nonostante un miglioramento a breve termine, le prospettive economiche dovrebbero mantenersi modeste nel medio periodo poiché sono previsti perduranti ostacoli significativi alla crescita nelle economie avanzate. A dicembre 2011 l'indicatore anticipatore composito dell'OCSE è aumentato per il secondo mese consecutivo, a segnalare una variazione favorevole degli andamenti economici nell'insieme dei paesi appartenenti all'organizzazione (cfr. figura 9). Ciò va ricondotto principalmente agli Stati Uniti e al Giappone, anche se segnali analoghi iniziano a emergere in diverse altre economie sviluppate. *Il World Economic Climate Indicator* dell'Ifo ha registrato un lievissimo aumento nel primo trimestre di quest'anno, dopo essere diminuito per due trimestri consecutivi.

Su tale sfondo le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a marzo 2012 hanno sostanzialmente confermato la valutazione contenuta nelle precedenti proiezioni di dicembre 2011, nelle quali si prefigurava un'intensificazione graduale del ritmo di espansione dell'economia mondiale (cfr. riquadro 10). I rischi al ribasso sulle prospettive dell'attività economica globale sono collegati alla rinnovata intensificazione delle tensioni sui mercati finanziari globali e a ulteriori aumenti dei prezzi delle materie prime.

Figura 9 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 aumentato sostanzialmente in gennaio, per effetto di ingenti afflussi mensili, che hanno più che compensato la forte riduzione osservata in dicembre. Tale rafforzamento della crescita dell'aggregato monetario ampio è stato riscontrabile in tutte le principali componenti e in tutti i settori. Il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti al settore privato corretto per le cessioni e le cartolarizzazioni è altresì aumentato significativamente in gennaio, riflettendo non solo la sostenuta attività creditizia verso gli intermediari finanziari non monetari diversi dalle società di assicurazione e dai fondi pensione (AIF), ma anche un moderato afflusso di prestiti al settore privato non finanziario, compensando così in parte la riduzione di dicembre. Ciò nondimeno, il ritmo dell'espansione di fondo della moneta e del credito resta moderato. Tali andamenti suggeriscono nel complesso che le misure non convenzionali adottate l'8 dicembre – in particolare le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre anni – hanno attenuato le pressioni di finanziamento sugli enti creditizi dell'area dell'euro, contribuendo così a ridurre il rischio di una riduzione disordinata dell'indebitamento da parte del settore bancario. Nel contempo, non è pensabile che tali misure abbiano già un impatto visibile sul credito al settore privato, in quanto tale impatto si concretizzerà con ritardo.

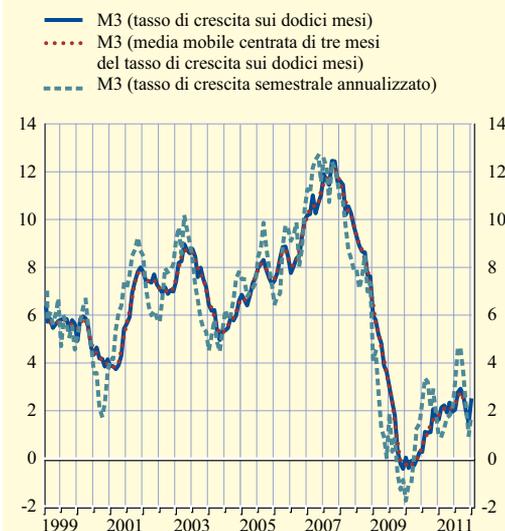
AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 si è collocato al 2,5 per cento in gennaio, grosso modo invariato rispetto ai livelli della seconda metà del 2011 (cfr. figura 10). Tuttavia, ciò cela un sostanziale calo del tasso di incremento sui dodici mesi di M3 tra settembre e dicembre, quando si è registrata una diminuzione dal 2,9 all'1,5 per cento, con tre ingenti deflussi mensili per gli strumenti monetari. Tali deflussi sono stati in larga parte compensati in gennaio, determinando una forte ripresa del tasso di crescita sui dodici mesi di M3. Questi flussi (sia nel quarto trimestre che in gennaio) sono stati connessi in misura considerevole alle operazioni interbancarie garantite condotte tramite controparti centrali situate nell'area dell'euro. Nel contempo, se si corregge l'impatto di tali transazioni, il profilo dei flussi resta simile, sebbene il calo e la ripresa del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 diventino meno pronunciati (con tassi dell'1,8 per cento in settembre, 1,5 in dicembre e 2,0 in gennaio). Nel complesso, tali andamenti rispecchiano l'intensificarsi della crisi del debito sovrano nella seconda metà del 2011, che ha esacerbato l'incertezza nell'attività economica e nei mercati finanziari, nonché le pressioni di finanziamento delle banche nel quarto trimestre del 2011. La successiva ripresa dei dati monetari in gennaio riflette il venire meno delle operazioni di fine anno, rispecchiando in parte l'impatto iniziale della prima ORLT a tre anni condotta dall'Eurosistema in dicembre.

Dal lato delle componenti, la variazione dei flussi nel quarto trimestre del 2011 e in gennaio

Figura 10 Crescita di M3

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



Fonte: BCE.

del 2012 è stata piuttosto generalizzata, riflettendo gli andamenti di tutte le principali componenti di M3 e di tutti i settori detentori di moneta. Pertanto, non è stata limitata alla variazione sopra menzionata dei contratti pronti contro termine negoziati tramite controparti centrali. Di fatto, le famiglie e le società non finanziarie – e, in minore misura, gli intermediari finanziari non monetari – hanno ridotto significativamente i depositi *overnight* e altri depositi a breve termine detenuti nel quarto trimestre del 2011. Ciò ha riflesso in parte lo spostamento di fondi dei settori detentori di moneta al di fuori dell'area dell'euro e, potenzialmente, la loro acquisizione di titoli di Stato considerati investimenti rifugio. L'afflusso osservato per le attività monetarie in gennaio è stato a sua volta in larga misura riconducibile al fatto che il settore privato non finanziario ha aumentato considerevolmente le proprie consistenze di depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight*.

Sul fronte delle controparti, i deflussi registrati per M3 nel quarto trimestre del 2011 hanno rispecchiato principalmente il deterioramento della posizione netta sull'estero delle IFM dell'area dell'euro in ottobre e novembre (attribuibile in larga misura al suddetto spostamento di fondi all'estero). I deflussi di dicembre sono stati causati prevalentemente da sostanziali rimborsi netti di prestiti al settore privato non finanziario, che erano in larga misura concentrati in prestiti a società non finanziarie. A sua volta, il forte afflusso osservato per M3 in gennaio ha riflesso principalmente gli incrementi di titoli di debito pubblici detenuti dalle IFM diverse dalle banche centrali.

Le principali attività detenute dalle IFM dell'area dell'euro (escluso l'Eurosistema) si sono contratte sostanzialmente nei tre mesi fino a dicembre e hanno poi recuperato nettamente in gennaio. Il calo iniziale è stato causato principalmente dalle pronunciate riduzioni del credito interbancario e delle attività sull'estero e, in misura minore, da una contrazione dei prestiti al settore privato non finanziario. A tale riguardo, nel quarto trimestre il comportamento degli enti creditizi in materia di riduzione dell'indebitamento ha seguito l'ordine gerarchico delle fonti di finanziamento (*pecking order*), in base al quale le banche cedono le attività più liquide e quelle meno rilevanti per le proprie attività primarie prima di quelle che ricadono nel principale settore di attività delle banche. L'aumento registrato in gennaio nelle principali attività delle IFM ha riflesso in larga misura sia incrementi delle consistenze di titoli delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro e del settore privato diverso dalle IFM sia prestiti a società di assicurazione e fondi pensione (AIF). Questi sono stati in parte acquistati utilizzando fondi ottenuti con la prima ORLT a tre anni.

Nel complesso, i dati per il periodo fino a gennaio suggeriscono che la prima ORLT a tre anni e le altre misure non convenzionali annunciate in dicembre hanno probabilmente aiutato a evitare il rischio di una disordinata riduzione dell'indebitamento da parte degli enti creditizi dell'area dell'euro. Di fatto, in gennaio si è registrata solo una modesta riduzione dei prestiti alle società non finanziarie e un aumento dei prestiti alle famiglie, dopo le considerevoli riduzioni osservate in entrambe le categorie il mese precedente. Ciò nondimeno, il credito al settore privato non finanziario è rimasto debole. Il pieno impatto di quelle misure non convenzionali sull'attività di credito si concretizzerà probabilmente solo con ritardo.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

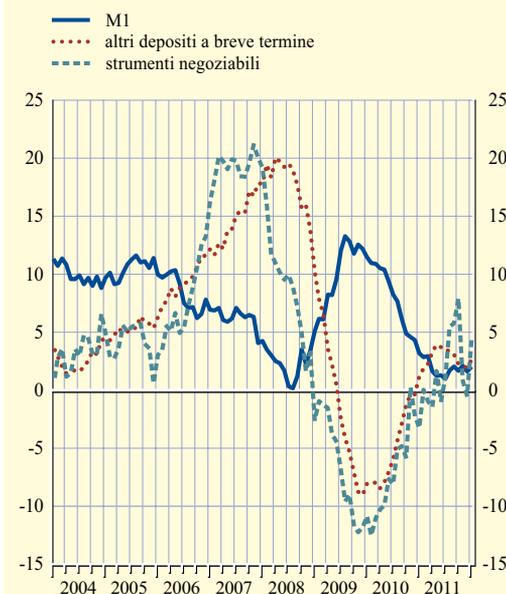
La moderata dinamica del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 nel quarto trimestre del 2011 è riconducibile al fatto che gli andamenti dei tassi di incremento delle principali componenti di M3 si sono in larga misura compensati gli uni con gli altri (cfr. figura 11). Sono stati tuttavia registrati deflussi per tutte le principali componenti di M3 nel quarto trimestre, tra cui il maggiore per gli strumenti negoziabili. Analogamente, anche gli afflussi osservati per M3 in gennaio hanno riflesso gli andamenti di tutte le principali componenti. Tale profilo indica che un fattore comune ha

esercitato un'influenza dominante sulle recenti dinamiche a breve termine degli strumenti monetari. Tale fattore comune è rappresentato dalle tensioni sui mercati finanziari, che hanno avuto un notevole impatto sull'atteggiamento dei detentori di moneta nei confronti delle passività delle IFM dell'area dell'euro.

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente di M1 è salito all'1,9 per cento nel quarto trimestre del 2011 e al 2,0 per cento in gennaio del 2012, dall'1,4 per cento del terzo trimestre (cfr. tavola 2). Nel quarto trimestre si è registrato un afflusso trimestrale per le banconote e monete in circolazione. La sua entità tuttavia non è stata straordinaria e non è pertanto indicativa di preoccupazioni generalizzate sul settore bancario dell'area dell'euro. Per contro, i depositi *overnight* sono calati nel quarto trimestre, principalmente per effetto di una diminuzione dei depositi detenuti dal settore delle famiglie. Tale andamento è continuato in gennaio, quando alle famiglie si sono aggiunti gli AIF nella dismissione di depositi *overnight*. Nel caso delle

Figura 11 Principali componenti di M3

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



Fonte: BCE.

Tavola 2 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie

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

	Consistenze in essere in percentuale di M3 ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 4° trim.	2011 dic.	2012 gen.
M1	49,0	3,2	1,7	1,4	1,9	1,6	2,0
Banconote e monete in circolazione	8,7	4,9	4,2	4,5	6,2	6,1	6,2
Depositi <i>overnight</i>	40,3	2,9	1,2	0,8	1,0	0,7	1,2
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	39,3	1,3	3,4	3,4	2,3	1,9	2,6
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	19,2	-2,7	2,3	3,2	2,0	2,0	3,4
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	20,1	5,4	4,5	3,7	2,6	1,9	1,9
M2	88,3	2,4	2,4	2,3	2,1	1,8	2,3
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	11,7	-1,6	-0,3	3,0	3,7	-0,5	4,3
M3	100,0	1,9	2,1	2,4	2,3	1,5	2,5
Credito a residenti nell'area dell'euro		3,7	3,1	2,4	1,3	1,0	1,4
Credito alle amministrazioni pubbliche		10,9	6,5	5,1	1,4	3,5	4,8
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		17,7	10,7	7,0	-2,2	-4,7	-4,7
Credito al settore privato		2,1	2,3	1,7	1,3	0,4	0,7
Prestiti al settore privato		2,4	2,6	2,5	2,0	1,0	1,1
Prestiti al settore privato corretti per le cessioni e la cartolarizzazione ²⁾		2,8	2,8	2,7	2,3	1,2	1,5
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		2,8	3,4	3,6	2,7	1,6	1,1

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 dei bilanci delle IFM in virtù delle loro cessione o cartolarizzazione.

famiglie, ciò rispecchia in parte una riallocazione dei portafogli all'interno di M3, con uno spostamento dei fondi principalmente verso i depositi a termine a breve scadenza (depositi con durata prestabilita fino a due anni) e, in minore misura, i depositi a risparmio a breve termine (depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi). Tali spostamenti si sono verificati nel contesto dei maggiori differenziali di remunerazione tra questi tipi di depositi e quelli *overnight*. L'ampliamento dei differenziali osservato dall'inizio del 2011 rispecchia, a sua volta, i più elevati livelli di remunerazione offerti da questi tipi di depositi meno liquidi, che, in quanto fonte di finanziamento per le banche, sono più stabili rispetto ai depositi *overnight*. Gli incrementi dei differenziali osservati verso la fine dell'anno sono stati in parte ascrivibili al fatto che in diversi paesi dell'area dell'euro le IFM hanno tentato di attrarre e mantenere tali depositi.

Malgrado la riallocazione dei portafogli delle famiglie nel quarto trimestre del 2011, che ha favorito i depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight*, il flusso trimestrale complessivo per questa componente è stato negativo, poiché le società sia finanziarie che non finanziarie hanno ridotto considerevolmente le proprie consistenze di tali depositi. Di conseguenza, il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* è diminuito nel quarto trimestre al 2,3 per cento, dal 3,4 del trimestre precedente. Nel caso delle società non finanziarie, ciò potrebbe riflettere l'utilizzo di riserve di liquidità accumulate in precedenza al fine di finanziarie il capitale circolante a fronte delle inasprite condizioni di finanziamento. Nel caso delle società finanziarie, i deflussi sono stati in larga misura connessi agli AIF, a indicazione che la contrazione dei portafogli dei fondi d'investimento è stata un'importante determinante della osservata riduzione delle consistenze di depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight*. In gennaio 2012, tuttavia, il settore societario si è aggiunto alle famiglie nell'aumentare le consistenze di depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight* – principalmente depositi a termine a breve scadenza – determinando un incremento al 2,6 per cento del tasso di variazione sul periodo corrispondente di questa componente.

Nel quarto trimestre il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli strumenti negoziabili è aumentato ulteriormente – al 3,7 per cento dal 3,0 del terzo trimestre – celando pronunciati deflussi durante il periodo. Come nei trimestri precedenti, gli andamenti degli strumenti negoziabili sono stati causati principalmente dalle dinamiche dei contratti pronti contro termine negoziati tramite controparti centrali, che hanno in larga parte riflesso le operazioni interbancarie garantite. In forte contrasto con il trimestre precedente, quando tali operazioni sono aumentate nettamente, nel quarto trimestre si sono registrati ampi deflussi. Sembra che ciò sia stato connesso a una crescente apprensione in merito alle specifiche garanzie contenute nei panieri standardizzati, che ha ridotto l'offerta di fondi tramite tali contratti pronti contro termine e ha accresciuto il costo di utilizzarli per ottenere liquidità. L'afflusso registrato in gennaio potrebbe preannunciare un'inversione di tale dinamica. Gli andamenti degli altri strumenti negoziabili sono stati modesti e hanno in generale seguito un profilo opposto a quello dei contratti pronti contro termine. Le consistenze sia di titoli di debito a breve termine delle IFM (titoli di debito con scadenza fino a due anni) sia delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari hanno registrato flussi positivi nel quarto trimestre, che sono stati poi in parte invertiti in gennaio.

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei depositi di M3, che comprendono depositi a breve termine e contratti pronti contro termine e rappresentano l'aggregato monetario più ampio per cui sono disponibili informazioni affidabili a livello settoriale, è diminuito al 2,5 per cento nel quarto trimestre, dal 3,2 del trimestre precedente (cfr. figura 12). Ciò rispecchia gli ingenti deflussi registrati in tale trimestre, che sono stati generalizzati a tutti i settori, ma più pronunciati nel caso degli AIF. Benché la riduzione dei depositi compresi in M3 detenuti dagli AIF rifletta in larga misura gli anda-

menti dei contratti pronti contro termine negoziati con controparti centrali, anche facendo astrazione da tale fattore gli AIF hanno ridotto le proprie consistenze di depositi compresi in M3 nel contesto del ridimensionamento dei bilanci dei fondi d'investimento a fronte degli elevati rimborsi. In gennaio si è registrato un notevole incremento delle consistenze di depositi compresi in M3, che ha in parte invertito il deflusso osservato nel quarto trimestre. Anche tale dinamica è stata generalizzata a tutti i settori, ma in questo caso i settori privati non finanziari sono stati le principali determinanti.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto concerne le contropartite di M3, il tasso di variazione sul periodo corrispondente del credito totale delle IFM ai residenti dell'area dell'euro è diminuito fortemente nel quarto trimestre del 2011 (all'1,3 per cento dal 2,4 del trimestre precedente), per poi aumentare leggermente in gennaio all'1,4 per cento (cfr. tavola 2). Sia il calo iniziale che il successivo aumento sono stati in larga misura causati dagli andamenti del tasso di variazione sul periodo corrispondente del credito alle amministrazioni pubbliche.

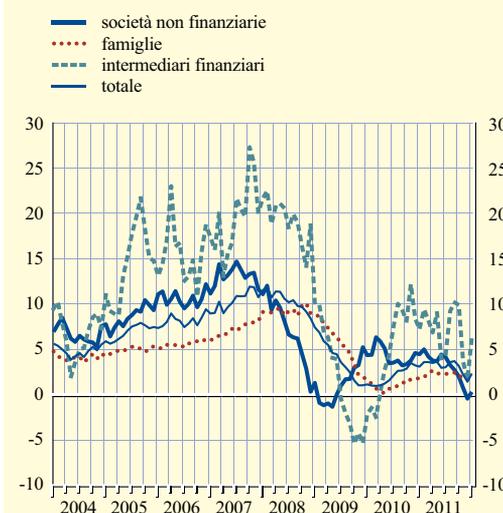
La diminuzione dei prestiti erogati dalle IFM alle amministrazioni pubbliche nel quarto trimestre del 2011 è riconducibile a un effetto base connesso ai trasferimenti di attività dalle IFM alle *bad bank* nel quarto trimestre del 2010. Tuttavia, le IFM hanno di recente aumentato il credito alle amministrazioni pubbliche acquisendo titoli di debito, con una tendenza che è continuata in gennaio. Sebbene nel quarto trimestre del 2011 tali acquisti siano stati effettuati dall'Eurosistema nel contesto del Programma per i mercati dei titoli (*Securities markets programme*), quelli di gennaio sono stati effettuati da IFM diverse dalle banche centrali. Ciò riflette probabilmente l'ampia liquidità detenuta da tali istituti a seguito della prima ORLT a tre anni di dicembre.

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente del credito delle IFM al settore privato è diminuito all'1,3 per cento nel quarto trimestre del 2011, per effetto di un sostanziale deflusso trimestrale, dall'1,7 del trimestre precedente; un tasso di crescita sui dodici mesi dello 0,7 per cento è stato poi registrato in gennaio 2012. In gennaio c'è stato un ingente afflusso mensile, che ha in larga misura compensato il deflusso di dicembre. Gli andamenti del credito al settore privato celano dinamiche contrastanti dei tassi di crescita sul periodo corrispondente delle sue due principali componenti, i prestiti al settore privato e i titoli non azionari, malgrado abbiano registrato flussi mensili simili.

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei prestiti al settore privato (corretti per le cessioni e cartolarizzazioni) è sceso al 2,3 per cento nel quarto trimestre, dal 2,7 del trimestre precedente (cfr. tavola 2). Ciò ha rispecchiato considerevoli rimborsi netti, che sono stati concentrati in larga misura in dicembre e hanno riguardato in particolare i prestiti alle società non finanziarie. In gennaio vi è poi stato un aumento del tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato rispetto a dicembre. Tale anda-

Figura 12 Depositi a breve termine e operazioni pronti contro termine

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non corretti per la stagionalità e gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.
Nota: settore delle IFM escluso l'Eurosistema.

mento, tuttavia, è stato sospinto principalmente da un incremento dei prestiti interbancari garantiti (condotti tramite controparti centrali) dopo la prima ORLT a tre anni in dicembre. Tale attività di credito si era contratta fortemente nel corso del quarto trimestre, rispecchiando incrementi degli scarti di garanzia e un deterioramento delle garanzie disponibili per gli operatori di mercato.

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle famiglie corretti per le cessioni e cartolarizzazioni è diminuito al 2,3 per cento nel quarto trimestre, dal 2,7 del trimestre precedente. Tale andamento ha probabilmente riflesso soprattutto il deterioramento delle prospettive dell'economia e dei mercati immobiliari residenziali, nonché la necessità di risanamento dei bilanci in alcuni paesi. In gennaio il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è aumentato leggermente (al 2,1 per cento dall'1,9 di dicembre) per effetto di un significativo afflusso mensile. I mutui per l'acquisto di abitazioni rimangono la principale determinante della crescita dei prestiti delle IFM alle famiglie. I dati corretti per le cartolarizzazioni segnalano un lieve aumento del flusso trimestrale dei prestiti alle famiglie nel quarto trimestre mentre il flusso trimestrale del credito al consumo è restato marginalmente negativo. In gennaio sono stati registrati afflussi mensili per tutti i tipi di prestiti alle famiglie (per maggiori dettagli, cfr. sezione 2.7).

Nel quarto trimestre il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie (corretti per le cessioni e cartolarizzazioni) è diminuito all'1,9 per cento, dal 2,2 del trimestre precedente. Ciò ha riflesso considerevoli rimborsi netti, che si sono concentrati principalmente in due grandi paesi dell'area dell'euro verso la fine del trimestre. In gennaio il tasso di crescita sui dodici mesi è sceso ulteriormente, allo 0,8 per cento. Il fatto che i consistenti rimborsi netti di dicembre non si siano ripetuti in gennaio è in linea con la tesi che la minaccia di riduzione del credito sia diminuita nel contesto delle misure non convenzionali adottate dall'Eurosistema.

Nel complesso, i dati sui prestiti nell'area dell'euro continuano a mostrare una significativa eterogeneità tra i paesi in termini sia dei livelli sia delle dinamiche dei tassi di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie. Ciò riflette probabilmente soprattutto le differenze tra le prospettive dell'economia e del mercato immobiliare residenziale dei vari paesi, nonché i loro livelli di indebitamento settoriale.

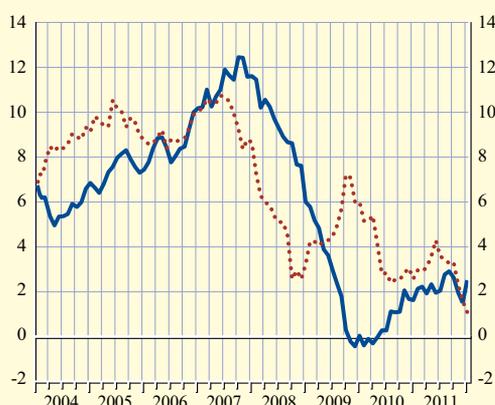
Riguardo alle altre contropartite di M3, il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) è diminuito all'1,1 per cento in gennaio, dal 2,7 e 3,6 per cento rispettivamente del quarto e terzo trimestre (cfr. figura 13). Ciò è ascrivibile principalmente ad un rallentamento del tasso di crescita sul periodo corrispondente dei titoli di debito a più lungo termine delle IFM (con scadenza originaria superiore a due anni), che hanno registrato sostanziali deflussi nel quarto trimestre e in gennaio, di riflesso a considerevoli rimborsi netti, nonché a incrementi delle consistenze di tali strumenti da parte delle IFM. Tali andamenti suggeriscono che il finanziamento delle IFM mediante i mercati obbligazionari a più lungo termine rimane compromesso, il che è associato alle difficoltà che la maggior parte delle IFM sta riscontrando per l'accesso al finanziamento di mercato. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a termine a più lunga scadenza (depositi con durata prestabilita superiore a due anni) ha in larga misura riflesso l'attività di cartolarizzazione trattenuta in bilancio. Di conseguenza, è aumentato fortemente in ottobre (raggiungendo il 4,5 per cento), per poi diminuire successivamente (portandosi al 2,5 per cento in gennaio), in quanto l'attività di cartolarizzazione è rimasta debole.

Il deterioramento della posizione netta sull'estero delle IFM dell'area dell'euro ha spiegato una parte sostanziale del deflusso osservato per M3 nel quarto trimestre e ha frenato l'afflusso men-

Figura 13 M3 e passività finanziarie a più lungo termine delle IFM

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

- M3
- passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve)

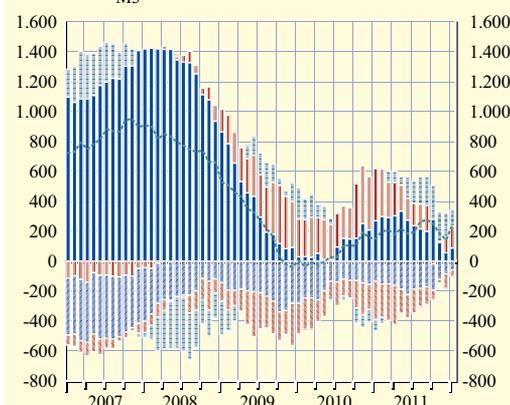


Fonte: BCE.

Figura 14 Contropartite di M3

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

- credito al settore privato (1)
- credito alle amministrazioni pubbliche (2)
- attività nette sull'estero (3)
- passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve) (4)
- altre contropartite (inclusi capitale e riserve) (5)
- M3



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.

sile registrato per M3 in gennaio (cfr. figura 14). Tali andamenti hanno riflesso gli acquisti netti di attività estere da parte del settore detentore di moneta, acquisti che sono stati finanziati usando fondi che erano stati collocati in strumenti compresi in M3. Ciò è altresì in linea con la riduzione osservata sin dal terzo trimestre del 2011 nelle emissioni nette di quote e partecipazioni in fondi d'investimento (per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro 2).

Riquadro 2

ANDAMENTI RECENTI NEL CONTO FINANZIARIO DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI DELL'AREA DELL'EURO

Questo riquadro analizza gli andamenti recenti nel conto finanziario della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro. Nel 2011 gli afflussi netti per investimenti diretti e di portafoglio sono cresciuti a 223,7 miliardi di euro (da 98,1 miliardi un anno prima), ma sono stati sostanzialmente controbilanciati dall'aumento dei deflussi netti per "Altri investimenti" (cfr. la tavola e la figura). Per quanto concerne gli investimenti di portafoglio, il primo semestre è stato contraddistinto da flussi netti in entrata straordinariamente elevati e il secondo da un calo considerevole degli stessi. Nel contempo è iniziato un processo di rimpatrio bidirezionale, nel cui ambito gli investitori esteri hanno ritirato fondi precedentemente investiti in titoli dell'area dell'euro mentre i residenti dell'area sono divenuti venditori netti di strumenti esteri. In dicembre sono tuttavia emersi alcuni segnali di normalizzazione nel profilo di tali investimenti.

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

(miliardi di euro; dati non destagionalizzati)

	2011		Salda cumulati di tre mesi				Salda cumulati di 12 mesi	
	nov.	dic.	mar.	2011			2010 dic.	2011 dic.
				giu.	set.	dic.		
Conto finanziario ¹⁾	-6,7	-23,0	15,7	18,4	9,8	-34,7	44,1	9,3
Investimenti diretti e di portafoglio netti	-6,5	3,2	118,7	121,2	21,1	-37,4	98,1	223,7
Investimenti diretti netti	-8,0	1,3	-9,9	-29,0	-16,5	-14,4	-49,9	-69,8
Investimenti di portafoglio netti	1,5	2,0	128,5	150,2	37,7	-23,0	148,0	293,4
Azioni e altre partecipazioni	8,3	14,9	89,2	-38,1	22,0	19,7	52,4	92,9
Strumenti di debito	-6,8	-12,9	39,3	188,3	15,6	-42,6	95,7	200,5
Obbligazioni e note	9,6	20,1	16,8	147,2	30,9	3,1	64,9	198,0
Strumenti del mercato monetario	-16,5	-33,1	22,5	41,1	-15,3	-45,8	30,7	2,5
Altri investimenti netti	-0,5	-13,7	-89,1	-108,9	0,3	16,8	-61,2	-180,9
di cui: settore detentore di moneta ²⁾								
Investimenti diretti netti	-9,2	2,1	-5,3	-22,4	-16,4	-14,5	-35,8	-58,6
Investimenti di portafoglio netti	-26,3	12,5	61,5	77,7	18,4	-46,2	-98,4	111,5
Azioni e altre partecipazioni	-2,2	18,0	82,3	-27,5	20,5	6,8	72,2	82,1
Strumenti di debito	-24,1	-5,5	-20,8	105,3	-2,0	-53,0	-170,6	29,4
Altri investimenti netti	-9,7	19,6	31,1	-32,8	29,0	6,3	-53,8	33,6

Fonte: BCE.

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

1) Salda (flussi netti). Un segno positivo (negativo) sta a indicare un afflusso (deflusso) netto.

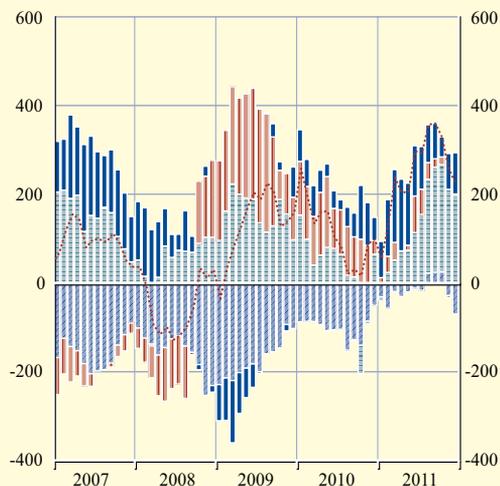
2) Amministrazioni pubbliche e altri settori della bilancia dei pagamenti.

I maggiori afflussi netti per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio nel 2011 sono dovuti principalmente all'espansione di quelli in entrata nel comparto dei titoli di portafoglio. Benché complessivamente in crescita rispetto all'anno precedente, questi ultimi sono risultati piuttosto volatili variando repentinamente in base al clima di mercato e al comportamento degli investitori. Nella prima metà del 2011 gli afflussi netti per investimenti di portafoglio hanno registrato un sostanziale incremento, che ha riflesso soprattutto i consistenti acquisti esteri di titoli emessi sia dalle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) sia dalle imprese non finanziarie dell'area dell'euro. Per queste ultime, la domanda estera di titoli di debito caratterizzati da maggiore liquidità e da più elevato *rating* è stata particolarmente vigorosa nel secondo trimestre dell'anno, rispecchiando verosimilmente una tendenza verso strumenti più sicuri (*safe-haven*) in un contesto di alta volatilità e accresciute tensioni sui mercati finanziari. Nel terzo trimestre, invece, gli afflussi netti per titoli di debito sono diminuiti notevolmente e il comparto dei titoli

Principali voci del conto finanziario

(miliardi di euro; flussi netti cumulati sui dodici mesi; dati mensili)

- azioni e altre partecipazioni
- strumenti del mercato monetario
- obbligazioni e note
- investimenti diretti
- investimenti diretti e di portafoglio



Fonte: BCE.

azionari ha evidenziato un'inversione da deflussi ad afflussi netti. Ciò costituisce la risultante di un processo di liquidazione, nel quale i residenti dell'area dell'euro hanno rimpatriato fondi precedentemente investiti in titoli esteri e i non residenti hanno venduto strumenti emessi nell'area.

Nel quarto trimestre del 2011 sia i residenti sia i non residenti dell'area dell'euro hanno continuato a ridurre le loro attività in titoli esteri. Il saldo degli investimenti di portafoglio ha registrato deflussi netti poiché i disinvestimenti effettuati dai non residenti sono stati superiori a quelli dei residenti su attività estere. Mentre nell'area dell'euro sia le IFM sia le imprese private non finanziarie hanno rimpatriato fondi, all'estero gli investitori hanno venduto soprattutto strumenti dell'area emessi dalle imprese private non finanziarie. Nel comparto dei titoli collocati dalle Amministrazioni pubbliche dell'area si sono comunque registrati acquisti netti nel terzo trimestre, nonostante il deciso calo degli afflussi dall'estero. L'emergere di questo processo bidirezionale di rimpatrio di fondi andrebbe inquadrato nel contesto delle crescenti tensioni nei mercati finanziari, oltre che di valori borsistici volatili e in calo a livello mondiale. Tali fattori sembrano aver pesato sul clima di mercato, in presenza di crescenti preoccupazioni per le prospettive economiche internazionali e di una sempre maggiore avversione al rischio. Inoltre, i minori afflussi netti per investimenti di portafoglio verso il settore delle imprese non finanziarie dell'area dell'euro hanno contribuito in senso negativo alla liquidità disponibile nell'area e si sono in parte riflessi nell'evoluzione dell'aggregato monetario M3. Come appare evidente dalla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti, queste transazioni che hanno interessato il settore detentore di moneta costituiscono la contropartita del complessivo calo della posizione patrimoniale netta sull'estero delle IFM a ottobre e novembre 2011¹⁾.

Statistiche più recenti relative a dicembre offrono tuttavia deboli segnali di apparente normalizzazione nel profilo dei flussi di portafoglio. Sia gli investimenti dell'area dell'euro in titoli esteri sia quelli esteri in strumenti dell'area si sarebbero lievemente ripresi, pur mantenendosi su bassi livelli. Inoltre, il settore delle imprese non finanziarie ha registrato afflussi netti per investimenti di portafoglio, in linea peraltro con il lieve aumento degli afflussi osservato nella posizione esterna netta delle IFM di dicembre. Quest'ultimo sviluppo è probabilmente riconducibile al leggero miglioramento del clima di mercato verso la fine dell'anno, che ha riflesso tra l'altro sia l'introduzione di misure non convenzionali di offerta di liquidità da parte della BCE sia gli interventi coordinati di quest'ultima assieme ad altre cinque banche centrali – sotto forma di scambio di liquidità nelle reciproche valute (linee di *swap*) – intesi a fornire liquidità al sistema finanziario mondiale.

Per quanto concerne il settore delle IFM, le banche dell'area dell'euro hanno intensificato le vendite nette di titoli esteri nel quarto trimestre del 2011. Ciò è probabilmente connesso all'azione congiunta di due fattori. Il primo è costituito dall'attuale processo di ristrutturazione dei bilanci, in conseguenza dell'inasprimento dei requisiti patrimoniali nell'area dell'euro: la necessaria riduzione della leva finanziaria è di norma particolarmente pronunciata per le attività non caratteristiche (*non-core*), in particolare titoli esteri, come risulta chiaramente visibile nel periodo di riferimento. Il secondo fattore riguarda l'esigenza di reperire fondi in un contesto di restrizione finanziaria, che si riflette non soltanto nelle vendite estere di titoli emessi da banche dell'area ne-

1) Nella misura in cui sono regolate attraverso banche residenti, le transazioni effettuate dal settore detentore di moneta influiscono sulla posizione patrimoniale del settore bancario verso l'estero, che costituisce una delle contropartite di M3. Il settore detentore di moneta include le famiglie, le società non finanziarie, gli intermediari finanziari non monetari e le amministrazioni pubbliche diverse da quelle centrali. Per maggiori informazioni sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti, cfr. Duc, L.B., Mayerlen, F. e Sola, P., *The monetary presentation of the euro area balance of payments, Occasional Paper* della BCE, n. 96, 2008. Cfr. anche l'articolo *La dimensione esterna dell'analisi monetaria* nel numero di agosto 2008 di questo Bollettino.

gli ultimi due trimestri dell'anno ma anche nel calo delle passività per "Altri investimenti" delle IFM, segnale delle difficoltà di rinnovo dei depositi e dei prestiti a breve termine in scadenza in presenza di elevati costi del finanziamento in valuta. Il disinvestimento dai titoli delle IFM dell'area dell'euro è in parte collegato alle preoccupazioni degli investitori esteri circa la stabilità dei sistemi bancari di determinati paesi dell'area. Le minori passività delle IFM nel comparto degli "Altri investimenti" sono state tuttavia controbilanciate in parte dall'aumento di quelle dell'Eurosistema, riconducibile alle suddette linee di *swap* tra la BCE e le altre banche centrali.

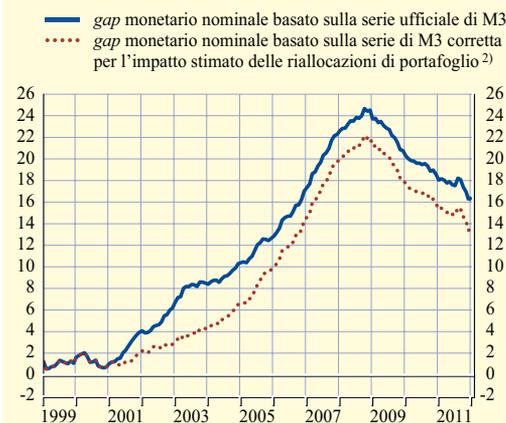
VALUTAZIONE COMPLESSIVA DELLE CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ NELL'AREA DELL'EURO

I considerevoli deflussi registrati per gli strumenti monetari nel quarto trimestre del 2011 hanno determinato un perdurante assorbimento della liquidità monetaria accumulatasi prima della crisi finanziaria (cfr. figure 15 e 16). L'accelerazione della crescita di M3 in gennaio ha arrestato tale andamento. Mentre la serie degli indicatori della liquidità in eccesso continua sostanzialmente a indicare presenza di liquidità in eccesso, alcune misure indicano che l'eccesso di liquidità è diminuito negli ultimi tre anni raggiungendo livelli piuttosto bassi. Ciò nondimeno, dovrebbe essere ricordato che questi tipi di misure delle condizioni di liquidità vanno interpretate con cautela poiché si basano su una stima della quantità di moneta detenuta in equilibrio, caratterizzata da una notevole incertezza.

Nel complesso, il ritmo dell'espansione di fondo della moneta e del credito resta moderato. Allo stesso tempo, gli ultimi dati mostrano che il considerevole calo della crescita monetaria osservato

Figura 15 Stime del *gap* monetario nominale¹⁾

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

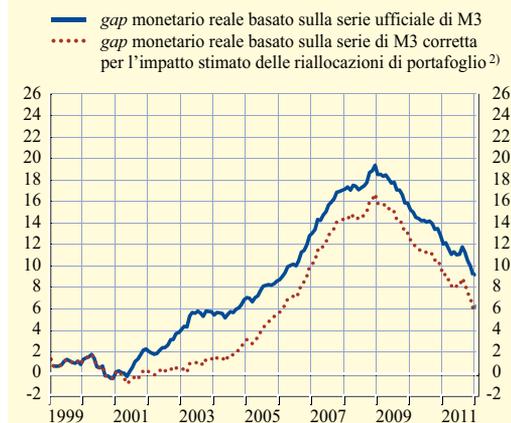


Fonte: BCE.

1) La misura del *gap* monetario nominale è definita come la differenza tra il livello effettivo di M3 e il livello che sarebbe risultato da una crescita di M3 costante e in linea con il valore di riferimento del 4½ per cento dal dicembre 1998 (utilizzato come periodo base).
2) Le stime dell'ampiezza delle riallocazioni di portafoglio verso M3 sono calcolate sulla base dell'approccio discusso nella sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

Figura 16 Stime del *gap* monetario reale¹⁾

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



Fonte: BCE.

1) La misura del *gap* monetario reale è definita come la differenza tra il livello effettivo di M3 deflazionato con l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e il livello di M3 in termini reali che sarebbe risultato da una crescita nominale di M3 costante e pari al valore di riferimento del 4½ per cento e da una inflazione al consumo in linea con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE (utilizzando dicembre 1998 come periodo base).
2) Le stime dell'ampiezza delle riallocazioni di portafoglio verso M3 sono calcolate sulla base dell'approccio discusso nella sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

nel quarto trimestre, e in particolare in dicembre, è stato invertito in gennaio. Analogamente, sul fronte dei prestiti, i cospicui rimborsi netti registrati verso la fine del 2011 non sono continuati in gennaio. Tali andamenti combinati suggeriscono che le misure non convenzionali adottate l'8 dicembre – in particolare le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre anni – hanno attenuato le pressioni di finanziamento sugli enti creditizi dell'area dell'euro e contribuito a evitare il rischio di una riduzione disordinata dell'indebitamento da parte del settore bancario. Nel contempo, non è pensabile che tali misure non convenzionali abbiano già un impatto visibile sul credito al settore privato, in quanto tale impatto si concretizzerà solo in tempi più lunghi.

2.2 INVESTIMENTI FINANZIARI DEL SETTORE NON FINANZIARIO E INVESTITORI ISTITUZIONALI

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari dei settori non finanziari è rimasto invariato nel terzo trimestre del 2011, riflettendo in parte una moderata crescita del reddito delle famiglie e un saggio di risparmio storicamente basso. Il tasso di crescita degli investimenti finanziari da parte delle società di assicurazione e dei fondi pensione è altresì rimasto immutato, rispecchiando i modesti livelli degli investimenti delle famiglie in riserve tecniche di assicurazione. Le accresciute tensioni sui mercati finanziari nel quarto trimestre hanno indotto ulteriori considerevoli rimborsi netti per tutti i principali tipi di fondi di investimento.

SETTORI NON FINANZIARI

Nel terzo trimestre del 2011 (il periodo più recente per il quale sono disponibili dati), il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari complessivi dei settori non finanziari è rimasto invariato al 3,4 per cento, stabilizzandosi quindi su un livello relativamente basso in termini storici (cfr. tavola 3). Se non fosse per l'effetto dei trasferimenti di attività dalle IFM alle *bad bank* classificate all'interno del settore delle amministrazioni pubbliche, il tasso di cresci-

Tavola 3 Investimenti finanziari dei settori non finanziari nell'area dell'euro

	Consistenze in essere in percentuale del totale ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente									
		2009 2° trim.	2009 3° trim.	2009 4° trim.	2010 1° trim.	2010 2° trim.	2010 3° trim.	2010 4° trim.	2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 3° trim.
Investimenti finanziari	100	3,7	3,5	2,6	2,6	2,6	2,6	3,4	3,2	3,4	3,4
Banconote, monete e depositi	24	6,9	6,0	3,3	1,9	1,5	2,1	3,0	3,4	3,8	3,1
Titoli di debito, esclusi											
i prodotti finanziari derivati	6	0,6	-0,5	-2,6	-2,5	-2,6	-2,9	4,7	7,7	8,6	8,6
<i>di cui:</i> a breve termine	0	-22,8	-33,0	-35,7	-27,2	-22,1	-7,0	-4,4	3,9	7,7	0,2
a lungo termine	5	4,2	4,4	2,6	0,8	-0,4	-2,5	5,5	8,1	8,7	9,4
Azioni e altre partecipazioni, escluse											
le quote di fondi comuni	28	4,7	4,4	3,0	2,7	2,4	2,3	2,5	2,0	2,2	2,5
<i>di cui:</i> azioni quotate	5	5,4	5,0	4,6	4,7	3,5	2,4	3,4	1,1	0,8	2,9
azioni non quotate e altri titoli di capitale	22	4,5	4,2	2,7	2,3	2,1	2,2	2,3	2,3	2,5	2,4
Quote di fondi comuni	5	-3,9	-1,0	2,2	0,2	-1,4	-2,1	-2,8	-3,4	-2,5	-4,5
Riserve tecniche di assicurazione	16	3,1	3,6	4,4	5,0	4,7	4,6	4,2	3,5	3,2	2,7
Altre attività finanziarie ²⁾	22	1,9	1,6	1,6	3,6	4,8	5,0	5,5	4,8	4,9	6,2
M3 ³⁾		3,6	1,8	-0,4	-0,1	0,3	1,1	1,7	2,2	2,0	2,9

Fonte: BCE.

1) Dati relativi alla fine dell'ultimo trimestre disponibile. Eventuali mancate quadrature nei totali sono dovute ad arrotondamenti.

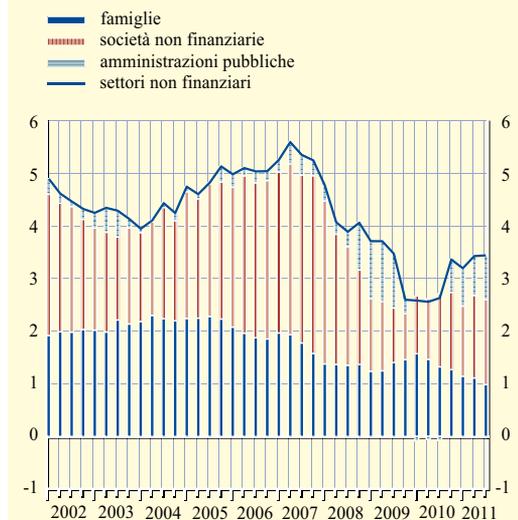
2) Le altre attività finanziarie comprendono i prestiti e altri conti attivi, che a loro volta includono i crediti al commercio concessi da società non finanziarie.

3) Dati di fine trimestre. L'aggregato monetario M3 comprende strumenti monetari detenuti dalle istituzioni diverse dalle IFM (ossia il settore non finanziario e gli intermediari finanziari non monetari) dell'area dell'euro presso le IFM e le amministrazioni centrali dell'area dell'euro.

ta sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari dei settori non finanziari sarebbe ancora a livelli prossimi al minimo registrato tra la fine del 2009 e gli inizi del 2010. I moderati andamenti del terzo trimestre celano differenti dinamiche dei singoli strumenti. In particolare, i contributi degli investimenti in azioni quotate e altri conti attivi (che includono il credito al commercio) sono aumentati rispetto al trimestre precedente. Per contro, gli apporti forniti dagli investimenti in circolante e depositi, riserve tecniche di assicurazione e quote di fondi comuni sono diminuiti o divenuti più negativi. Per la prima volta dalla fine del 2008, l'afflusso trimestrale osservato per gli strumenti emessi dalle IFM è stato superiore a quello degli investimenti in altri strumenti, a indicazione di una certa ricomposizione di portafoglio a favore delle passività bancarie. Tuttavia, le informazioni desunte dai dati di bilancio delle IFM suggeriscono che questa ricomposizione è stata temporanea ed è stata in parte invertita nel quarto trimestre.

Figura 17 Investimenti finanziari dei settori non finanziari

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



Fonte: BCE.

In un'ottica settoriale, il fatto che il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari complessivi dei settori non finanziari sia rimasto invariato nel terzo trimestre ha rispecchiato ulteriori lievi incrementi dei contributi delle società non finanziarie e delle amministrazioni pubbliche, che sono stati compensati da investimenti finanziari in qualche misura più contenuti da parte delle famiglie (cfr. figura 17). Il più lento accumulo di attività finanziarie da parte di quest'ultimo settore riflette la perdurante dismissione di quote di fondi comuni e il ridotto investimento in riserve tecniche di assicurazione nel contesto della stagnazione della crescita del reddito nominale disponibile e di un saggio di risparmio storicamente basso. Le informazioni derivanti dalle statistiche sui fondi d'investimento suggeriscono che le famiglie hanno ulteriormente ridotto le loro consistenze di quote di fondi comuni d'investimento verso la fine dell'anno, in particolare di fondi azionari e misti.

Il tasso annuo di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari del settore delle amministrazioni pubbliche si è rafforzato considerevolmente nel terzo trimestre da livelli che erano già elevati. L'accelerazione osservata sul periodo corrispondente ha rispecchiato la forte crescita degli altri conti attivi, che è stata in larga misura compensata da una considerevole riduzione dei depositi detenuti dalle amministrazioni pubbliche. L'aumento degli altri conti attivi nel terzo trimestre è stato probabilmente connesso ai precedenti arretrati fiscali registrati in bilancio. La crescita particolarmente vigorosa degli investimenti finanziari del settore delle amministrazioni pubbliche è principalmente attribuibile al perdurare dell'impatto dei trasferimenti di attività dalle IFM alle *bad bank* nel quarto trimestre del 2010.

L'accumulo leggermente più rapido di attività finanziarie da parte delle società non finanziarie nel terzo trimestre è imputabile soprattutto agli accresciuti acquisti di azioni quotate e a un aumento degli altri conti attivi. I primi sono stati potenzialmente connessi all'attività di fusioni e acquisizioni, mentre il secondo è stato riconducibile a un incremento del credito al commercio, che riflette

probabilmente il rinvio da parte sia delle aziende che degli enti del settore pubblico del pagamento per gli acquisti di beni e servizi nel contesto delle prevalenti condizioni di finanziamento inasprite e d'incertezza nonché l'ulteriore forte crescita delle esportazioni. Informazioni più dettagliate sugli andamenti dei flussi finanziari e sul bilancio dei settori privati non finanziari sono fornite nelle sezioni 2.6 e 2.7. Informazioni possono altresì essere trovate – per tutti i settori istituzionali - nel riquadro intitolato *I conti integrati dell'area dell'euro per il terzo trimestre del 2011* nel numero di febbraio 2012 di questo Bollettino.

INVESTITORI ISTITUZIONALI

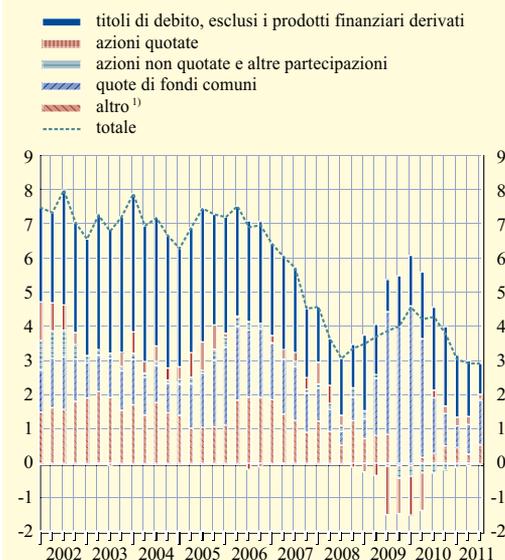
Il perdurante ritmo contenuto degli investimenti delle famiglie in riserve tecniche di assicurazione, principale determinante delle disponibilità che possono essere investite dalle società di assicurazione e dai fondi pensione, spiega perché il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari delle società di assicurazione e dei fondi è rimasto invariato al 2,9 per cento nel terzo trimestre del 2011, il trimestre più recente per il quale sono disponibili i dati sui conti integrati dell'area dell'euro (cfr. figura 18). Si tratta del tasso di crescita più basso dal 1999. Dal punto di vista degli strumenti, le quote di fondi comuni d'investimento sono diventate il contributo più significativo per il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari delle società di assicurazione e dei fondi pensione. Ciò ha rispecchiato la loro preferenza a investire i fondi – ottenuti da nuovi investimenti da parte delle famiglie in prodotti assicurativi e pensionistici, nonché dalla cessione di titoli di debito detenuti direttamente – in larga parte in fondi comuni, anziché direttamente in titoli. Nel contempo, le società di assicurazione e i fondi pensione hanno anche significativamente accresciuto le loro consistenze di banconote e monete e di depositi, riflettendo potenzialmente l'incerto contesto dei mercati finanziari.

L'afflusso annuale di quote e partecipazioni in fondi d'investimento (esclusi i fondi comuni monetari) è sceso a 43 miliardi di euro nel quarto trimestre del 2011, contro i 171 miliardi di euro del trimestre precedente. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente ha fatto registrare un ulteriore forte calo dal 3,0 allo 0,7 per cento. Gli afflussi annuali sono diminuiti per tutte e tre le tipologie di fondi d'investimento (fondi azionari, obbligazionari e misti) e il flusso annuale per i fondi azionari è diventato leggermente negativo (cfr. figura 19). Tali andamenti hanno riflesso una generale tendenza a evitare le attività più rischiose, nel contesto dell'accresciuta incertezza nell'attività economica e nei mercati finanziari e, in parte, lo spostamento di fondi al di fuori dell'area dell'euro nel quarto trimestre. Per contro, i fondi comuni monetari hanno beneficiato del contesto di incertezza prevalente sui mercati finanziari, riportando modesti afflussi nel quarto trimestre, poiché sono spesso utilizzati per il temporaneo collocamento di capitali disinvestiti da altre tipologie di fondi. Tali afflussi non sono tuttavia riusciti a compensare i deflussi osservati nei precedenti trimestri (che sono stati probabilmente connessi ai rendimenti relativamente limitati offerti da tali fondi). Di conseguenza, nel trimestre in esame hanno continuato a registrarsi deflussi sul periodo corrispondente di quote e partecipazioni in fondi del mercato monetario, sebbene decisamente minori rispetto al trimestre precedente.

Quanto all'analisi più specifica degli andamenti nel corso del quarto trimestre, quando si sono acuite ulteriormente le tensioni nei mercati del debito sovrano, in base a dati non stagionalizzati si è registrato un deflusso di 47 miliardi di euro relativamente a quote e partecipazioni in fondi di investimento (esclusi i fondi comuni monetari). Si è trattato del secondo deflusso trimestrale consecutivo, ma entrambi tali deflussi sono però stati decisamente inferiori a quelli registrati nel periodo successivo al fallimento di Lehman Brothers. Rimborsi netti sono stati osservati per tutti e tre i principali tipi di fondi d'investimento, concentrati soprattutto in ottobre e novembre. I maggiori deflussi hanno interessato i fondi azionari e i fondi misti, che hanno rappresentato circa due terzi dei deflussi totali durante il trimestre. Tuttavia, nel quarto trimestre vi è stato un incremento

Figura 18 Investimenti finanziari delle società di assicurazione e dei fondi pensione

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

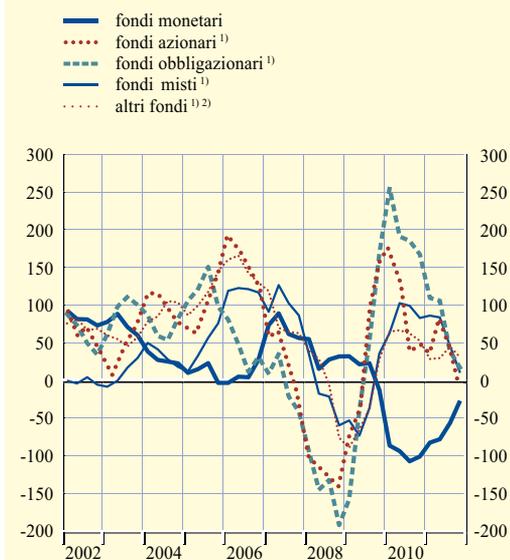


Fonte: BCE.

1) Comprende prestiti, depositi, riserve tecniche di assicurazione e altri conti attivi.

Figura 19 Flussi netti verso fondi monetari e d'investimento sul periodo corrispondente

(in miliardi di euro)



Fonti: BCE ed EFAMA.

1) Nel periodo precedente al 1° trimestre 2009 le stime dei flussi trimestrali sono ottenute dalle statistiche della BCE sui fondi di investimento non armonizzate, da elaborazioni della BCE basate su dati nazionali forniti dall'EFAMA e da stime della BCE.
2) Include fondi immobiliari, *hedge fund* e fondi non altrove classificati.

sul trimestre precedente del 4,5 per cento delle quote e partecipazioni in essere emesse da fondi d'investimento dell'area dell'euro diversi dai fondi del mercato monetario, malgrado gli ulteriori ingenti prelievi degli ultimi mesi. Ciò è riconducibile principalmente agli aumenti dei prezzi delle attività da fine novembre e, in minore misura, alla riclassificazione statistica di alcuni fondi del mercato monetario come i fondi obbligazionari in dicembre (con un importo interessato pari a oltre 100 miliardi di euro). Ai rimborsi netti subiti dai fondi di investimento è corrisposta dal lato delle attività del bilancio la cessione generalizzata di azioni e altri titoli di capitale, titoli diversi da azioni, quote di fondi di investimento nonché un calo delle consistenze di depositi.

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

I tassi di interesse del mercato monetario sono in generale diminuiti tra il 7 dicembre e il 7 marzo. Il calo registrato riflette la revisione al ribasso delle aspettative sui tassi di interesse nel breve periodo e la decisione assunta l'8 dicembre dal Consiglio direttivo di ridurre i tassi di interesse di riferimento della BCE di 25 punti base, in vigore a partire dall'operazione di rifinanziamento principale regolata il 14 dicembre. Dall'inizio dell'anno la volatilità dei tassi di interesse del mercato monetario è diminuita, con livelli del tasso Eonia stabili su valori bassi, riflettendo un ampio eccesso di liquidità.

I tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono diminuiti tra il 7 dicembre e il 7 marzo. In quest'ultima data i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si col-

Figura 20 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)

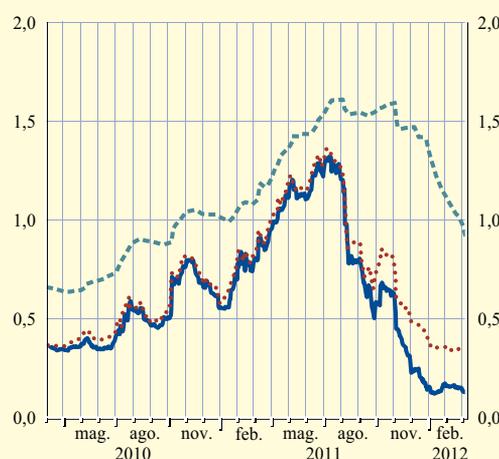


Fonti: BCE e Thomson Reuters.

Figura 21 Eurepo, Euribor e swap sul tasso di interesse overnight a tre mesi

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

- Eurepo a tre mesi
- ... swap sull'indice overnight a tre mesi
- - - Euribor a tre mesi



Fonti: BCE, Bloomberg e Thomson Reuters.

locavano rispettivamente allo 0,50, 0,91, 1,22 e 1,55 per cento, valori inferiori di 70, 56, 48 e 49 punti base rispetto a quelli osservati il 7 dicembre. 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 di 21 punti base nel periodo, portandosi a 105 punti base il 7 marzo (cfr. figura 20).

Dall'inizio dell'anno i tassi di interesse del mercato monetario sui depositi garantiti si sono stabilizzati su livelli molto bassi (cfr. figura 21). Il 7 marzo il tasso di interesse sugli *swap* a tre mesi sull'indice *overnight* si collocava allo 0,34 per cento, livello inferiore di circa 13 punti base rispetto al 7 dicembre. Il corrispondente tasso Euribor sui depositi privi di garanzia ha evidenziato una flessione ancora più marcata. Pertanto, il differenziale fra questi due tassi è sceso da 101 punti base il 7 dicembre a 57 punti base il 7 marzo.

Il 7 marzo i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a marzo, giugno e settembre si collocavano rispettivamente allo 0,83, 0,69 e 0,67 per cento, registrando un calo di 21, 28 e 29 punti base rispetto ai livelli osservati il 7 dicembre, in parte per effetto delle attese di una riduzione dei tassi di interesse di riferimento della BCE (cfr. figura 22). Negli ultimi tre mesi i valori di volatilità implicita a scadenze costanti di tre, sei, nove e dodici mesi, ricavati dai prezzi delle opzioni sui contratti *future* sull'Euribor a tre mesi, hanno tutti evidenziato una marcata diminuzione (cfr. figura 23).

Per quanto riguarda l'orizzonte *overnight*, l'Eonia è rimasto relativamente volatile fino alla prima settimana di gennaio, e si è in seguito stabilizzato. Per effetto delle rinnovate tensioni nei mercati finanziari, il ricorso delle banche alle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema è notevolmente

Figura 22 Tassi di interesse a tre mesi e tassi *future* nell'area dell'euro

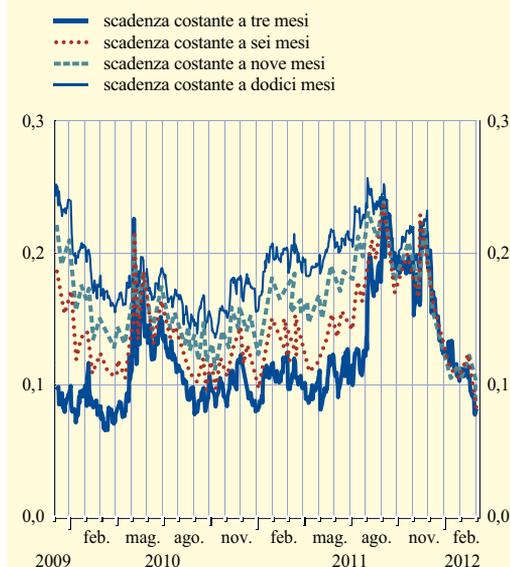
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonte: Thomson Reuters.
Nota: quotazioni Liffé dei contratti *future* a tre mesi con consegna alla fine del trimestre corrente e dei successivi tre trimestri.

Figura 23 Volatilità implicita a scadenze costanti derivata dalle opzioni sui contratti *future* sull'Euribor a tre mesi

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



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Nota: la misura della volatilità è ottenuta in due fasi. Innanzitutto, le volatilità implicite nelle opzioni sui contratti *future* sull'Euribor a tre mesi vengono convertite in termini di logaritmi di prezzi invece che di logaritmi dei rendimenti. Successivamente, le volatilità implicite così ottenute, che hanno data di scadenza costante, vengono trasformate in volatilità con termine di scadenza costante.

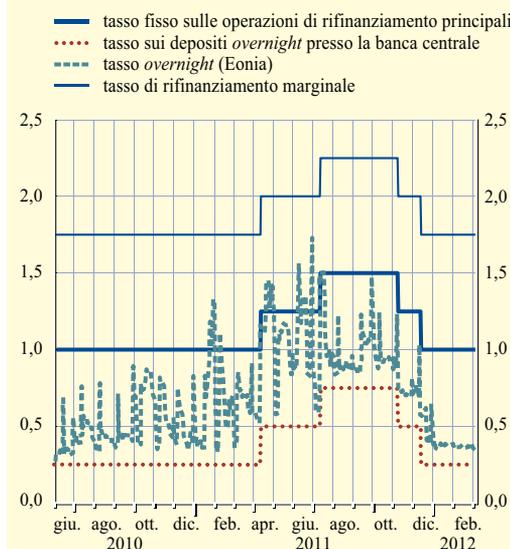
umentato nel periodo in esame. Di conseguenza, è aumentato l'ammontare della liquidità in eccesso nel sistema, come indica il consistente ricorso ai depositi presso la banca centrale. Il differenziale tra l'Eonia e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali, pertanto, è rimasto negativo nel periodo.

L'8 dicembre il Consiglio direttivo ha ridotto i tassi di interesse di riferimento della BCE di 25 punti base, portando il tasso sui depositi presso la banca centrale allo 0,25 per cento e quelli sulle operazioni di rifinanziamento principali e sulle operazioni di rifinanziamento marginale rispettivamente all'1,00 e all'1,75 per cento. L'Eonia ha rispecchiato tale riduzione e si è collocato allo 0,355 per cento il 7 marzo (cfr. figura 24).

Nel periodo in esame la BCE ha continuato a fornire sostegno ai mercati monetari attraverso operazioni di immissione di liquidità con sca-

Figura 24 Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse *overnight*

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



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

denze a una settimana, a un periodo di mantenimento e a tre mesi. Tutte queste operazioni sono state condotte mediante procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti. In considerazione delle tensioni nei mercati finanziari dell'area dell'euro, il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di abbassare il coefficiente di riserva obbligatoria dal 2 all'1 per cento e di fornire liquidità mediante due supplementari operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza approssimativa di tre anni, anch'esse condotte tramite asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi. La prima di queste due operazioni è stata condotta il 21 dicembre, la seconda il 29 febbraio (cfr. anche il riquadro 3).

Riquadro 3

L'IMPATTO DELLE DUE OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO A PIÙ LUNGO TERMINE CON SCADENZA A TRE ANNI

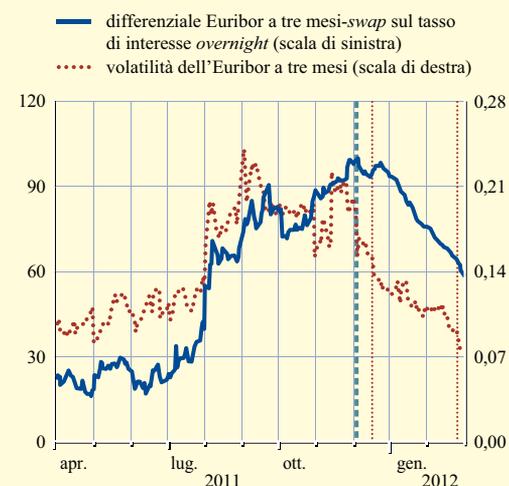
L'intensificarsi delle tensioni sui mercati del debito sovrano nella seconda metà del 2011 in presenza di livelli elevati di incertezza ha pregiudicato in maniera crescente l'accesso delle banche dell'area dell'euro ai finanziamenti di mercato. Ciò rischiava di provocare una riduzione dell'offerta di credito bancario alle famiglie e alle imprese non finanziarie dell'area. La figura A mostra l'aumento delle tensioni sui mercati monetari dell'area dell'euro a partire dal luglio 2011, come evidenziato dai livelli elevati della volatilità dei mercati monetari e dall'aumento dei premi per il rischio di credito.

Al fine di scongiurare la riduzione dell'offerta di credito e garantire che la politica monetaria della BCE continuasse a essere trasmessa efficacemente all'economia reale, salvaguardando così la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro, l'8 dicembre 2011 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di intraprendere ulteriori misure non convenzionali di politica monetaria. Nello specifico, il pacchetto di misure concordato comprendeva due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con una scadenza di tre anni e l'opzione di rimborso anticipato.

La prima operazione di questo tipo, effettuata il 21 dicembre 2011, ha permesso di fornire 489,2 miliardi di euro a 523 enti creditizi. Tale importo comprendeva 45,7 miliardi di euro trasferiti dalla ORLT a dodici mesi aggiudicata nell'ottobre 2011, per un'immissione netta di liquidità pari a 210,0 miliardi di euro. La seconda operazione è stata condotta il 29 febbraio 2012 e ha visto l'aggiudicazione di 529,5 miliardi di euro a 800 enti creditizi, in aggiunta ai 6,5 miliardi forniti nella normale ORLT a tre mesi effettuata lo stesso giorno. Se si tiene conto dei 29,5 miliardi di euro aggiudicati nell'operazione di rifinanziamento principale settimanale, l'Eurosistema ha fornito mediante queste operazioni di immissione di liquidità un

Figura A Differenziali di interesse e volatilità del mercato monetario dell'area dell'euro

(punti base; valori percentuali)



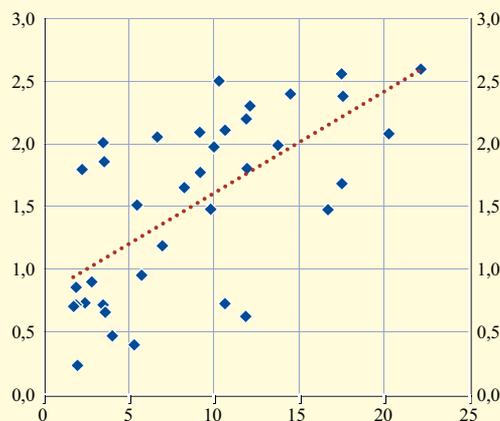
Fonti: BCE, Bloomberg e Thomson Reuters.
 Nota: la linea verticale azzurra indica l'8 dicembre 2011, giorno dell'annuncio delle due ORLT a tre anni. Le due linee verticali rosse indicano il 21 dicembre 2011 e il 29 febbraio 2012, giorni in cui sono state aggiudicate rispettivamente la prima e la seconda ORLT a tre anni.

Figura B Premi al rischio e comportamento in asta delle banche (per banche con accesso al mercato nel 2011)

(valori percentuali)

asse delle y: differenziali di rendimento sui tassi *mid-swap* all'emissione per il debito a lungo termine nel 2011

asse delle x: importi richiesti in entrambe le ORLT a tre anni in percentuale delle attività totali



Fonti: BCE, Fitch Ratings e DCM Dealogic.

Figura C Differenziali sui CDS per le società finanziarie e non finanziarie

(punti base)

— indice iTraxx europeo dei differenziali sui CDS di società non finanziarie

..... indice iTraxx europeo dei differenziali sui CDS della *tranche senior* delle società finanziarie



Fonti: JP Morgan ed elaborazioni della BCE.

Nota: la linea verticale azzurra indica l'8 dicembre 2011, giorno dell'annuncio delle due ORLT a tre anni. Le due linee verticali rosse indicano il 21 dicembre 2011 e il 29 febbraio 2012, giorni in cui sono state aggiudicate rispettivamente la prima e la seconda ORLT a tre anni. I differenziali sui CDS si riferiscono ai titoli a 5 anni *on the run*.

importo complessivo di 565,5 miliardi di euro, che va considerato nel contesto delle operazioni giunte a scadenza in quella settimana, per un valore totale di 254,9 miliardi.

L'analisi, integrata dalle informazioni aneddotiche fornite dalle banche, fa ritenere che le considerazioni di provvista abbiano avuto un ruolo importante nel comportamento delle banche nelle aste delle ORLT a tre anni¹⁾. La figura B evidenzia la presenza di una relazione positiva fra i differenziali di rendimento all'emissione delle obbligazioni bancarie (sia garantite sia non garantite) e gli importi richiesti dalle banche in entrambe le ORLT a tre anni, in percentuale delle loro attività totali. Tuttavia, un numero considerevole di banche partecipanti alle ORLT a tre anni non hanno collocato alcun titolo di debito nel 2011. Come indicato dalla figura, anche le banche che erano state in grado di ottenere fondi a più lungo termine nel mercato obbligazionario avrebbero potuto avere un forte incentivo a prendere a prestito fondi dall'Eurosistema, considerati i minori costi di quest'opzione. Al tempo stesso, le condizioni di finanziamento offerte dall'Eurosistema accrescevano l'attrattiva delle opportunità di investimento e di prestito delle banche. Ciò conforta l'opinione del Consiglio direttivo, in base alla quale queste misure contribuiranno a rimuovere gli impedimenti che ostacolano l'accesso ai finanziamenti da parte dell'economia reale.

1) Per un'analisi della prima operazione, cfr. il riquadro 4 dal titolo *L'impatto della prima operazione di rifinanziamento a più lungo termine a tre anni*, nel numero di gennaio 2012 di questo Bollettino.

Migliorando le condizioni di finanziamento per le banche, la BCE ha verosimilmente evitato il processo disordinato di ridimensionamento degli attivi bancari, che avrebbe messo sotto pressione alcuni settori del mercato finanziario. Le ORLT a tre anni potrebbero inoltre aver contribuito a contenere gli effetti di contagio della crisi del debito sovrano per i mercati del credito e quelli finanziari più in generale. In aggiunta, è probabile che abbiano migliorato il clima di fiducia del mercato per un'ampia gamma di attività e concorso alla graduale riapertura di alcuni segmenti del mercato. La figura C evidenzia il generale restringimento dei premi per il rischio di credito nei mercati del debito, misurati dai differenziali sui *credit default swap* (CDS) dopo le ORLT. Tuttavia il fenomeno va considerato anche alla luce del risanamento dei conti pubblici in atto nell'area dell'euro e dei recenti segnali di stabilizzazione economica.

Potrebbero occorrere vari mesi prima che l'impatto di sostegno al credito bancario alle famiglie e alle imprese non finanziarie diventi pienamente visibile nei dati monetari. È pertanto possibile che la crescita della moneta e del credito rimanga contenuta per qualche tempo, prima di rafforzarsi per l'effetto delle ORLT a tre anni (sebbene i dati recenti sull'espansione della moneta e del credito debbano essere considerati anche nell'odierno contesto di modesta attività economica).

La BCE dispone di tutti i mezzi necessari a garantire che la conduzione della sua politica monetaria consegua la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro. In aggiunta, al fine di gestire le implicazioni, in termini di rischio, della corrispondente espansione del proprio bilancio, l'Eurosistema rivede continuamente i criteri di stanziabilità delle garanzie e il proprio sistema di controllo dei rischi. L'applicazione di misure prudenti di controllo dei rischi, come gli scarti di garanzia, in tutte le operazioni di politica monetaria assicura inoltre che la posizione finanziaria dell'Eurosistema rimanga solida.

La BCE ha inoltre effettuato settimanalmente operazioni di assorbimento della liquidità a una settimana con procedura d'asta a tasso variabile e tassi massimi di offerta pari all'1 per cento nel dodicesimo periodo di mantenimento del 2011 e nel primo e secondo periodo di mantenimento del 2012. Mediante queste operazioni la BCE ha offerto di assorbire un importo pari, al massimo, al valore degli acquisti effettuati nell'ambito del Programma per i mercati dei titoli finanziari, che il 7 marzo ammontava a 217,8 miliardi di euro.

Il periodo in rassegna è stato caratterizzato da elevati livelli di liquidità in eccesso, con un ricorso medio giornaliero ai depositi presso la banca centrale nei tre periodi di mantenimento delle riserve in esame (il dodicesimo del 2011 e il primo e il secondo del 2012) pari a 462 miliardi di euro. A titolo di confronto, il ricorso giornaliero medio ai depositi presso la banca centrale è ammontato a 204 miliardi di euro nei tre periodi di mantenimento precedenti (cfr. anche il riquadro 4).

Riquadro 4

CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ E OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA NEL PERIODO DAL 9 NOVEMBRE 2011 AL 14 FEBBRAIO 2012

Questo riquadro descrive le operazioni di mercato aperto della BCE durante i periodi di mantenimento della riserva terminati rispettivamente il 13 dicembre 2011, il 17 gennaio e il 14 febbraio 2012. Durante questo arco di tempo tutte le operazioni di rifinanziamento in euro hanno continuato a essere condotte mediante procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione degli importi.

L'8 dicembre 2011 il Consiglio direttivo ha deciso degli interventi di maggiore sostegno al credito per supportare l'attività di prestito delle banche e la liquidità nel mercato monetario dell'area dell'euro. In particolare, ha deciso di:

- condurre due operazioni supplementari di rifinanziamento a più lungo termine finalizzate all'immissione di liquidità con una scadenza di circa tre anni e l'opzione di rimborso anticipato dopo un anno - la prima operazione di tale tipo è stata aggiudicata il 21 dicembre 2011 (sostituendo l'operazione di rifinanziamento a più lungo termine a tredici mesi la cui aggiudicazione era prevista in tale data e che era stata annunciata il 6 ottobre 2011) e la seconda operazione è stata aggiudicata il 29 febbraio 2012;
- ridurre il coefficiente di riserva obbligatoria dal 2 all'1 per cento a decorrere dal periodo di mantenimento avente inizio il 18 gennaio 2012;
- sospendere le operazioni di regolazione puntuale (*fine tuning*) svolte alla fine di ciascun periodo di mantenimento a decorrere dal periodo di mantenimento avente inizio il 14 dicembre; e
- prendere misure per accrescere la disponibilità delle garanzie.

In aggiunta, in vista delle date di scadenza di altre operazioni prossime all'inizio delle due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a tre anni, il Consiglio direttivo ha deciso di condurre due operazioni di regolazione puntuale di immissione di liquidità a un giorno il 20 dicembre 2011 e il 28 febbraio 2012.

Infine, durante il periodo in rassegna, i tassi d'interesse di riferimento della BCE sono stati ridotti di 25 punti base in due occasioni a seguito delle decisioni del Consiglio direttivo.

Fabbisogno di liquidità del sistema bancario

Nel periodo in esame il fabbisogno giornaliero di liquidità aggregato del sistema bancario, definito come la somma di fattori autonomi, riserva obbligatoria e riserve in eccesso (ossia i depositi in conto corrente che eccedono la riserva obbligatoria), è stato pari in media a 433,5 miliardi di euro, un livello inferiore di 18,9 miliardi rispetto alla media giornaliera dei tre periodi di mantenimento precedenti (compresi fra il 10 agosto e l'8 novembre 2011).

Tale andamento è principalmente riconducibile alla riduzione della riserva obbligatoria. Fino al 17 gennaio 2012 il livello giornaliero della riserva obbligatoria è stato pari a 207,0 miliardi di euro. Nell'ultimo periodo di mantenimento in esame, il livello giornaliero del-

Figura A Riserve bancarie detenute in conto corrente eccedenti l'importo minimo obbligatorio

(miliardi di euro; livelli medi in ciascun periodo di mantenimento)



Fonte: BCE.

la riserva obbligatoria è diminuito a 103,3 miliardi di euro, rispecchiando la suddetta decisione di ridurre il coefficiente di riserva dal 2 all'1 per cento. Durante il periodo in esame, il valore medio dei fattori autonomi è aumentato di 5,1 miliardi a 251,0 miliardi di euro. Inoltre, l'ecceденza giornaliera media delle riserve è ammontata in media a 4,8 miliardi di euro, in aumento rispetto al livello di 2,5 miliardi di euro registrato nei tre periodi di mantenimento precedenti (cfr. figura A) ¹⁾.

Offerta di liquidità

Nei tre periodi di mantenimento in rassegna la liquidità complessiva offerta tramite operazioni di mercato aperto è stata pari in media a 802,0 miliardi di euro, in rialzo di 186,7 miliardi di euro rispetto ai tre periodi di mantenimento precedenti. Di questi, 530,3 miliardi di euro in media sono stati forniti dalle operazioni d'asta ²⁾ (121,8 miliardi di euro in più rispetto al periodo di mantenimento precedente, soprattutto per effetto dell'aumento della liquidità fornita tramite operazioni di rifinanziamento a più lungo termine).

Rispetto ai tre periodi di mantenimento precedenti, la liquidità media fornita da operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento e dalle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a tre mesi è diminuita di 18,4 miliardi di euro a 104,2 miliardi, mentre la liquidità media offerta tramite operazioni di rifinanziamento principali a una settimana è aumentata di 8,3 miliardi di euro. Durante il periodo in esame era in essere solo un'operazione di rifinanziamento a più lungo termine a dodici mesi (11,2 miliardi di euro). Infine, una significativa somma di 489,2 miliardi di euro è stata fornita tramite l'operazione di rifinanziamento a più lungo termine a tre anni che è stata regolata il 22 dicembre 2011 (cfr. tavola).

I due Programmi per l'acquisto di obbligazioni garantite (*Covered bond purchase programme*, CBPP e CBPP2) e il Programma per i mercati dei titoli finanziari (*Securities Markets Programme*, SMP) hanno apportato complessivamente una media di 271,7 miliardi di euro di liquidità nei tre periodi di mantenimento in rassegna, contro una media di 206,7 miliardi nei tre periodi di mantenimento precedenti.

Operazioni di immissione di liquidità dal 9 novembre 2011 al 14 febbraio 2012

Operazioni di immissione di liquidità	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a 3 mesi	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a 6 mesi	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a 1 anno	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a 3 anni
Media giornaliera (miliardi di euro)	179,9	45,6	157,4	49,4	11,2	489,2

Fonte: BCE.

- 1) Per ulteriori informazioni sui fattori che influenzano le riserve in eccesso, cfr. il riquadro *Le riserve in eccesso e l'attuazione della politica monetaria della BCE* nel numero di ottobre 2005 di questo Bollettino.
- 2) Le operazioni d'asta comprendono le operazioni di rifinanziamento principali, le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine e le operazioni di regolazione puntuale (*fine tuning*); queste ultime possono essere operazioni di immissione, ovvero di assorbimento di liquidità.

La liquidità fornita tramite il CBPP, per il quale gli acquisti sono terminati il 30 giugno 2010, ammontava a 57,6 miliardi di euro il 14 febbraio 2012, segnando una diminuzione marginale dai 59,4 miliardi dei tre periodi precedenti, a causa degli importi in scadenza. Il 14 febbraio 2012 gli acquisti regolati nell'ambito del CBPP2 hanno raggiunto un livello di 5,8 miliardi di euro, mentre il valore netto degli acquisti regolati nel quadro dell'SMP era pari a 219,3 miliardi di euro, contro i 185,3 miliardi di euro dell'8 novembre 2011. Nel contempo, le operazioni settimanali hanno neutralizzato tutta la liquidità fornita mediante l'SMP, ritirando in media dalla circolazione 206,7 miliardi di euro nel periodo in esame.

In linea con la suddetta decisione di sospendere le operazioni di regolazione puntuale (*fine tuning*) della fine del periodo di mantenimento, l'ultima operazione di tale tipo si è tenuta il 13 dicembre 2011. Questa operazione ha assorbito un importo di 258,0 miliardi di euro (cfr. figura B). In aggiunta, come sopra menzionato, un'operazione di regolazione puntuale di immissione di liquidità a un giorno è stata condotta il 20 dicembre 2011, fornendo 141,9 miliardi di euro.

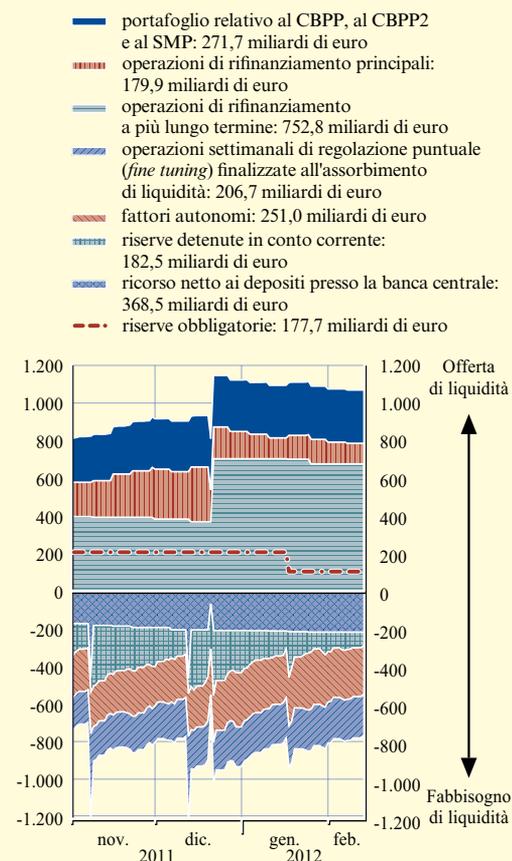
Ricorso alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti

Nel complesso, l'aumento dell'offerta di liquidità, combinato alla diminuzione marginale del fabbisogno di liquidità, ha implicato un incremento dell'eccesso di liquidità medio a 373,4 miliardi di euro nel periodo in esame (contro 164,3 miliardi nei tre periodi di mantenimento precedenti). Il ricorso alle operazioni di rifinanziamento marginale è cresciuto in media da 1,4 miliardi di euro nei tre periodi di mantenimento precedenti a 4,4 miliardi di euro nel periodo in esame. Tale aumento è stato più pronunciato nel secondo dei tre periodi di mantenimento considerati (collocandosi in media a 6,0 miliardi di euro). Nel contempo, in linea con le condizioni di ampia liquidità prevalenti, il ricorso medio ai depositi presso la banca centrale è aumentato a 372,9 miliardi di euro, in rialzo dai 161,7 miliardi del periodo precedente. Il ricorso netto medio³⁾ ai depositi presso la banca centrale è stato pari a 368,5 miliardi di euro. L'incremento è stato particolarmente elevato nell'ultimo dei periodi di mantenimento considerati.

3) Il ricorso netto ai depositi presso la banca centrale corrisponde alla differenza fra il ricorso alle operazioni di deposito e quello alle operazioni di rifinanziamento marginale sul periodo, fine settimana inclusi.

Figura B Fabbisogno di liquidità del sistema bancario e offerta di liquidità

(miliardi di euro; in corrispondenza di ciascuna voce sono riportate le medie giornaliere per l'intero periodo)



Fonte: BCE.

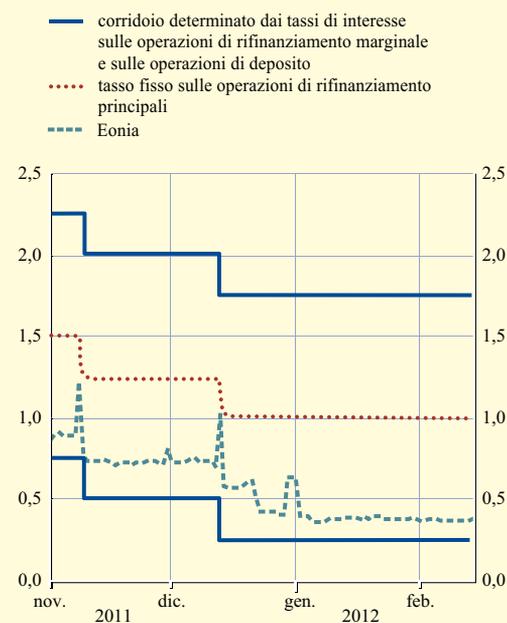
Tassi di interesse

Nel periodo in esame i tassi sulle operazioni di rifinanziamento principali, sui depositi presso la banca centrale e sulle operazioni di rifinanziamento marginale sono stati ridotti di 25 punti base ciascuno il 9 novembre 2011 e di ulteriori 25 punti base il 14 dicembre 2011. Il periodo in esame è terminato con i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso le banche centrali rispettivamente all'1, all'1,75 e allo 0,25 per cento.

A fronte del permanere di un'abbondante liquidità nel periodo in esame, l'Eonia e altri tassi del mercato monetario a brevissimo termine si sono mantenuti sostanzialmente stabili e nettamente al di sotto del tasso di rifinanziamento principale (cfr. figura C). L'Eonia è stato pari in media allo 0,53 per cento nel periodo in esame, fluttuando in un intervallo compreso tra lo 0,35 e l'1,01 per cento.

Figura C L'Eonia e i tassi di interesse della BCE

(tassi di interesse giornalieri in percentuale)



Fonte: BCE.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

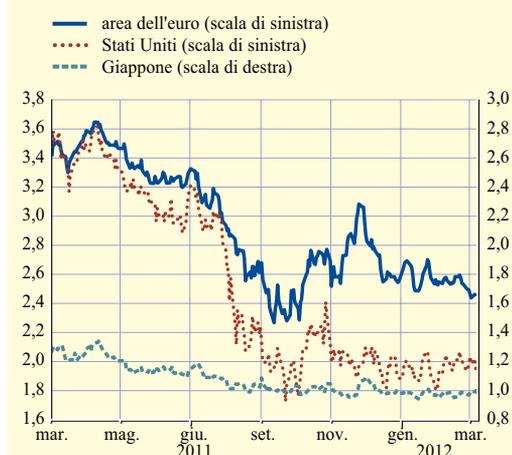
Tra la fine di novembre e gli inizi di marzo i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con rating AAA sono diminuiti in misura notevole, mentre quelli sui titoli statunitensi corrispondenti hanno evidenziato un calo più moderato. L'andamento dei mercati dei titoli di Stato in questo periodo rifletterebbe una serie di fattori. Nell'area dell'euro, i rendimenti obbligazionari si sono ridotti sullo sfondo dei positivi sviluppi di policy verso la risoluzione della crisi del debito sovrano. Notizie economiche e finanziarie contrastanti, tra cui i declassamenti del merito di credito di varie obbligazioni sovrane dell'area dell'euro, non avrebbero avuto significative ricadute negative sul clima di fiducia dei mercati. Negli Stati Uniti, il clima di mercato positivo è imputabile alla diffusione di dati macroeconomici generalmente migliori delle attese. L'incertezza sulla futura evoluzione dei mercati obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita di questi ultimi, ha evidenziato una notevole moderazione nel periodo in rassegna, soprattutto nell'area dell'euro. Gli indicatori di mercato suggeriscono che le aspettative di inflazione rimangono pienamente coerenti con la stabilità dei prezzi.

Tra la fine di novembre 2011 e il 7 marzo 2012 i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con rating AAA sono diminuiti di 50 punti base, portandosi al 2,5 per cento alla fine del periodo. Il calo è stato generalizzato tra le obbligazioni sovrane dell'area dell'euro con rating AAA. Nello stesso periodo i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine negli Stati Uniti sono lievemente diminuiti, di 9 punti base, collocandosi il 7 marzo al 2,0 per cento (cfr. figura 25). Il differenziale fra i tassi di interesse nominali sui titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro e quelli degli Stati Uniti si è quindi ridotto di 41 punti base nel periodo in esame. In Giappone, i rendimenti sui titoli di Stato decennali sono scesi nello stesso periodo di 9 punti base, portandosi all'1,0 per cento il 7 marzo.

L'andamento dei mercati dei titoli di Stato in questo periodo sembra rispecchiare una serie di fattori. Negli Stati Uniti, il clima di mercato positivo è riconducibile alla diffusione di dati macroeconomici generalmente migliori delle attese. Tuttavia, l'annuncio di fine gennaio del Federal Open Market Committee (FOMC) sul fatto che le condizioni economiche avrebbero probabilmente giustificato livelli eccezionalmente bassi dei tassi sui Federal Fund almeno fino all'ultima parte del 2014 potrebbe aver frenato la pressione al rialzo sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine. Nell'area dell'euro, notizie economiche e finanziarie contrastanti, tra cui il declassamento del merito di credito di varie obbligazioni sovrane dell'area, non sembrano aver intaccato in misura sensibile il clima di fiducia dei mercati obbligazionari. Durante il periodo in rassegna i mercati obbligazionari in euro si sarebbero piuttosto concentrati su quelli che sono stati percepiti come sviluppi positivi di policy verso la risoluzione della crisi del debito sovrano. Le decisioni assunte con la riunione dei capi di Stato o di governo dei paesi dell'area dell'euro il 30 gennaio sembrano essere state utili in questo, anche per quanto concerne l'istituzione di un "patto di bilancio" (*fiscal compact*), l'anticipa-

Figura 25 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

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



Fonti: EuroMTS, BCE, Bloomberg e Thomson Reuters.
Nota: i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine si riferiscono a titoli a dieci anni o alla scadenza disponibile più vicina a dieci anni. Per l'area dell'euro sono considerati soltanto i titoli di Stato con rating AAA. Per maggiori informazioni, cfr. il sito Internet <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>.

zione del meccanismo permanente di gestione delle crisi per l'area dell'euro e l'accordo su un nuovo programma multilaterale di aggiustamento strutturale per la Grecia, che prevede la ristrutturazione del debito sovrano. Nel periodo in rassegna la fiducia dei mercati obbligazionari nell'area dell'euro sarebbe stata favorita anche dalle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a tre anni condotte dall'Eurosistema a dicembre 2011 e a febbraio 2012.

In seguito agli andamenti appena descritti, l'incertezza degli investitori circa l'evoluzione dei mercati obbligazionari nel breve periodo, misurata dalla volatilità implicita nel prezzo delle opzioni, si è considerevolmente ridotta nel periodo in rassegna. Questo vale in particolare per l'area dell'euro, dove tale variabile è scesa del 40 per cento circa nel periodo compreso tra fine novembre e i primi di marzo, portandosi così sui livelli più bassi osservati dalla metà del 2011.

Nel periodo in esame i differenziali di rendimento fra i titoli sovrani dell'area dell'euro e quelli tedeschi hanno registrato risultati alterni. Ciò è in parte riconducibile al fatto che la domanda di attività "rifugio" (approssimata dagli elevati premi di liquidità sui titoli di Stato tedeschi rispetto a quelli delle obbligazioni delle agenzie) è rimasta sostenuta, esercitando così una significativa pressione al ribasso sui rendimenti delle obbligazioni sovrane tedesche (cfr. anche il riquadro 5). L'andamento dei differenziali di rendimento di altre emissioni sovrane con *rating* AAA rispetto alla Germania è stato contrastante. I differenziali di rendimento delle emissioni sovrane non aventi *rating* AAA rispetto alla Germania hanno mostrato un profilo più netto, tendendo a restringersi per la maggior parte dei paesi, ad eccezione della Grecia. Durante il periodo in rassegna, per varie obbligazioni sovrane il merito di credito percepito è stato declassato da una o più delle tre principali agenzie di *rating*. Degna di nota, a tale riguardo, è la perdita da parte della Francia e dell'Austria di *rating* AAA secondo Standard & Poor's (S&P) e il fatto che, dopo il declassamento da parte di S&P in gennaio, tutte e tre le principali agenzie di *rating* attribuiscono ora al debito sovrano del Portogallo un *rating* inferiore all'*investment grade*. L'offerta di scambio delle obbligazioni pianificata dalla Grecia, finalizzata a ridurre l'onere del debito sovrano, ha parimenti dato luogo a declassamenti delle obbligazioni sovrane greche da parte delle tre principali agenzie di *rating*. Tuttavia, ad eccezione della Grecia, le diverse variazioni dei *rating* non sembrano aver avuto un marcato effetto al rialzo sui differenziali di rendimento delle obbligazioni sovrane. Tra i paesi dell'area dell'euro, infatti, l'Italia ha riportato il maggiore restringimento dei differenziali di rendimento sulle obbligazioni sovrane (-166 punti base) nonostante il suo declassamento da parte delle tre principali agenzie di *rating*. Il Portogallo ha riportato un ampliamento del differenziale di rendimento sulle sue obbligazioni sovrane dopo l'intervento di Standard & Poor's che, unitamente agli effetti negativi di contagio dalla Grecia, ha spinto i rendimenti sui titoli di Stato ai massimi storici a fine gennaio 2012. Tuttavia, la maggior parte di questo innalzamento ha subito in seguito un'inversione e il 7 marzo i differenziali di rendimento delle obbligazioni sovrane portoghesi rispetto alla Germania erano solo marginalmente superiori a quelli di fine novembre 2011. Inoltre, informazioni aneddotiche provenienti dai mercati suggeriscono che la domanda di obbligazioni sovrane di alcuni paesi dell'area dell'euro è stata vigorosa in previsione della seconda operazione di rifinanziamento a più lungo termine a tre anni condotta dall'Eurosistema, che ha anch'essa contribuito agli andamenti favorevoli nei mercati obbligazionari dei paesi interessati.

Riquadro 5

ANDAMENTI NELL'EMISSIONE E NEI DIFFERENZIALI DI RENDIMENTO DEI TITOLI DI DEBITO DEI PAESI DELL'AREA DELL'EURO

Questo riquadro passa brevemente in rassegna gli andamenti dell'emissione di titoli di debito da parte dei paesi dell'area dell'euro e dei relativi differenziali di rendimento nel 2011. Il tasso di

Tavola A Tassi di crescita annui dei titoli di debito emessi dai governi dell'area dell'euro

(valori percentuali; fine periodo)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Totale amministrazioni pubbliche	2,5	2,8	8,1	11,1	7,5	5,4
<i>A lungo termine</i>	3,4	2,3	3,7	9,7	10,4	7,3
A tasso fisso	3,4	2,0	3,5	9,7	9,7	6,4
A tasso variabile	3,4	5,4	5,1	6,4	17,8	17,7
<i>A breve termine</i>	-8,8	9,6	61,9	23,0	-11,1	-9,1

Fonte: BCE.

crescita annua delle consistenze in essere di titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro è diminuito al 5,4 per cento nel 2011, dal 7,5 e 11,1 per cento registrati rispettivamente nel 2010 e nel 2009 (cfr. tavola A). Questo calo rispecchia le iniziative di risanamento in atto nell'area e le limitate emissioni a lungo termine da parte dei paesi soggetti ai programmi di aggiustamento dell'UE/FMI. Da un esame della composizione delle emissioni nel 2011 emerge che il tasso di variazione dei titoli di debito pubblici a breve termine è rimasto negativo, collocandosi al -9,1 per cento, a fronte del -11,1 e del 23,0 per cento rispettivamente nel 2010 e nel 2009. I titoli a lungo termine, per contro, hanno continuato a evidenziare un tasso di crescita elevato nel comparto dei titoli a tasso variabile, pari al 17,7 per cento nel 2011, dovuto soprattutto ai particolari andamenti in Germania.

I governi dell'area dell'euro hanno dovuto far fronte a sfide senza precedenti nel 2011, e i tre paesi sottoposti ai programmi di aggiustamento dell'UE/FMI hanno avuto scarso accesso al mercato finanziario. Malgrado le difficili condizioni di mercato, gran parte dei paesi dell'area è stata in grado di collocare titoli a lungo termine senza risentire di pressioni per un aumento del ricorso alla raccolta a breve. Le emissioni di titoli a lunga scadenza, tuttavia, sono avvenute a condizioni assai diverse a seconda del paese. La quota di titoli a tasso fisso è rimasta sostanzialmente invariata, al 79,0 per cento a fine 2011. La quota di titoli a breve termine è diminuita, situandosi al 10,4 per cento a fine 2011 (cfr. tavola B). Durante la crisi i governi si sono adoperati in misura maggiore per ridurre i rischi di rifinanziamento, allungando la scadenza delle nuove emissioni e limitando il ricorso al debito a breve termine.

I rimborsi di debito a medio e a lungo termine sono rimasti piuttosto contenuti e stabili dall'inizio della crisi (cfr. figura A). In prospettiva, nel 2012 i rimborsi sono destinati ad aumentare nell'area dell'euro e in gran parte dei paesi sviluppati. Il livello elevato dell'attività di emissione osservato a partire dal 2008 dovrebbe proseguire, considerato l'aumento dell'onere di rifinanziamento del

Tavola B Struttura delle consistenze in essere dei titoli di debito emessi dai governi dell'area dell'euro

(percentuali sul totale dei titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche; fine periodo)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<i>A lungo termine</i>	92,9	92,5	88,8	87,3	88,0	89,6
A tasso fisso	83,9	83,2	79,7	78,3	78,2	79,0
A tasso variabile	8,0	8,2	8,1	7,8	8,5	9,5
<i>A breve termine</i>	7,1	7,5	11,2	12,7	12,0	10,4
Totale amministrazioni pubbliche, in miliardi di euro	4.710,7	4.841,8	5.266,2	5.887,1	6.485,5	6.840,6

Fonte: BCE.

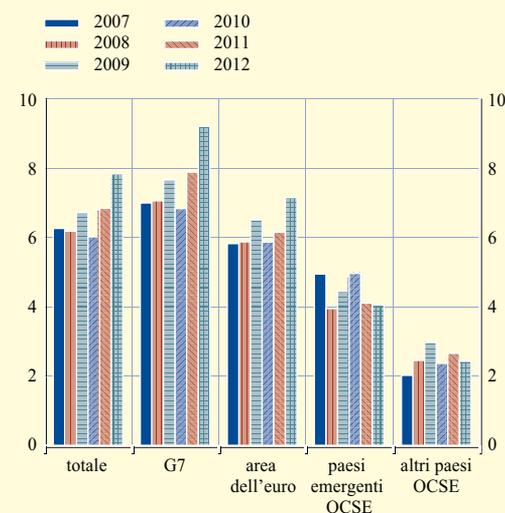
debito in scadenza, unitamente al persistere dei disavanzi. Di conseguenza, è importante che i governi continuino ad adoperarsi per ridurre i rischi di finanziamento e si attengano alle loro strategie di risanamento al fine di correggere in modo duraturo i disavanzi eccessivi e ripristinare il clima di fiducia del mercato finanziario.

I differenziali tra i rendimenti dei titoli pubblici a lungo termine dei paesi dell'area e quelli dei corrispondenti titoli tedeschi si sono significativamente ampliati nel 2011. Ciò emerge dalla figura B, che riporta i differenziali di rendimento rispetto alla Germania. Tali differenziali hanno toccato un massimo nel novembre 2011, per poi ridursi per gran parte dei paesi. I differenziali di alcuni paesi, tuttavia, restano elevati, a indicare la protratta presenza di rischi e incertezze.

Le differenze di rendimento fra i titoli pubblici dei vari paesi dell'area dell'euro riflettono in ultima istanza i diversi premi per il rischio di credito e di liquidità. I titoli tedeschi sono generalmente considerati essere i più liquidi fra i titoli di Stato dell'area dell'euro. Essi attraggono pertanto una domanda considerevole da parte degli investitori alla ricerca di attività liquide di qualità elevata nei periodi di accresciuta incertezza e di tensioni di mercato. Ciò contribuisce a spiegare perché i differenziali sul debito sovrano rispetto alla Germania si siano ampliati anche per i paesi che si

Figura A Rimborsi di debito a medio e a lungo termine delle amministrazioni centrali

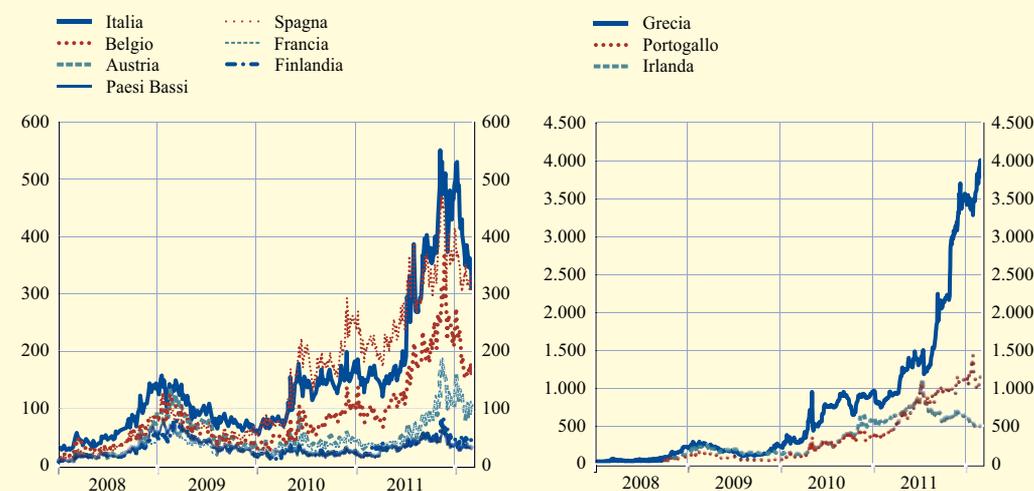
(percentuali del PIL)



Fonte: *Sovereign Borrowing Outlook* dell'OCSE per il 2012.
Nota: in base alle indagini presso i gestori del debito delle amministrazioni centrali.

Figura B Differenziali di rendimento rispetto ai titoli di Stato tedeschi

(dati giornalieri; punti base)



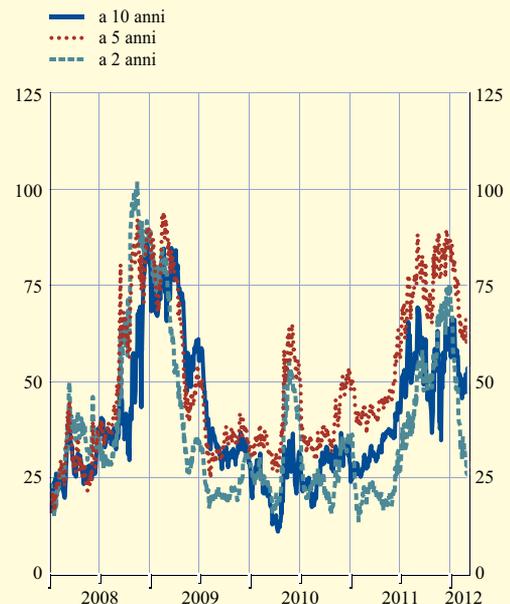
Fonti: Bloomberg, Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati si riferiscono ai titoli di Stato con scadenza a dieci anni.

ritiene abbiano fondamentali di bilancio simili a quelli tedeschi. Tale fattore è confermato anche dal sostanziale aumento dei premi di liquidità, i quali fanno sì che i rendimenti dei titoli pubblici della Germania siano inferiori a quelli delle emissioni assistite da garanzia del governo tedesco (cfr. figura C). A partire dagli inizi del 2012 i premi di liquidità hanno cominciato a calare nel contesto di minori tensioni di mercato.

In sintesi, i differenziali di rendimento rispetto ai titoli tedeschi, pur essendo di recente calati, restano elevati per alcuni paesi, segnalando il permanere di rischi e di incertezza nel mercato. Le emissioni di titoli di Stato nell'area sono andate aumentando dallo scoppio della crisi finanziaria, specie nel comparto a breve termine. Negli ultimi due anni i governi hanno iniziato a sostituire il debito a breve con debito a lungo termine. Ciò nonostante, il rischio associato al rifinanziamento del debito resta elevato, per cui è importante che i paesi continuino ad attenersi alle rispettive strategie di risanamento al fine di correggere in maniera risoluta i disavanzi eccessivi e ripristinare il clima di fiducia nel mercato finanziario.

Figura C Premi di liquidità per i titoli di Stato tedeschi

(dati giornalieri; punti base)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

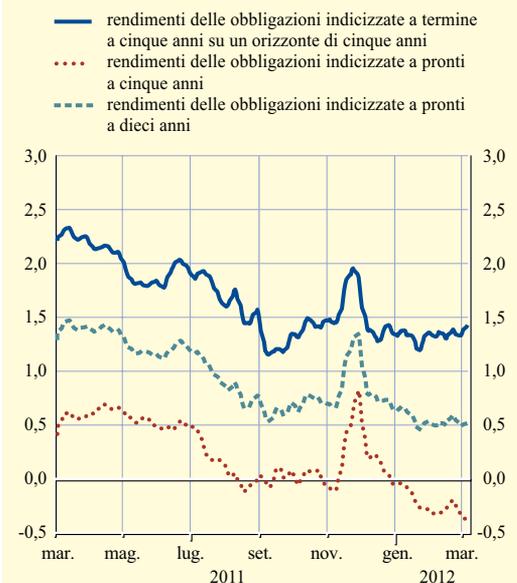
Nota: i dati si riferiscono a differenziali *zero-coupon* fra i rendimenti di obbligazioni emesse da un'agenzia governativa (Kreditanstalt für Wiederaufbau) e i titoli di Stato.

Per quanto concerne le misure dell'inflazione attesa basate sul mercato, i rendimenti sui titoli di Stato indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro a cinque anni sono diminuiti dalla fine di novembre e si sono portati su valori negativi agli inizi di marzo 2012; anche quelli a dieci anni hanno mostrato una tendenza al ribasso nello stesso periodo (cfr. figura 26). Il 7 marzo i rendimenti reali a pronti a cinque e dieci anni si sono collocati rispettivamente a circa il -0,4 e 0,6 per cento. I tassi a termine impliciti negli swap sull'inflazione (tassi a cinque anni su un orizzonte quinquennale) nell'area dell'euro sono moderatamente aumentati nel periodo in rassegna, di 8 punti base, e si sono portati, il 7 marzo, al 2,4 per cento (cfr. figura 27). Nello stesso periodo, i tassi di interesse di pareggio sullo stesso orizzonte temporale sono scesi di 38 punti base, situandosi il 7 marzo al 2,2 per cento.

I tassi di inflazione di pareggio hanno evidenziato marcate oscillazioni nei mesi recenti, riflettendo sia l'elevata volatilità dei mercati dei titoli di Stato sia la presenza di considerevoli premi di liquidità. 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. Questi ultimi, ancorché relativamente più stabili, non sono stati immuni alle tensioni nei mercati e l'aumento dei tassi degli *swap* sull'inflazione registrato nei mesi recenti (specie nel segmento a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale) rispecchia in parte l'incremento dei premi per il rischio di inflazione. Nel complesso, considerando non solo la volatilità dei mercati e le distorsioni presenti in un contesto di elevati premi di liquidità, ma anche i premi per il rischio di inflazione, gli indicatori basati sul mercato suggeriscono che le aspettative di inflazione rimangono pienamente coerenti con la stabilità dei prezzi.

Figura 26 Rendimenti zero coupon, ricavati sulla base dei rendimenti delle obbligazioni indicizzate all'inflazione nell'area dell'euro

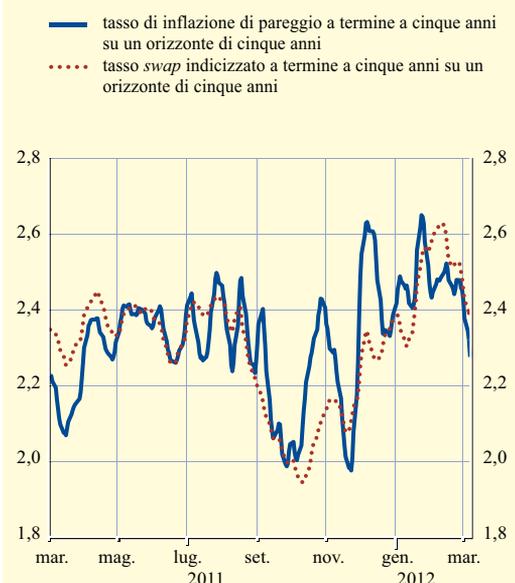
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Note: 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 27 Inflazione di pareggio, ricavata da rendimenti zero coupon e tassi swap indicizzati all'inflazione nell'area dell'euro

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



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Note: dalla fine di agosto 2011, i tassi di inflazione di pareggio sono calcolati come media ponderata al PIL dei tassi di inflazione 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.

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) a diversi orizzonti (cfr. figura 28). Rispetto a fine novembre, la struttura per scadenza dei tassi a termine di breve periodo si è spostata verso il basso su tutti gli orizzonti temporali, riflettendo le revisioni dei rendimenti attesi e le prospettive per l'attività economica e l'inflazione.

I differenziali sulle obbligazioni di qualità più elevata (*investment grade*) emesse da società non finanziarie sono moderatamente diminuiti nel periodo in rassegna. Per contro, quelli sulle obbligazioni *investment grade* emesse da società finanziarie dell'area dell'euro si sono ristretti in misura molto più marcata, soprattutto nel segmento inferiore della scala di questa categoria di rating. Ad esempio, il differenziale sulle obbligazioni

Figura 28 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.

delle società finanziarie con *rating* BBB si è quasi dimezzato nel periodo in esame, scendendo di 558 punti base e portandosi a 589 punti base il 7 marzo. Il marcato restringimento dei differenziali potrebbe aver rispecchiato una combinazione di fattori, fra cui una minore avversione al rischio, approssimata dal differenziale di rendimento delle obbligazioni societarie con *rating* BBB rispetto a quelle con *rating* AAA, nonché le minori pressioni sulla raccolta delle istituzioni finanziarie in seguito alle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema. A tale riguardo potrebbe aver fornito un ulteriore contributo la prospettiva di minori rischi di contagio proveniente dai mercati del debito sovrano, in virtù delle decisioni assunte dai capi di Stato o di governo dell'area dell'euro alla riunione del 30 gennaio.

2.5 MERCATI AZIONARI

Tra la fine di novembre e i primi di marzo i corsi azionari hanno registrato un forte aumento sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. Il clima di mercato positivo sarebbe stato sostenuto dalla pubblicazione di dati macroeconomici generalmente migliori delle attese negli Stati Uniti e da rinnovate speranze di una soluzione duratura della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro. Anche l'allentamento delle condizioni di provvista dovuto alle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema avrebbe sostenuto l'andamento dei mercati azionari nell'area dell'euro, soprattutto per quanto concerne l'andamento molto positivo del comparto finanziario. 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 2011.

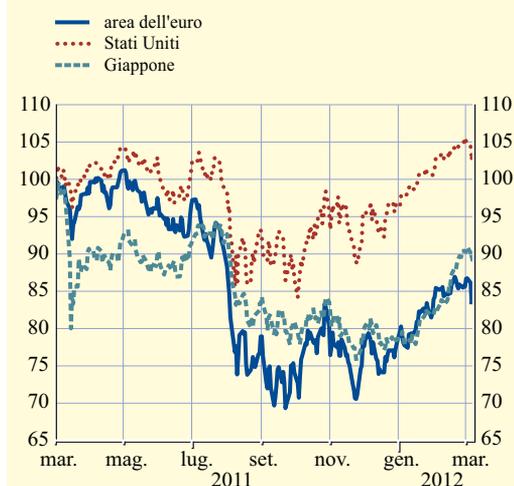
Tra la fine di novembre e il 7 marzo i corsi azionari hanno registrato un forte incremento sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. Le quotazioni azionarie dell'area dell'euro, misurate dall'indice generale Dow Jones Euro Stoxx, sono aumentate del 7,3 per cento nel periodo in esame. Negli Stati Uniti, l'indice Standard & Poor's 500 è salito dell'8,5 per cento nello stesso periodo (cfr. figura 29). Anche in Giappone l'andamento delle quotazioni è stato favorevole: l'indice Nikkei 225 è cresciuto del 13,5 per cento.

Il clima di fiducia nei mercati azionari degli Stati Uniti è stato favorito dalla pubblicazione di dati macroeconomici generalmente migliori delle attese, con il protrarsi nei primi mesi del 2012 di timidi segnali di una dinamica positiva della crescita. In confronto, i dati pubblicati nell'area dell'euro durante il periodo in rassegna sono stati contrastanti, anche per quanto riguarda le prospettive di breve periodo per l'attività economica. Inoltre, vari emittenti sovrani dell'area dell'euro e organismi finanziari di rilievo hanno subito un declassamento del merito di credito da parte di importanti agenzie di *rating* nel periodo, mentre gli utili riportati sono stati in genere deboli. Questi andamenti, tuttavia, non sembrano aver avuto significative ripercussioni sul clima di mercato.

I mercati azionari dell'area dell'euro, invece, hanno evidenziato un andamento positivo nel conte-

Figura 29 Indici dei corsi azionari

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



Fonte: Thomson Reuters.

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

sto delle rinnovate speranze di poter trovare una soluzione duratura alla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro. A tale riguardo, la dinamica dei mercati azionari dell'area dell'euro è stata particolarmente favorevole nel periodo precedente alla riunione dei capi di Stato o di governo dei paesi dell'area dell'euro del 30 gennaio. Unitamente alle accresciute prospettive di riuscire a evitare una ristrutturazione disordinata del debito greco, le decisioni assunte in tale occasione, allo scopo rafforzare il quadro di riferimento per le politiche di bilancio e di gestione delle crisi per l'area dell'euro, sono state generalmente viste in una luce positiva dagli operatori di mercato. Inoltre, nel periodo in rassegna i mercati azionari dell'area dell'euro avrebbero beneficiato anche dell'allentamento delle pressioni di provvista sulle istituzioni finanziarie dell'area dell'euro dopo le operazioni di rifinanziamento a tre anni condotte dall'Eurosystema in dicembre 2011 e febbraio 2012.

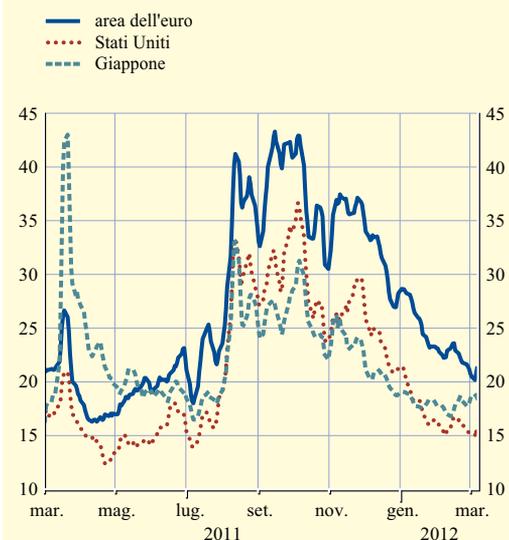
L'incertezza dei mercati azionari è diminuita marcatamente sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti nel periodo in esame: le volatilità implicite dei mercati azionari sono scese a livelli osservati da ultimo a metà 2011 (cfr. figura 30).

Il calo è in linea con gli andamenti positivi descritti in precedenza, nonché con la riduzione, a questi associata, dell'avversione al rischio degli investitori.

La dinamica dei mercati azionari dell'area dell'euro a livello settoriale è stata in genere vigorosa nel periodo in questione, fatta eccezione per il comparto delle telecomunicazioni e dei servizi di pubblica utilità (cfr. tavola 4). I forti incrementi delle quotazioni delle azioni finanziarie sono stati favoriti

Figura 30 Volatilità implicita dei mercati azionari

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



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

Tavola 4 Variazioni dei prezzi degli indici settoriali Dow Jones Euro Stoxx

(variazioni percentuali dei prezzi di fine periodo)

	Euro Stoxx	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petrolio e gas naturale	Servizi finanziari	Servizi sanitari	Industriali	Alta tecnologia	Telecomunicazioni	Servizi di pubblica utilità
Quota del settore nella capitalizzazione del mercato (dati di fine periodo)											
	100,0	10,3	6,6	17,1	8,3	20,5	5,4	14,3	4,8	5,6	7,1
Variazioni dei prezzi (dati di fine periodo)											
2010 4° trimestre	3,8	16,3	0,7	9,0	7,9	-7,0	-1,1	13,3	10,2	-4,7	2,9
2011 1° trimestre	3,6	-0,3	-1,8	-3,2	8,4	8,5	4,8	4,4	5,0	6,0	3,5
2° trimestre	-1,7	3,0	-2,9	7,0	-6,2	-5,0	11,5	-1,3	-8,8	-6,5	-6,8
3° trimestre	-23,1	-28,9	-17,4	-20,0	-19,1	-30,9	-9,2	-27,4	-15,9	-14,4	-18,5
4° trimestre	5,1	13,1	5,6	9,1	18,6	-1,8	11,3	6,5	1,9	-3,6	-4,3
gennaio 2012	5,3	8,1	2,7	7,2	2,1	9,3	1,5	6,7	8,3	-3,5	-0,9
febbraio 2012	4,3	6,2	2,8	5,5	3,5	4,9	-1,1	5,7	8,7	-0,8	2,4
30 novembre 2011 - 7 marzo 2012	7,3	10,5	1,5	11,8	7,1	11,6	8,4	9,4	10,5	-10,6	-2,6

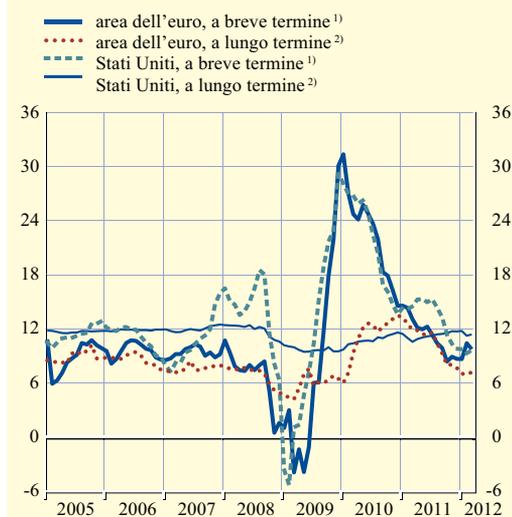
Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

dalle prospettive di una riduzione dei vincoli di finanziamento sulle banche grazie alle due operazioni di rifinanziamento a tre anni condotte dall'Eurosistema. A tale riguardo avrebbe svolto un ruolo anche la prospettiva di minori effetti negativi di contagio dalle obbligazioni sovrane al bilancio del settore finanziario in seguito all'accordo sul "patto di bilancio" nell'area dell'euro, mentre i declassamenti del merito di credito per alcune banche dell'area dell'euro e gli annunci di utili generalmente deboli non sembrano aver gravato in misura significativa sul clima di mercato. Nel periodo i corsi azionari del settore finanziario hanno registrato forti rialzi anche negli Stati Uniti: l'incremento relativo in questa componente settoriale è stato superiore a quello dell'indice complessivo.

Per le società dell'area dell'euro che compongono l'indice Dow Jones Euro Stoxx, i dati sugli utili mostrano un aumento della variazione negativa degli utili effettivi annui per azione, al -7,4 per cento in marzo dal -2,2 per cento di dicembre. Nondimeno, la crescita degli utili per azione prevista dagli operatori di mercato su un orizzonte di dodici mesi è aumentata al 9,7 per cento in marzo dall'8,7 per cento di dicembre (cfr. figura 31). Nello stesso periodo è lievemente diminuita invece la crescita degli utili per azione attesa nel lungo periodo, al 7,2 per cento in marzo dal 7,7 per cento di dicembre.

Figura 31 Crescita attesa degli utili per azione negli Stati Uniti e nell'area dell'euro

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



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
 Note: per l'area dell'euro, indice Dow Jones Euro Stoxx; per gli Stati Uniti, indice Standard & Poor's 500.
 1) Aspettative degli analisti sugli utili su un orizzonte di dodici mesi (variazioni sui dodici mesi).
 2) Aspettative degli analisti sugli utili su un orizzonte da tre a cinque anni (variazioni sui dodici mesi).

2.6 FLUSSI FINANZIARI E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

Tra ottobre 2011 e gennaio 2012 il costo reale del finanziamento delle società non finanziarie dell'area dell'euro è diminuito, riflettendo il calo generalizzato segnato da quasi tutte le sottocategorie, in particolare dai tassi sui prestiti a lungo termine. Quanto ai flussi finanziari, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti alle società non finanziarie è sceso all'1,1 per cento nel quarto trimestre del 2011. La dinamica moderata dei prestiti appare ampiamente in linea con la perdurante debolezza dell'economia dell'area. Sempre nel quarto trimestre, l'emissione di titoli di debito delle società non finanziarie è lievemente aumentata.

CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

Il costo reale del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro, calcolato ponderando il costo delle diverse fonti di finanziamento sulla base delle rispettive consistenze corrette per le variazioni di valore, è diminuito di 16 punti base tra ottobre 2011 e gennaio 2012, collocandosi in questo mese al 3,5 per cento (cfr. figura 32).

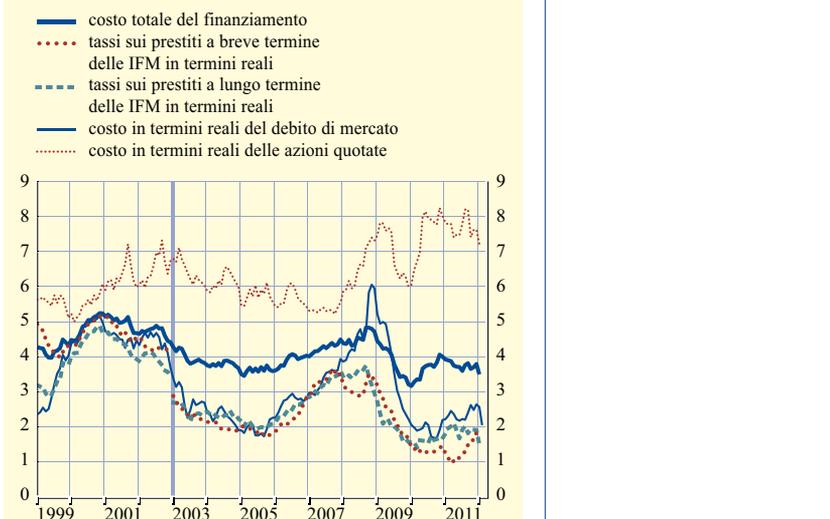
Al calo ha concorso la moderazione di quasi tutte le sottocategorie, in particolare quella del costo reale dell'indebitamento a lungo termine. I tassi reali sui prestiti a lungo termine si sono ridotti di 44

punti base nel periodo in esame, all'1,5 per cento, mentre quelli sui prestiti a breve termine sono rimasti sostanzialmente invariati a circa l'1,6 per cento. Il costo reale del finanziamento tramite l'emissione di debito sul mercato e quello delle azioni quotate è sceso di circa 5 e 20 punti base rispettivamente al 2,6 e al 7,2 per cento. I dati più recenti relativi al periodo fino agli inizi di marzo indicano un brusco calo, di 49 punti base, del costo reale del finanziamento tramite l'emissione di debito sul mercato, riconducibile al restringimento dei differenziali sulle obbligazioni societarie. Per contro, il costo reale delle azioni quotate è rimasto sostanzialmente invariato. In una prospettiva di più lungo termine, a gennaio il costo reale complessivo del finanziamento per le società non finanziarie dell'area ha continuato a collocarsi al di sotto della sua media storica. L'andamento ha interessato tutte le fonti di finanziamento, ad eccezione del costo reale delle azioni.

Nel periodo compreso fra ottobre 2011 e gennaio 2012, i tassi di interesse nominali applicati dalle IFM sui nuovi prestiti alle società non finanziarie sono diminuiti per quasi tutte le scadenze e le classi di importo (cfr. tavola 5). Più specificatamente, i tassi a breve termine sono diminuiti di 25 punti base per i prestiti di importo

Figura 32 Costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro

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



Fonti: BCE, Thomson Reuters, Merrill Lynch e Consensus Economics Forecasts.

Note: il costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari, dei titoli di debito e delle azioni, basata sui rispettivi ammontari in essere e deflazionata con le aspettative di inflazione (cfr. il riquadro 4 del numero di marzo 2005 di questo Bollettino). L'introduzione all'inizio del 2003 dei tassi sui prestiti delle IFM armonizzati ha indotto una discontinuità strutturale nella serie. I dati a partire da giugno 2010 potrebbero non essere completamente confrontabili con quelli antecedenti tale data a causa di variazioni metodologiche derivanti dall'attuazione dei Regolamenti BCE/2008/32 e BCE/2009/7 (che modificano il Regolamento BCE/2001/18).

Tavola 5 Tassi di interesse delle IFM sui nuovi prestiti alle società non finanziarie

(valori percentuali in ragione d'anno; punti base)

							Variazione in punti base fino a gennaio 2012 ¹⁾		
	2010 4° trim.	2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 dic.	2012 gen.	2010 ott.	2011 ott.	2011 dic.
Tassi di interesse delle IFM sui prestiti									
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	3,86	4,01	4,27	4,40	4,47	4,46	63	0	-1
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,50	3,69	3,94	4,18	4,47	4,36	91	9	-11
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	3,86	4,19	4,39	4,19	4,17	4,20	38	-3	3
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	2,59	2,63	2,92	2,92	3,15	2,80	48	-25	-35
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	3,50	3,84	3,29	3,69	3,74	2,97	-49	-68	-77
Per memoria									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	1,01	1,24	1,55	1,55	1,36	1,13	8	-46	-23
Rendimenti dei titoli di Stato a due anni	2,25	2,91	3,61	5,47	10,98	12,65	1091	599	167
Rendimenti dei titoli di Stato a sette anni	2,71	3,19	2,89	1,96	2,08	1,98	-34	-19	-10

Fonte: BCE.

1) Eventuali mancate quadrature sono da attribuire ad arrotondamenti.

considerevole (oltre 1 milione di euro), mentre sono aumentati di 9 punti base per i prestiti di modesta entità (fino a 1 milione di euro). I tassi a lungo termine si sono ridotti di 68 punti base per i prestiti di importo considerevole e di 3 punti base per quelli di modesta entità. La generale flessione dei tassi sui prestiti alle società non finanziarie è ascrivibile in una certa misura agli effetti delle recenti riduzioni dei tassi di interesse di riferimento della BCE, nonché all'efficacia delle ultime misure non convenzionali da questa adottate per far fronte alle difficoltà di provvista delle banche. Tuttavia, il sempre più ampio divario fra i tassi applicati dalle banche ai prestiti di importo elevato e a quelli di modesta entità potrebbe segnalare una certa discriminazione nei confronti delle piccole imprese, soprattutto in alcune giurisdizioni. Nel periodo in esame, i rendimenti dei titoli di Stato a sette anni sono scesi di 20 punti base nell'area dell'euro.

I differenziali di rendimento fra le obbligazioni delle società non finanziarie e i titoli di Stato sono risultati volatili tra ottobre e gennaio. Di riflesso alle tensioni connesse con la crisi del debito sovrano dell'area dell'euro e con i negativi effetti di contagio sui paesi più grandi e con *rating* più elevato, i differenziali sulle obbligazioni societarie sono aumentati fino a dicembre del 2011, in particolare per i titoli con *rating* intermedi o inferiori. Più specificatamente, i differenziali di rendimento sulle obbligazioni con *rating* BBB si sono ampliati di circa 47 punti base tra ottobre e dicembre, mentre quelli sulle obbligazioni a elevato rendimento sono cresciuti di oltre 160 punti base (cfr. figura 33). Il clima di mercato è leggermente migliorato dalla fine del 2011, traducendosi in un restringimento dei differenziali per tutte le categorie di *rating*. A febbraio del 2012 i differenziali si collocavano su livelli inferiori da 15 a 75 punti base rispetto a quelli di ottobre 2011.

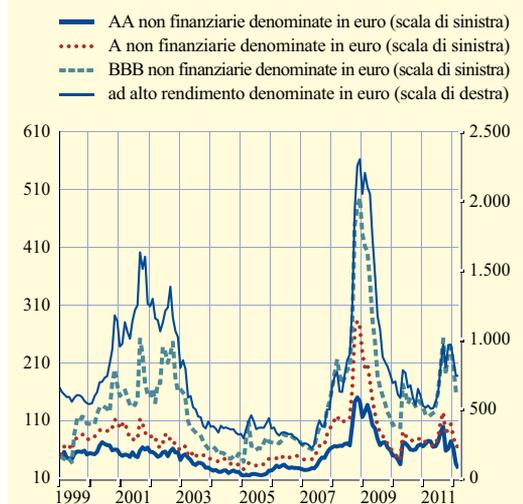
FLUSSI FINANZIARI

Gli indicatori della redditività delle società non finanziarie dell'area dell'euro segnalano un andamento ancora positivo nel quarto trimestre del 2011. Nel contempo, il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli utili per azione delle società non finanziarie quotate nell'area si è ridotto dall'11 per cento in ottobre a circa l'1,2 per cento di gennaio. Il tasso si è ulteriormente deteriorato a febbraio, registrando un valore negativo (-1,5 per cento) per la prima volta dall'estate del 2010 (cfr. figura 34). In prospettiva, gli operatori di mercato si attendono un'ordinata ripresa nei prossimi mesi.

Per quanto riguarda il finanziamento esterno, la ripresa dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie osservata a partire dal 2010 ha perso slancio nel quarto trimestre del 2011. Il rallentamento ha coinciso con un lieve aumento dell'attività di emissione di titoli di debito nello stesso periodo (cfr. figura 35), principalmente ascrivibile al collocamento di titoli a tasso fisso e a lunga scadenza, mentre le emissioni di titoli a breve hanno fornito un contributo solo marginale. Per contro, le emissioni di titoli a lunga scadenza con tasso variabile hanno continuato a calare. Nello stesso periodo, il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle azioni quotate ha registrato un lieve incremento, connesso alla diminuzione del costo di questi strumenti. Secondo i dati forniti dagli

Figura 33 Differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie delle società non finanziarie

(punti base; medie mensili)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nota: i differenziali sulle obbligazioni non finanziarie sono calcolati rispetto ai rendimenti su titoli di Stato AAA.

Figura 34 Utili per azione delle società non finanziarie quotate nell'area dell'euro

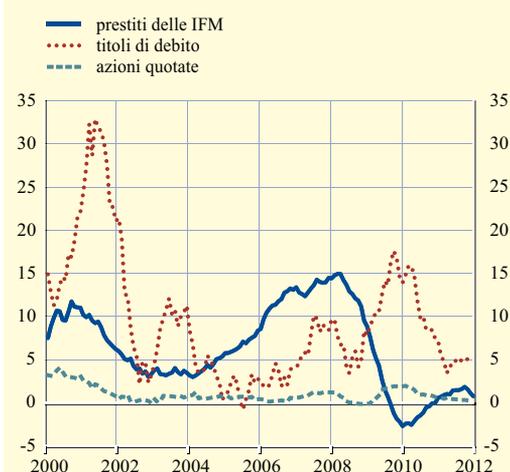
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Figura 35 Finanziamento esterno delle società non finanziarie: scomposizione per strumento

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.
Nota: le azioni quotate sono denominate in euro.

operatori di mercato, l'attività di collocamento nell'ultimo trimestre del 2011 va principalmente ricondotta alle società dei settori industriale, dei beni di consumo e dei servizi ai consumatori.

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti bancari alle società non finanziarie è sceso all'1,1 per cento nel quarto trimestre (cfr. tavola 6), per effetto del significativo rallenta-

Tavola 6 Finanziamento delle società non finanziarie

(variazioni percentuali; dati di fine trimestre)

	Tassi di crescita sul periodo corrispondente				
	2010 4° trim.	2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 4° trim.
Prestiti delle IFM					
fino a un anno	-0,1	0,9	1,4	1,6	1,1
da uno a cinque anni	-3,2	0,0	4,2	4,1	1,9
oltre cinque anni	-2,8	-2,3	-3,7	-3,7	-3,0
	2,4	2,4	2,0	2,3	2,1
Emissioni di titoli di debito					
a breve termine	7,4	4,8	4,3	4,8	5,4
a lungo termine, di cui ¹⁾ :	-5,4	-4,2	2,9	19,4	17,2
a tasso fisso	8,7	5,7	4,4	3,4	4,4
a tasso variabile	11,0	7,3	5,4	4,3	5,0
	-0,6	-0,9	-1,9	-3,7	-1,0
Emissioni di azioni quotate	0,7	0,5	0,4	0,3	0,4
Per memoria²⁾					
Finanziamento totale	2,2	2,2	2,5	2,4	-
Prestiti a società non finanziarie	1,7	2,4	3,1	2,5	-
Riserve tecniche di assicurazione ³⁾	1,1	0,9	0,9	0,7	-

Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati riportati in tavola (con l'eccezione di quelli per memoria) derivano dalle statistiche monetarie e bancarie e dalle statistiche relative alle emissioni di titoli. Piccole differenze con i dati delle statistiche sui conti finanziari sono principalmente dovute a differenze nei metodi di valutazione.

1) La somma delle obbligazioni a tasso fisso e a tasso variabile può non corrispondere al totale delle obbligazioni a lungo termine a causa delle obbligazioni a lungo termine a cedola zero, che includono effetti di valutazione e non sono riportate separatamente in tavola.

2) I dati riportati derivano dalle statistiche sui conti europei trimestrali di settore. Il finanziamento totale delle società non finanziarie comprende i prestiti, le emissioni di titoli di debito, le emissioni di azioni quotate e di altri titoli di capitale, le riserve tecniche di assicurazione, altri conti attivi e strumenti finanziari derivati.

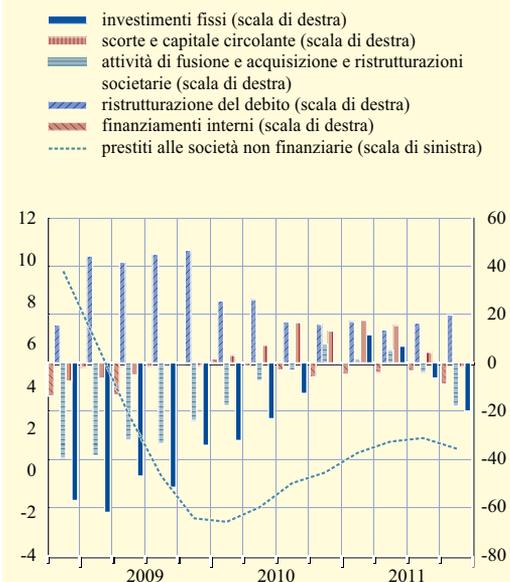
3) Include le riserve dei fondi pensione.

mento dei prestiti a breve termine (con scadenze fino a un anno) e della moderata decelerazione dei prestiti a lungo termine (con scadenze superiori a cinque anni). Fatta eccezione per i dati molto modesti di dicembre, la dinamica moderata dei prestiti alle società non finanziarie può ancora considerarsi ampiamente in linea con gli andamenti dell'attività economica reale e del costo dell'indebitamento.

I risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il quarto trimestre del 2011 mostrano che la domanda di prestiti delle società non finanziarie è notevolmente calata, anche se a un ritmo leggermente più lento rispetto al trimestre precedente. Il calo va ricondotto alla netta diminuzione del fabbisogno di finanziamento delle imprese per gli investimenti fissi e, in misura minore, per le scorte e il capitale circolante, nel contesto del rallentamento dell'attività economica (cfr. figura 36). Soprattutto, le banche hanno segnalato un brusco calo del fabbisogno finanziario delle imprese per investimenti fissi. Secondo gli istituti intervistati, la contrazione della domanda netta di prestiti è stata più pronunciata per le piccole e medie imprese che per le aziende di grandi dimensioni. Inoltre, nel trimestre in rassegna le banche dell'area dell'euro hanno irrigidito significativamente i criteri di concessione del credito per i prestiti alle società non finanziarie. L'irrigidimento netto di tali criteri ha rispecchiato la dinamica avversa risultante dall'indebolimento delle prospettive economiche e dalla contestuale crisi del debito sovrano nell'area dell'euro che, nel complesso, ha continuato a minare la situazione finanziaria del settore bancario. In prospettiva, le banche si attendono un ulteriore irrigidimento dei criteri di affidamento e una protratta riduzione della domanda di prestiti da parte delle società non finanziarie.

Figura 36 Crescita dei prestiti e fattori che hanno contribuito alla domanda di prestiti delle società non finanziarie

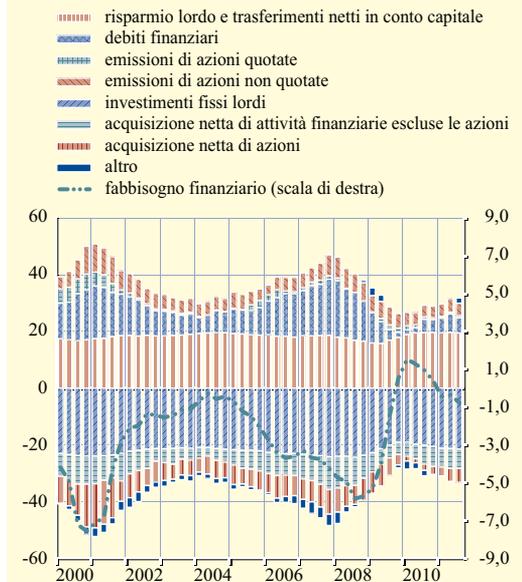
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; saldi percentuali)



Fonte: BCE.
Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo alla crescita della domanda e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo alla diminuzione.

Figura 37 Risparmio, finanziamento e investimenti delle società non finanziarie

(totali mobili di quattro trimestri; in percentuale del valore aggiunto lordo)



Fonte: conti dell'area dell'euro.
Note: i "debiti finanziari" comprendono prestiti, titoli di debito e riserve di fondi pensione. "Altro" comprende prodotti finanziari derivati, altri conti attivi/passivi compensati e arrotondamenti. I prestiti intersocietari sono compensati. Il fabbisogno finanziario è pari all'indebitamento o accreditamento netto, sostanzialmente equivalente alla differenza tra risparmio lordo e investimenti fissi lordi.

Il fabbisogno finanziario (o indebitamento netto) delle società non finanziarie, ossia la differenza fra gli esborsi per investimenti reali e i fondi generati internamente (risparmio lordo), è diminuito nel terzo trimestre del 2011 in base a somme mobili di quattro trimestri di dati sui conti dell'area dell'euro (cfr. figura 37), collocandosi al -0,8 per cento. Malgrado i segnali di normalizzazione osservati nei trimestri precedenti, il fabbisogno finanziario è rimasto perciò relativamente contenuto in termini storici, per effetto degli investimenti fissi lordi relativamente modesti e dell'elevato livello di fondi generati internamente. La disaggregazione per le componenti di risparmio, finanziamento e investimenti delle imprese dell'area dell'euro mostra che gli investimenti reali (investimenti fissi lordi) delle imprese sono stati finanziati principalmente mediante fondi interni, dato che per le imprese il finanziamento esterno è rimasto una fonte di approvvigionamento secondaria. Nel contempo, le acquisizioni nette di attività finanziarie, comprese le azioni, si sono mantenute sostanzialmente invariate nel terzo trimestre del 2011.

POSIZIONE FINANZIARIA

In base ai dati di contabilità dell'area dell'euro, l'indebitamento delle società non finanziarie nel terzo trimestre del 2011 ha continuato a ridursi, sia in termini di rapporto fra debito e PIL, sceso su un livello appena inferiore al 79 per cento, sia in termini di rapporto fra debito e margine operativo lordo, collocatosi al 400 per cento (cfr. figura 38). Per questo settore, il processo di riduzione della leva finanziaria iniziato nel 2010 sta continuando, anche se a un ritmo piuttosto graduale nella maggior parte dei paesi. Dopo la brusca flessione registrata tra la fine del 2008 e la prima metà del 2010, gli oneri per interessi delle società non finanziarie sono nuovamente saliti fino al terzo trimestre (cfr. figura 39). Questa espansione ha avuto un rallentamento nel quarto trimestre e gli oneri per interessi si sono ridotti a gennaio del 2012, pur mantenendosi su un livello superiore alla media di lungo periodo.

Figura 38 Rapporti di indebitamento delle società non finanziarie

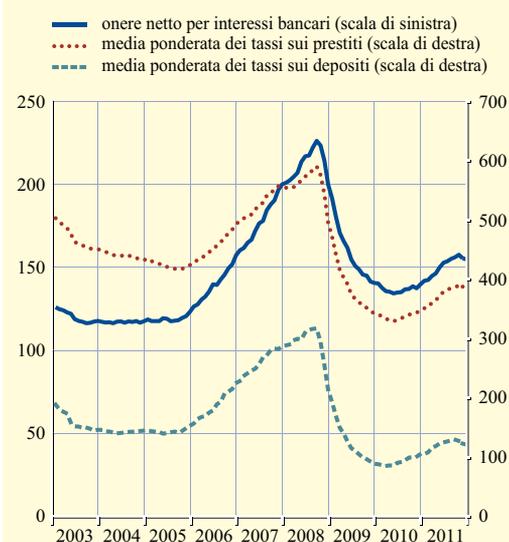
(valori percentuali)



Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati sul debito sono tratti dai conti settoriali europei trimestrali. Fanno parte del debito i prestiti, i titoli di debito emessi e le riserve di fondi pensione.

Figura 39 Onere netto per interessi bancari delle società non finanziarie

(punti base)



Fonte: BCE.
Nota: l'onere netto per interessi bancari è definito come la differenza fra la media ponderata dei tassi sui prestiti bancari e quella sui depositi applicati alle società non finanziarie, con la ponderazione basata sulle consistenze.

2.7 FLUSSI FINANZIARI E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE

Una generale moderata diminuzione dei tassi di interesse sui prestiti ha caratterizzato le condizioni di finanziamento delle famiglie dell'area dell'euro nel quarto trimestre del 2011 e a gennaio 2012. Allo stesso tempo, nell'indagine sul credito bancario di gennaio, le banche hanno segnalato un ulteriore irrigidimento netto dei criteri per l'erogazione di prestiti alle famiglie. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM al settore (corretto per le cessioni e la cartolarizzazione dei prestiti) è sceso all'1,9 per cento a dicembre, per poi recuperare lievemente in gennaio, al 2,1 per cento. Gli ultimi dati pertanto continuano ad indicare una dinamica modesta dell'indebitamento delle famiglie. Si stima che l'onere per interessi e il rapporto fra debito delle famiglie e reddito lordo disponibile siano rimasti per lo più invariati nel quarto trimestre del 2011.

CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

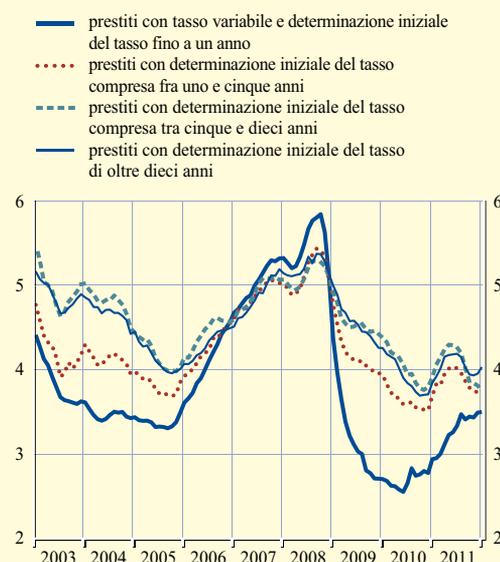
I costi di finanziamento delle famiglie dell'area dell'euro sono nel complesso diminuiti lievemente nel quarto trimestre del 2011 e a gennaio del 2012. Il calo tuttavia riflette andamenti divergenti fra le varie categorie di prestiti. Mentre i tassi di interesse applicati dalle IFM ai nuovi mutui per l'acquisto di abitazioni sono diminuiti solo lievemente, una notevole riduzione ha invece caratterizzato i tassi su altre tipologie di prestiti. Per contro, i tassi sui nuovi prestiti al consumo hanno registrato un modesto incremento. Nel complesso, gli ultimi dati indicano che le misure della BCE volte a immettere liquidità, in particolare l'ORLT a tre anni condotta a dicembre 2011, garantendo alle banche una provvista a medio termine a basso costo, hanno attenuato le spinte al rialzo sui tassi di interesse per i nuovi prestiti alle famiglie, in particolare per quelli a medio e lungo termine.

Per quanto riguarda i tassi di interesse sui nuovi mutui per l'acquisto di abitazioni, il generale calo osservato nel quarto trimestre e a gennaio è ascrivibile ai minori tassi di interesse sui prestiti con periodi di determinazione iniziale del tasso medi (oltre un anno e fino a cinque anni) e lunghi (oltre cinque anni; cfr. figura 40). Per contro, i tassi sui mutui a tasso variabile o con periodo breve (fino a un anno) di determinazione iniziale del tasso sono aumentati nello stesso periodo, nonostante la riduzione dei tassi di riferimento della BCE. In conseguenza di tali andamenti, i differenziali positivi fra i tassi di interesse sui mutui con periodi medi o lunghi di determinazione iniziale del tasso e quelli sui mutui a tasso variabile o con periodi brevi di determinazione iniziale del tasso si sono ulteriormente ristretti. Al tempo stesso, la quota dei prestiti a tasso variabile o con periodi brevi di determinazione iniziale del tasso sul volume totale delle nuove operazioni ha continuato a calare, collocandosi a circa il 27 per cento a gennaio.

I tassi di interesse sui nuovi prestiti al consumo concessi alle famiglie sono aumentati in misura leggermente maggiore per i prestiti a tasso variabile o con periodi brevi di determinazione iniziale del tasso che per i prestiti con periodi

Figura 40 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

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



Fonte: BCE.

medi o lunghi di determinazione iniziale del tasso. Per quanto concerne le altre tipologie di nuovi prestiti alle famiglie, la riduzione dei tassi ha interessato in misura maggiore i prestiti con periodi lunghi di determinazione iniziale del tasso e quelli a tasso variabile o con periodi brevi di determinazione iniziale del tasso che i prestiti con periodi medi di determinazione iniziale del tasso.

Nel quarto trimestre del 2011 e a gennaio 2012, gli andamenti dei tassi di interesse delle IFM sui nuovi prestiti alle famiglie si sono nel complesso notevolmente discostati da quelli dei tassi di mercato comparabili. In effetti, i differenziali fra i tassi sui mutui per l'acquisto di abitazioni e sui prestiti al consumo con periodi medi e lunghi di determinazione iniziale del tasso e i tassi di mercato comparabili sono divenuti maggiormente negativi o sono diminuiti. Questi andamenti sono da ricondurre principalmente ai considerevoli incrementi dei tassi di mercato comparabili a fronte dell'intensificarsi delle tensioni nei mercati del debito sovrano. Allo stesso tempo, il differenziale fra i tassi di interesse sui mutui per l'acquisto di abitazioni con i massimi (oltre dieci anni) periodi di determinazione iniziale del tasso e i tassi di mercato comparabili è rimasto sostanzialmente invariato. Si è invece leggermente ampliato il differenziale fra i tassi sui prestiti a tasso variabile o con periodi brevi di determinazione iniziale del tasso e i tassi di mercato comparabili, per effetto di un aumento dei primi e di un modesto calo dei secondi.

I risultati dell'indagine di gennaio 2012 sul credito bancario mostrano che le banche dell'area dell'euro hanno accresciuto il grado di irrigidimento netto dei criteri di concessione del credito alle famiglie nel quarto trimestre del 2011. L'inasprimento è stato molto più pronunciato per i mutui per l'acquisto di abitazioni che per il credito al consumo e le altre tipologie di prestiti. Le banche hanno segnalato che all'origine dell'andamento vi sono i maggiori costi del finanziamento sul mercato e i vincoli di bilancio. Hanno inoltre indicato che il deterioramento delle prospettive dell'economia in generale e del mercato degli immobili residenziali ha inciso notevolmente nel caso dei mutui per l'acquisto di abitazioni, ancorché in misura molto inferiore rispetto ai puri fattori dal lato dell'offerta. Per quanto riguarda i criteri di concessione per il credito al consumo e altre tipologie di prestiti, i contributi forniti dalle variazioni delle prospettive economiche e del merito di credito dei consumatori sono rimasti sostanzialmente immutati rispetto al trimestre precedente. Le banche hanno segnalato che, per tutte le tipologie di prestiti, il maggior grado di inasprimento dei criteri di affidamento si è tradotto in un marcato ampliamento dei margini, sia sui prestiti medi sia su quelli più rischiosi.

FLUSSI FINANZIARI

Nel terzo trimestre del 2011 (il periodo più recente per il quale sono disponibili i dati sui conti dell'area dell'euro) il credito totale alle famiglie dell'area dell'euro è stato relativamente modesto, rispecchiando la moderata attività di prestito delle IFM. Di conseguenza, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti totali concessi alle famiglie è calato al 2,1 per cento, dal 2,4 del secondo trimestre. Il tasso di crescita dei prestiti totali concessi dalle IFM alle famiglie (non corretto per le cessioni e le cartolarizzazioni) è sceso al 3,0 per cento nel terzo trimestre, dal 3,4 del trimestre precedente. Poiché a luglio l'attività di cessione e di cartolarizzazione dei prestiti alle famiglie (che spesso si traduce in un trasferimento di questi strumenti dalle IFM ad altri intermediari finanziari) è stata particolarmente sostenuta in uno specifico paese dell'area, il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei prestiti erogati da istituzioni diverse dalle IFM alle famiglie, è salito al -2,4 per cento, dal -2,9 del trimestre precedente. Le stime per il quarto trimestre indicano un ulteriore rallentamento dei prestiti totali alle famiglie (cfr. figura 41).

In base ai dati delle IFM già disponibili per il quarto trimestre del 2011 e per gennaio del 2012, l'espansione dei prestiti alle famiglie è rimasta relativamente contenuta negli ultimi mesi. Il tasso di

crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle famiglie ha segnato un ulteriore calo, collocandosi all'1,5 per cento alla fine del quarto trimestre, riflettendo i consistenti rimborsi netti trimestrali di mutui per l'acquisto di abitazioni. L'andamento va ricondotto all'aumento dell'attività di cartolarizzazione dei prestiti in un numero ristretto di paesi ad ottobre del 2011. Nondimeno, anche al netto dell'impatto di cessioni e cartolarizzazioni, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle famiglie risulta modesto, segnalando una contenuta attività originaria di erogazione. A gennaio, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle famiglie corretto per le cessioni e la cartolarizzazione dei prestiti si collocava al 2,1 per cento (cfr. la sezione 2.1 per maggiori dettagli), in calo di 0,5 punti percentuali rispetto alla fine del terzo trimestre. Negli ultimi mesi la dinamica dei prestiti nell'area dell'euro ha continuato ad essere caratterizzata da una significativa eterogeneità fra i paesi.

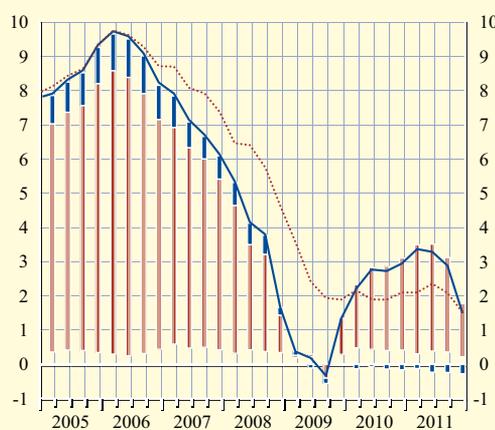
Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei mutui erogati dalle IFM per l'acquisto di abitazioni corretto per le cessioni e le cartolarizzazioni dei prestiti è sceso al 2,8 per cento in dicembre (dal 3,4 di settembre), per poi risalire lievemente in gennaio al 2,9 per cento. Tali andamenti hanno rispecchiato il perdurante basso livello dei flussi mensili (corretti) evidenziato dai mutui negli ultimi mesi. Questi ultimi tuttavia hanno continuato a rappresentare la quota maggiore del credito delle IFM alle famiglie. Anche gli andamenti delle altre tipologie di prestiti hanno fornito un lieve contributo al rallentamento dei prestiti delle IFM alle famiglie nel quarto trimestre e a gennaio. In effetti il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle altre tipologie di prestiti si è notevolmente ridotto nel periodo in esame, collocandosi all'1,1 per cento in gennaio (contro il 2,3 per cento in settembre). Per contro, il tasso di variazione del credito al consumo ha registrato un lieve recupero in gennaio al -1,6 per cento (dal -1,9 di settembre), restando tuttavia nettamente in territorio negativo.

Per quando riguarda le cause di fondo della moderata debolezza delle dinamiche dei prestiti erogati dalle IFM alle famiglie, l'indagine sul credito bancario di gennaio ha evidenziato, oltre a un irrigidimento netto dei criteri di affidamento, un'ulteriore contrazione della domanda netta per tutte le categorie di credito nel quarto trimestre del 2011. I fattori principali all'origine della diminuita domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni sono da individuare nel peggioramento delle prospettive per la crescita economica e per il mercato dell'edilizia residenziale, nonché nel significativo deterioramento del clima di fiducia dei consumatori, mentre la minore spesa delle famiglie per beni di consumo durevoli ha depresso il credito al consumo. In generale, è possibile che il marcato deterioramento della fiducia dei consumatori nella seconda metà del 2011 sia in parte ascrivibile ai timori delle famiglie per le implicazioni che l'aggravarsi della crisi del debito sovrano nell'area

Figura 41 Prestiti totali concessi alle famiglie

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

- prestiti delle IFM per il credito al consumo
- prestiti delle IFM per l'acquisto di abitazioni
- altri prestiti delle IFM
- prestiti totali delle IFM
- prestiti totali



Fonte: BCE.

Note: i prestiti totali includono i prestiti concessi alle famiglie da tutti gli altri settori istituzionali, compreso il resto del mondo. Per il quarto trimestre del 2011, i prestiti totali concessi alle famiglie sono stati stimati sulla base dei dati sulle transazioni riportati nelle statistiche bancarie e monetarie. Per ulteriori informazioni sulle differenze tra i prestiti delle IFM e i prestiti totali con riferimento al calcolo dei tassi di crescita, cfr. le relative Note tecniche.

dell'euro e il rincaro delle materie prime potrebbero avere per i loro redditi reali. Insieme agli elevati livelli di indebitamento di diversi paesi, ciò potrebbe aver spinto le famiglie a rinviare gli investimenti in abitazioni o gli acquisti di importo rilevante (*big ticket items*). In prospettiva, le banche si attendono un'ulteriore contrazione della domanda netta sia dei mutui per l'acquisto di abitazioni, sia del credito al consumo nel primo trimestre del 2012.

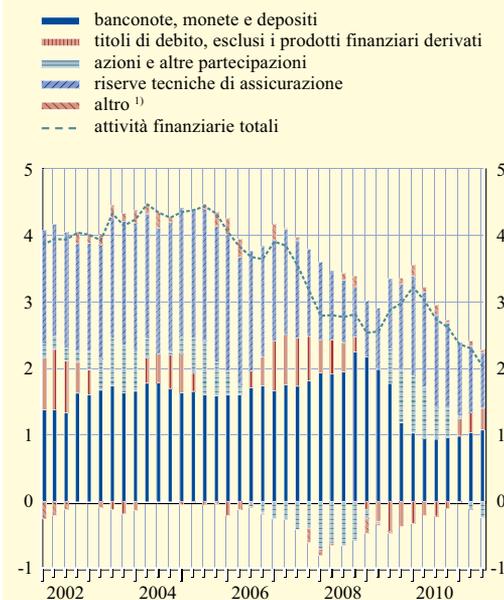
Considerando il lato dell'attivo del bilancio delle famiglie dell'area dell'euro, il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari totali del settore è sceso ulteriormente nel terzo trimestre del 2011, portandosi al 2,0 per cento (dal 2,3 nel trimestre precedente), confermando così la tendenza calante evidenziata dalla metà del 2010 (cfr. figura 42). Questa moderazione va imputata in larga parte al contributo più negativo proveniente dagli investimenti in quote di fondi comuni, il quale ha continuato a rispecchiare la riluttanza delle famiglie a detenere attività rischiose in un contesto di accresciuta incertezza per l'economia e i mercati finanziari. Il contributo delle riserve tecniche di assicurazione agli investimenti finanziari totali è anch'esso diminuito, pur rimanendo significativamente positivo nel periodo in rassegna. Per contro, i contributi delle consistenze di banconote e monete e di depositi hanno continuato ad aumentare gradualmente, beneficiando, nel prevalente contesto di incertezza, della liquidazione degli investimenti azionari fatti in precedenza. Nel contempo, il contributo dei titoli di debito (esclusi i prodotti finanziari derivati) alla crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari totali è rimasto ampiamente invariato.

POSIZIONE FINANZIARIA

Nel quarto trimestre del 2011 il rapporto tra il debito delle famiglie e il loro reddito disponibile lordo nominale si sarebbe collocato al 99,4 per cento (cfr. figura 43), rimanendo sostanzialmente immutato dalla metà del 2010, essendo cresciuti ancora una volta a un ritmo analogo tanto il reddito disponibile quanto l'indebitamento totale delle famiglie. Si stima che gli oneri per

Figura 42 Investimenti finanziari delle famiglie

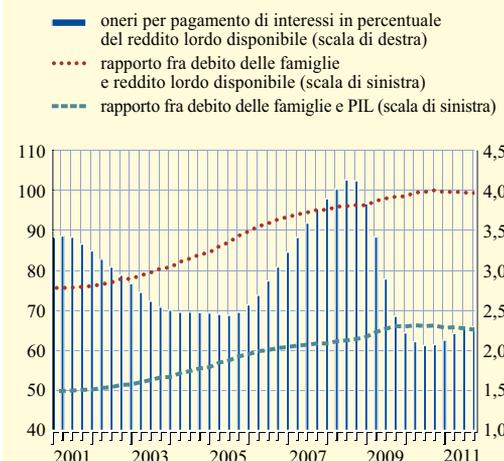
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



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

Figura 43 Debito delle famiglie e pagamenti per interessi

(valori percentuali)



Fonti: BCE ed Eurostat.
Note: il debito delle famiglie comprende i prestiti totali alle famiglie da tutti i settori istituzionali, incluso il resto del mondo. I pagamenti per interessi non includono i costi complessivi di finanziamento pagati dalle famiglie, in quanto escludono le commissioni per i servizi finanziari. I dati relativi all'ultimo trimestre riportato sono in parte stimati.

interessi del settore si siano mantenuti sostanzialmente invariati, al 2,3 per cento del reddito disponibile, dopo essersi accresciuti moderatamente nei precedenti tre trimestri. Questa stabilizzazione rispecchia la perdurante moderazione dell'indebitamento delle famiglie e la flessione dei tassi di interesse. Nel complesso, gli oneri per interessi delle famiglie rimangono relativamente bassi in termini storici. Il rapporto fra debito delle famiglie e PIL avrebbe registrato un nuovo lieve calo nel trimestre in esame, portandosi al 65,2 per cento, dal 65,6 del trimestre precedente.

3 PREZZI E COSTI

La stima preliminare dell'Eurostat indica per l'area dell'euro un tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC al 2,7 per cento in febbraio, lievemente superiore al 2,6 di gennaio. In prospettiva è probabile che nel 2012 l'inflazione si mantenga al di sopra del 2 per cento, soprattutto per effetto dei nuovi rincari dei beni energetici, nonché degli aumenti delle imposte indirette annunciati di recente. Sulla base dei prezzi attualmente impliciti nei contratti future per le materie prime, l'inflazione sui dodici mesi dovrebbe riportarsi al di sotto del 2 per cento all'inizio del 2013. Su orizzonti più lunghi, a fronte di una crescita debole nell'area dell'euro e di aspettative di inflazione a lungo termine saldamente ancorate, le pressioni di fondo sui prezzi dovrebbero rimanere contenute. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro di marzo 2012, formulate dagli esperti della BCE, prevedono che l'inflazione tendenziale misurata sullo IAPC si collochi tra il 2,1 e il 2,7 per cento nel 2012 e tra lo 0,9 e il 2,3 per cento nel 2013. I rischi per tali proiezioni nei prossimi anni rimangono sostanzialmente bilanciati. I rischi al rialzo nel breve periodo sono connessi principalmente ad aumenti più elevati del previsto di quotazioni petrolifere e imposte indirette, mentre permangono i rischi al ribasso riconducibili a una crescita più debole delle attese.

3.1 I PREZZI AL CONSUMO

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è salita lievemente dal 2,6 al 2,7 per cento tra gennaio e febbraio 2012 (cfr. tavola 7). Dalla fine del 2010 l'inflazione è rimasta nettamente al di sopra del 2 per cento, sospinta principalmente dalla vigorosa dinamica dei prezzi dei beni energetici e alimentari, sulla scia dei rincari mondiali delle materie prime. In alcune economie dell'area dell'euro anche gli incrementi delle imposte indirette e dei prezzi amministrati hanno contribuito al rialzo dell'inflazione complessiva. Il riquadro 6 esamina l'impatto delle recenti variazioni delle imposte indirette sullo IAPC sia nell'area dell'euro sia nei singoli paesi, utilizzando i dati mensili dell'Eurostat per lo IAPC ad aliquote fiscali costanti.

Tavola 7 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2010	2011	2011 set.	2011 ott.	2011 nov.	2011 dic.	2012 gen.	2012 feb.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	1,6	2,7	3,0	3,0	3,0	2,7	2,6	2,7
Beni energetici	7,4	11,9	12,4	12,4	12,3	9,7	9,2	.
Alimentari non trasformati	1,3	1,8	1,4	1,8	1,9	1,6	1,6	.
Alimentari trasformati	0,9	3,3	4,0	4,3	4,3	4,1	4,1	.
Beni industriali non energetici	0,5	0,8	1,2	1,3	1,3	1,2	0,9	.
Servizi	1,4	1,8	1,9	1,8	1,9	1,9	1,9	.
Altri indicatori di prezzi								
Prezzi alla produzione nell'industria	2,9	5,9	5,8	5,5	5,4	4,3	3,7	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	60,7	79,7	79,8	78,9	81,4	81,7	86,2	89,7
Prezzi delle materie prime non energetiche	44,6	12,2	1,5	1,6	-1,9	-6,7	-4,6	-7,5

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

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

L'IMPATTO DELLE RECENTI VARIAZIONI DELLE IMPOSTE INDIRETTE SULLO IAPC

Le imposte indirette fanno parte dei prezzi al consumo finali. Di conseguenza, l'aumento delle imposte sul valore aggiunto esercita un effetto diretto al rialzo sull'inflazione armonizzata. Le necessarie misure di risanamento dei conti pubblici poste in atto da diversi paesi nell'area dell'euro hanno comportato un forte impatto delle imposte indirette sull'inflazione nel 2011. Il presente riquadro esamina tale impatto sia nel complesso dell'area sia nei singoli paesi, utilizzando i dati mensili dell'Eurostat per lo IAPC ad aliquote fiscali costanti (HICP-CT)¹⁾.

I dati relativi allo HICP-CT mostrano quale sarebbe stata l'evoluzione dello IAPC ad aliquote costanti, ipotizzando una trasmissione piena e immediata delle variazioni dei prezzi al consumo²⁾. Alla luce di tale ipotesi, l'impatto meccanico implicito delle variazioni delle imposte indirette può essere visto come il probabile limite superiore dell'effettivo impatto diretto, che normalmente è inferiore, in base a diversi fattori legati alla situazione ciclica e al contesto concorrenziale delle imprese che determinano i prezzi. L'impatto meccanico al rialzo delle variazioni delle imposte indirette sulla dinamica dell'inflazione complessiva nell'area dell'euro è stato pari a un quarto di punto percentuale nel 2011, in lieve rialzo rispetto al 2010 (cfr. figura A).

I dati per l'area dell'euro nel suo insieme celano alcune differenze sia a livello delle componenti dello IAPC sia nei singoli paesi dell'area. Nel 2007 ad esempio l'ampio e significativo impatto al rialzo sull'inflazione è stato determinato quasi interamente da un aumento generale dell'IVA in Germania. La lieve spinta al ribasso tra la metà del 2009 e la metà del 2010 è stata generata dalla riduzione dell'IVA su determinati servizi in alcuni paesi dell'area, in parte compensata dall'aumento delle imposte su beni energetici e tabacchi (inclusi nella componente alimentare) in altri paesi.

Figura A Effetto automatico¹⁾ della variazione delle imposte indirette sulla variazione sui dodici mesi dell'inflazione misurata sullo IAPC nell'area dell'euro

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Calcolato come differenza fra la variazione sui dodici mesi dello IAPC e quella dello HICP-CT.

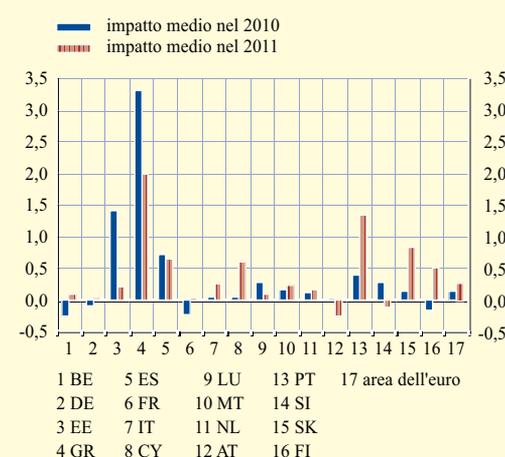
- 1) Cfr. il riquadro *La misurazione dell'impatto dell'imposizione indiretta sull'inflazione armonizzata nell'area dell'euro* nel numero di marzo 2011 di questo Bollettino.
- 2) Per ulteriori dettagli sulla strutturazione dello HICP-CT e sulla cautela richiesta per interpretarlo cfr. il riquadro *Nuove serie statistiche che misurano l'impatto delle imposte indirette sull'inflazione al consumo* nel numero di novembre 2009 di questo Bollettino.

Rispetto agli anni precedenti, nel 2010 e 2011 l'impatto sull'inflazione armonizzata nell'insieme dell'area ha interessato un più ampio numero di paesi, con effetti più marcati su alcune economie. In entrambi gli anni l'impatto meccanico è stato più ampio in Grecia, pari a 3,3 punti percentuali nel 2010 e 2,0 nel 2011. Altri paesi in cui l'impatto è stato significativo sono Italia, Portogallo, Slovacchia e Spagna. In Italia l'aumento dell'IVA, sebbene introdotto solo nel settembre 2011, ha determinato un impatto meccanico di 0,2 punti percentuali per tutto il 2011 (cfr. figura B).

In prospettiva, diversi paesi, fra cui Irlanda, Cipro, Italia, Francia e Portogallo, hanno applicato o annunciato aumenti dell'IVA che avranno un impatto nel 2012 e determineranno il protrarsi delle pressioni al rialzo sull'inflazione nel corso dell'anno (cfr. il riquadro 10 *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE*).

Figura B Effetto automatico ¹⁾ della variazione delle imposte indirette sulla variazione sui dodici mesi dell'inflazione misurata sullo IAPC nell'area dell'euro e nei paesi dell'area

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati dello HICP-CT non sono disponibili per l'Irlanda.
1) Calcolato come differenza fra la variazione sui dodici mesi dello IAPC e quella dello HICP-CT.

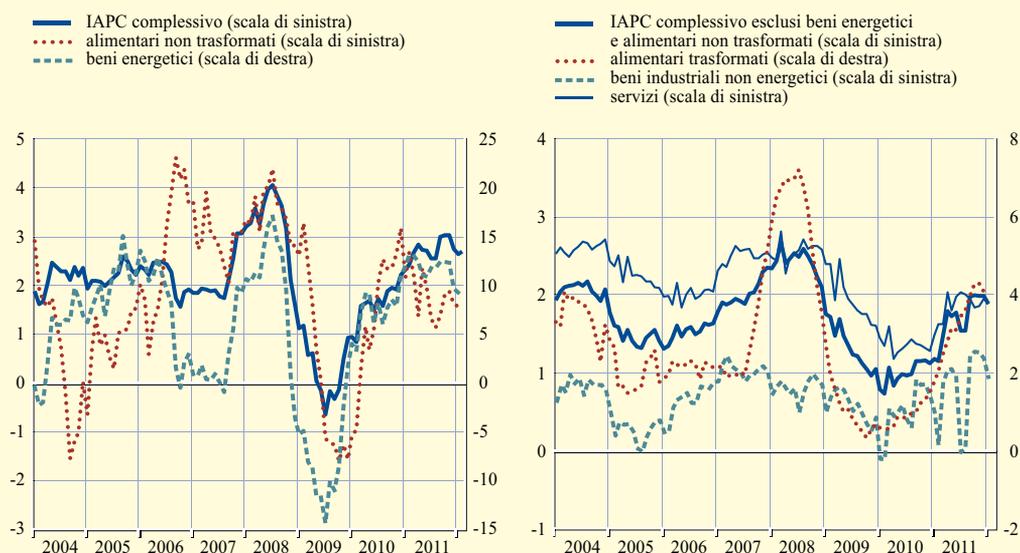
Nel 2011 l'inflazione misurata sullo IAPC ha raggiunto il valore massimo del 3,0 per cento in settembre, rimanendo su tale livello per tre mesi consecutivi, per poi scendere in dicembre, a causa di un calo dei prezzi dell'energia che ha riflesso effetti base connessi ai rincari di un anno prima.

In gennaio, l'ultimo mese per cui è disponibile una scomposizione ufficiale, la variazione tendenziale della componente energetica dello IAPC è diminuita al 9,2 per cento, dal 9,7 del dicembre 2011. In precedenza la dinamica di questi prezzi era rimasta a doppia cifra per dodici mesi consecutivi, soprattutto per effetto dei rincari del greggio all'inizio del 2011 e, in seguito, al deprezzamento dell'euro sul dollaro. Dall'inizio del 2012 le quotazioni del petrolio in euro sono aumentate ulteriormente, collocandosi in febbraio a oltre 90 euro al barile. Allo stesso tempo questi aumenti hanno sospinto verso l'alto i tassi di inflazione delle voci dello IAPC più direttamente legate al petrolio, in particolare i trasporti e i combustibili liquidi per riscaldamento. I prezzi delle altre principali sottocomponenti dell'energia, come il gas e l'elettricità, seguono gli andamenti dei corsi petroliferi con un certo ritardo.

La variazione tendenziale della componente alimentare dello IAPC è aumentata costantemente nel 2011, fino a superare il 3 per cento in settembre, rispecchiando gli andamenti dei prezzi delle materie prime alimentari a livello mondiale. Tuttavia, la recente dinamica di tali prezzi nel mercato interno dell'UE suggerisce che a fine anno l'impatto dello shock sui prezzi dei beni alimentari si sia attenuato. Nondimeno, gli effetti immediati della trasmissione continueranno ad acuire le pressioni inflattive lungo la catena produttiva alimentare nel breve termine. La tendenza all'aumento dell'inflazione dei generi alimentari nel 2011 è stata particolarmente evidente nel sub-indice degli alimentari trasformati (esclusi i tabacchi) a causa dei rincari dei beni ad alto contenuto di materie prime, come prodotti caseari, oli, grassi e, in particolare, caffè e tè.

Figura 44 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

Al netto delle componenti alimentare ed energetica, che costituiscono circa il 30 per cento del paniere dello IAPC, l'inflazione sui dodici mesi è scesa all'1,5 per cento nel gennaio 2012 dopo essere rimasta stabile all'1,6 per cento tra settembre e dicembre del 2011. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto di alimentari ed energia è determinata prevalentemente da fattori interni, come 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, le cui dinamiche sono state molto differenti.

Nel 2011 l'inflazione dei beni industriali non energetici ha seguito una tendenza al rialzo, iniziata nel secondo trimestre del 2010, riconducibile alla trasmissione di passati deprezzamenti del tasso di cambio e rincari delle materie prime, nonché a incrementi delle imposte indirette. Negli ultimi mesi del 2011 l'inflazione di questi beni si è mantenuta intorno all'1,2 per cento, dopo aver mostrato nella parte precedente dell'anno un'elevata volatilità. Quest'ultima è riconducibile all'adozione di un nuovo regolamento sul trattamento dei prodotti stagionali nello IAPC, che ha avuto effetti rilevanti sulla voce dei beni semidurevoli (materiali per abbigliamento, tessili, libri, ecc.). Le altre due voci della componente dei beni industriali non energetici, i beni durevoli (autovetture, mobili, apparecchiature elettroniche, ecc.) e quelli non durevoli (forniture di acqua, prodotti farmaceutici, giornali, ecc.), sono rimaste più stabili. In gennaio la crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni industriali non energetici è diminuita allo 0,9 per cento.

L'inflazione nei servizi è aumentata sensibilmente nei primi mesi del 2011, per poi oscillare intorno all'1,9 per cento da aprile. Questa stabilizzazione è apparsa evidente in tutte le principali sottocomponenti, ad eccezione dei servizi di comunicazione, i cui prezzi sono calati in misura più consistente. In gennaio l'inflazione nei servizi è rimasta all'1,9 per cento per il terzo mese consecutivo. Il rallentamento dei prezzi dei servizi di trasporto, comunicazione e ricreativi e personali è stato compensato dall'accelerazione di quelli dei servizi abitativi e vari negli ultimi tre mesi.

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

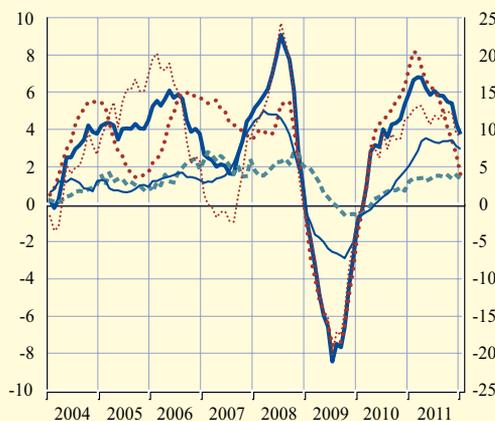
Le pressioni inflazionistiche lungo la filiera produttiva sono cresciute costantemente dal livello minimo nell'estate del 2009 fino ai mesi più recenti, soprattutto a causa dell'incremento della domanda mondiale di materie prime. Di conseguenza, l'inflazione alla produzione nell'industria è aumentata alla fine del 2010 e nella prima metà del 2011. In seguito il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione è sceso, principalmente per effetto delle oscillazioni dei prezzi delle materie prime (cfr. tavola 7 e figura 45). Al netto delle costruzioni, l'inflazione alla produzione nell'industria è scesa al 3,7 per cento in gennaio, dal 4,3 del dicembre 2011. La componente energetica ha contribuito a questo calo solo in misura marginale, dato che un suo effetto base al ribasso è stato in parte compensato da un forte aumento sul mese precedente dei prezzi alla produzione. Contestualmente, l'inflazione alla produzione al netto delle costruzioni e dell'energia è calata all'1,9 per cento, dal 2,5.

Passando agli stadi successivi della catena produttiva, l'inflazione alla produzione dei beni di consumo è scesa lievemente al 3,0 per cento in gennaio 2012. Nello stesso mese la variazione tendenziale dei prezzi al consumo degli alimentari è diminuita al 3,9 per cento. Nei prossimi mesi dovrebbe calare ulteriormente per effetto delle recenti brusche contrazioni dei prezzi delle materie prime alimentari nell'UE. Il tasso di variazione annuale della componente dei beni di consumo non alimentari, che anticipa l'andamento della componente dei beni industriali non energetici dello IAPC, è sceso in gennaio per la prima volta da oltre due anni, all'1,4 per cento, dopo essere rimasto sul livello storicamente elevato dell'1,7 per cento nei due mesi precedenti. Questo calo, insieme a quello dell'inflazione all'importazione, segnala un allentamento delle pressioni all'origine sulle componenti di fondo dell'inflazione al consumo.

Figura 45 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)

- industria escluse le costruzioni (scala di sinistra)
- ... beni intermedi (scala di sinistra)
- ... beni di investimento (scala di sinistra)
- beni di consumo (scala di sinistra)
- ... beni energetici (scala di destra)

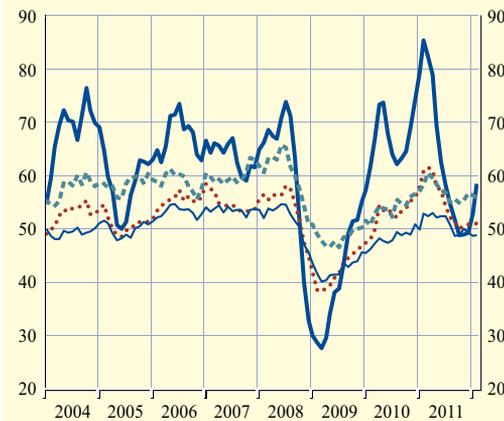


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 46 Indagini sui prezzi degli input e dell'output

(indici di diffusione; dati mensili)

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



Fonte: Markit.

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

In febbraio gli indicatori di prezzo delle indagini per il settore industriale, che anticipano gli andamenti dell'indice dei prezzi alla produzione, sono rimasti sostanzialmente invariati e prossimi alle loro medie di lungo periodo. Secondo le indagini della Commissione europea sulle aspettative per i prezzi di vendita, tale andamento sarebbe riconducibile alle dinamiche nei settori dei beni di consumo e di investimento, dato che le attese sui prezzi di vendita nel settore dei beni intermedi sono nuovamente aumentate. Per quanto riguarda l'indice dei responsabili degli acquisti, quello dei prezzi dell'*output* nel settore manifatturiero è aumentato lievemente da 50,7 a 51,0 tra gennaio e febbraio, mentre quello degli *input* è salito da 52,2 a 58,5 nello stesso periodo, dopo i recenti rincari delle materie prime e il deprezzamento dell'euro.

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

In connessione con il miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro nella prima metà del 2011, gli indicatori del costo del lavoro nell'area dell'euro sono aumentati gradualmente (cfr. tavola 8 e figura 47), sebbene gli ultimi dati sulla dinamica salariale mostrino alcuni segnali di stabilizzazione.

Normalmente, l'andamento del mercato del lavoro reagisce con un certo ritardo alla dinamica del PIL. All'inizio della recessione mondiale del 2008-2009 il mercato del lavoro nell'area dell'euro ha mostrato una certa tenuta, soprattutto per effetto della consistente riduzione delle ore lavorate. Tuttavia, la gravità e la persistenza della recessione hanno finito per determinare un forte calo dell'occupazione e un incremento della disoccupazione. Il riquadro 7 *Adeguamento del mercato del lavoro nell'area dell'euro* analizza l'adeguamento del mercato del lavoro nell'area dell'euro durante la recessione del 2008-2009, prendendo in esame gli andamenti di occupazione, disoccupazione e retribuzioni.

Le retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro, l'unico indicatore disponibile per il quarto trimestre del 2011, sono aumentate in dicembre dell'1,9 per cento su base annua, a fronte del 2,0 in novembre, confermando il rallentamento negli ultimi mesi dell'anno dopo l'accelerazione osservata fino a settembre. Nel complesso del 2011 la dinamica delle retribuzioni contrattuali è salita al 2,0 per cento, dall'1,7 nel 2010. Il graduale aumento di tale indicatore, che coglie la principale componente delle retribuzioni concordata anticipatamente attraverso i contratti collettivi, riflette probabilmente una reazione ritardata degli accordi contrattuali al miglioramento delle condizioni sul mercato del

Tavola 8 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2010	2011	2010 4° trim.	2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 4° trim.
Retribuzioni contrattuali	1,7	2,0	1,6	2,0	1,9	2,1	2,0
Costo orario complessivo del lavoro	1,6	.	1,7	2,5	3,2	2,75	.
Redditi per occupato	1,6	.	1,6	2,4	2,5	2,4	.
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	2,4	.	1,9	2,1	1,2	1,0	.
Costo del lavoro per unità di prodotto	-0,8	.	-0,3	0,3	1,2	1,3	.

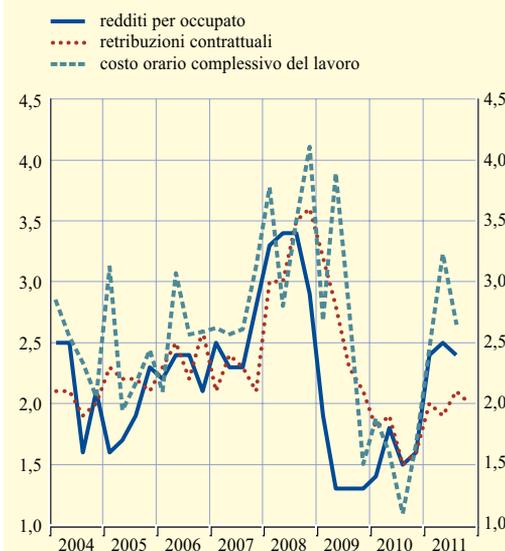
Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

lavoro, che ha rafforzato il potere di contrattazione dei lavoratori. Inoltre potrebbe aver avuto un certo peso il rialzo dell'inflazione iniziato alla fine del 2010.

Anche altri indicatori dei salari hanno mostrato segnali di stabilizzazione. Nel terzo trimestre del 2011 la crescita sul periodo corrispondente dei redditi per addetto si è collocata al 2,4 per cento, pressoché invariata rispetto ai due trimestri precedenti (cfr. figura 47). Allo stesso tempo la crescita del costo unitario del lavoro è aumentata ancora lievemente all'1,3 per cento, dall'1,2 nel secondo trimestre. Tale incremento è riconducibile soprattutto al calo della dinamica annuale della produttività del lavoro registrato tra il secondo e il terzo trimestre, all'1,0 per cento dall'1,2, sulla scia del rallentamento dell'espansione. Nel terzo trimestre il tasso di variazione tendenziale del costo orario del lavoro è sceso al 2,7 per cento, dal 3,2 nel trimestre precedente. Questa decelerazione riflette principalmente gli andamenti nel comparto industriale, considerato che i decrementi nei settori delle costruzioni e dei servizi di mercato sono stati molto meno pronunciati (cfr. figura 48). 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.

Figura 47 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



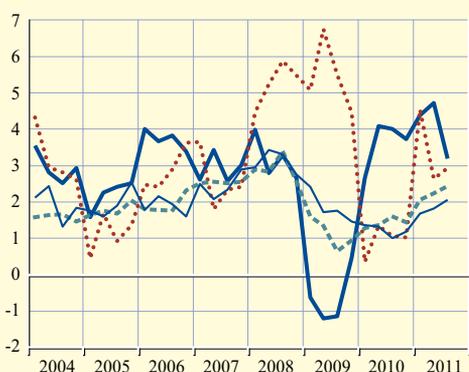
Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 48 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)

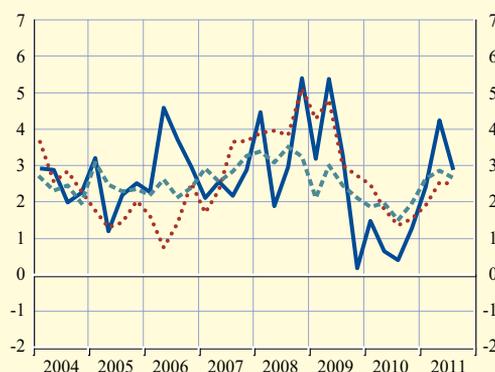
Redditi per occupato

- 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.

L'ADEGUAMENTO DEL MERCATO DEL LAVORO NELL'AREA DELL'EURO

Il presente riquadro analizza l'adeguamento del mercato del lavoro nell'area dell'euro dall'inizio della crisi finanziaria, esaminando le dinamiche di occupazione, disoccupazione e retribuzioni¹⁾. Normalmente esiste una relazione piuttosto stretta tra la crescita del prodotto e il mercato del lavoro. La recessione del 2008-2009 tuttavia ha introdotto un elemento di differenziazione in tale rapporto nell'area dell'euro. All'inizio della fase recessiva l'occupazione ha mostrato una certa tenuta in gran parte dei paesi dell'area, soprattutto per effetto della forte riduzione delle ore lavorate e del mantenimento implicito dei livelli occupazionali. Tuttavia, la gravità e il protrarsi della recessione hanno in definitiva determinato un calo dell'occupazione e un brusco incremento della disoccupazione. Durante il successivo periodo di ripresa l'occupazione ha registrato una lieve accelerazione, in parte grazie alle politiche di mantenimento dei livelli occupazionali, mentre la disoccupazione è rimasta su livelli elevati. Si è osservato un lieve adeguamento delle retribuzioni, dovuto tuttavia alla riduzione più marcata della loro componente variabile (gratifiche, straordinari, ecc.), piuttosto che alla dinamica delle retribuzioni contrattuali. Nel complesso gli ultimi andamenti del mercato del lavoro nell'area dell'euro sembrano di nuovo in linea con il profilo storico. Esistono tuttavia notevoli diversità tra le correzioni del mercato del lavoro nei vari paesi dell'area, che riflettono ampiamente le divergenze in materia di flessibilità sul mercato del lavoro e avanzamento delle riforme strutturali. La moderazione salariale e le misure per accrescere la flessibilità sul mercato del lavoro sono essenziali per sostenere l'occupazione, in particolare nei paesi dell'area con elevati tassi di disoccupazione.

Il mercato del lavoro normalmente si adatta alle variazioni del PIL

Se la domanda aggregata nell'economia diminuisce, in genere le imprese riducono prima la produzione, quindi le ore lavorate e infine la forza lavoro. Le imprese possono avere vari motivi per non adeguare immediatamente il numero di ore lavorate al livello di produzione più basso. Inizialmente potrebbero ritenere che la flessione della domanda abbia natura temporanea; inoltre, è necessario del tempo per pianificare l'impiego della forza lavoro esistente nella nuova situazione. Una volta che risulti evidente l'instaurarsi di una fase recessiva, le imprese intervengono sul numero di ore di lavoro, in genere senza contrarre i livelli occupazionali, al fine di ridurre esclusivamente le ore medie lavorate. Solo in ultima istanza le imprese riducono il numero di occupati in risposta al calo della domanda. Di norma l'occupazione nell'area dell'euro si adatta alle variazioni di produzione dopo uno o due trimestri, benché le politiche di mantenimento dei livelli occupazionali possano allungare i tempi, in base alle valutazioni degli imprenditori riguardo la natura e la durata della recessione, nonché la necessità di mantenere la manodopera qualificata.

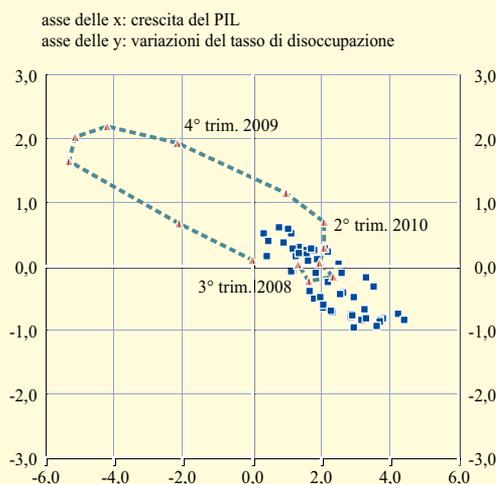
Le correzioni del mercato del lavoro dalla recessione del 2008-2009

All'inizio della recessione del 2008-2009 l'occupazione in gran parte dei paesi dell'area ha mostrato una certa tenuta, in particolare per effetto della forte riduzione delle ore lavorate²⁾. Tuttavia, la gravità e il protrarsi della recessione hanno in definitiva determinato un calo dell'oc-

- 1) Per un'analisi più dettagliata dell'evoluzione dei mercati del lavoro nell'area dell'euro fino al primo trimestre del 2010 cfr. l'articolo *Ripercussioni della recessione sui mercati del lavoro nell'area dell'euro* nel numero di luglio 2010 di questo Bollettino.
- 2) Per contenere gli effetti della recessione sull'occupazione sono state adottate iniziative di politica economica tese a incoraggiare la flessibilità degli accordi sull'orario di lavoro, specie i programmi di riduzione delle ore lavorate.

Figura A Crescita del PIL e disoccupazione

(crescita sul periodo corrispondente in punti percentuali)



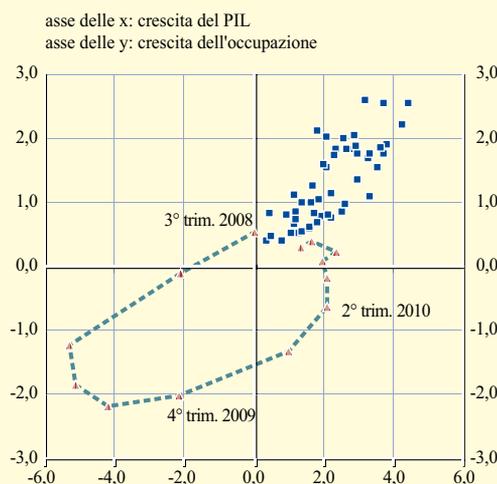
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati si riferiscono al periodo dal primo trimestre del 1996 al terzo trimestre del 2011.

occupazione e un considerevole aumento della disoccupazione³⁾. Le figure A e B mostrano le correzioni del mercato del lavoro in termini di disoccupazione e occupazione dal 1996. Sin dall'inizio della fase recessiva il rapporto tra l'andamento del mercato del lavoro e l'attività economica è sembrato discostarsi dal suo normale profilo⁴⁾. In particolare, la crescita del PIL è diminuita bruscamente, ma la disoccupazione (occupazione) non è aumentata (diminuita) quanto avrebbe dovuto in base alle regolarità storiche, a indicare un certo mantenimento dei livelli occupazionali. Di recente, tuttavia, il rapporto sembra essere di nuovo in linea con la normale esperienza storica.

I periodi di mantenimento dei livelli occupazionali, come quello osservato nella recente recessione, possono essere seguiti da una fase di crescita economica senza aumento dell'occupazione. Questo fenomeno viene

Figura B Crescita del PIL e occupazione

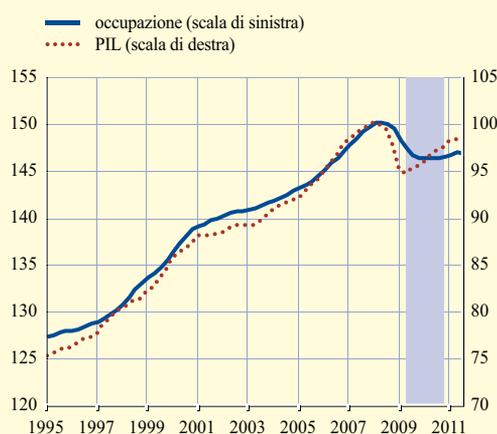
(crescita sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati si riferiscono al periodo dal primo trimestre del 1996 al terzo trimestre del 2011.

Figura C Occupazione e PIL

(milioni di persone; indice 2° trim. 2008 = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Note: le osservazioni più recenti si riferiscono al terzo trimestre del 2011. L'area ombreggiata indica il periodo in cui la crescita del PIL è aumentata e l'occupazione è diminuita ("crescita senza occupazione").

- 3) C'è stata tuttavia considerevole eterogeneità tra i vari paesi dell'area. In Germania ad esempio la disoccupazione in effetti è diminuita durante la crisi, in parte a seguito di precedenti riforme del mercato del lavoro (come la riforma Hartz).
- 4) La questione è stata trattata anche nel riquadro *La legge di Okun e i recenti andamenti del prodotto e della disoccupazione nell'area dell'euro*, nel numero di giugno 2011 di questo Bollettino.

spesso denominato “crescita senza occupazione” o “ripresa senza occupazione”. La scelta di attendere prima di assumere nuovo personale potrebbe essere motivata dal fatto che le imprese hanno sottoutilizzato le risorse impiegabili quando la domanda aumenterà di nuovo. Quindi un certo grado di mantenimento dei livelli occupazionali e di crescita senza occupazione è normale in un ciclo economico. Ciò potrebbe in parte spiegare la recente dinamica nell’area dell’euro, dove la ripresa dell’occupazione è stata abbastanza contenuta, nonostante l’inversione dell’andamento negativo del PIL (cfr. figura C).

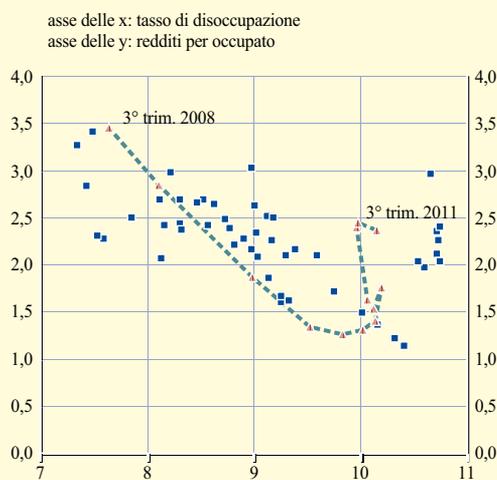
La dinamica salariale nell’area dell’euro

In risposta alla recessione del 2008-2009, c’è stato un rallentamento dei salari nell’area dell’euro. La grave recessione e il corrispondente aumento della disoccupazione hanno esercitato nel 2009 un effetto al ribasso pronunciato sui redditi per addetto, che sono diminuiti dal massimo a quasi il minimo del campione in meno di un anno (cfr. figura D). Dopo la recessione anche le retribuzioni contrattuali si sono ridotte. Comunque, sembra che il calo delle retribuzioni contrattuali non abbia riflesso la debolezza del mercato del lavoro fino alla fine del 2009. Pertanto, la componente variabile delle retribuzioni (gratifiche, straordinari, ecc.) si sarebbe adattata all’eccesso di offerta sul mercato del lavoro più rapidamente della parte oggetto di contrattazione. In generale, il rapporto tra disoccupazione e retribuzioni contrattuali sembra meno stretto di quello tra redditi per addetto e disoccupazione, come indica la relazione che richiama la curva di Phillips nelle figure D ed E.

Gli ultimi dati sul 2011 mostrano che l’andamento dei redditi per occupato si è discostato lievemente dal suo normale profilo (cfr. figura D). Nonostante la protratta debolezza del mercato del lavoro e l’elevato livello di disoccupazione, i redditi per addetto sono aumentati. Nel 2011 i salari hanno accelerato fino a livelli lievemente superiori alla media storica, mentre le retribuzioni contrattuali si sono mantenute al di sotto di essa.

Figura D Redditi per occupato e disoccupazione

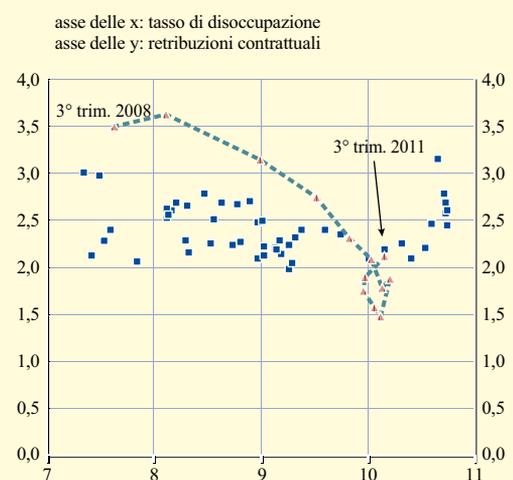
(valori percentuali; crescita sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati si riferiscono al periodo dal primo trimestre del 1996 al terzo trimestre del 2011.

Figura E Retribuzioni contrattuali e disoccupazione

(valori percentuali; crescita sul periodo corrispondente)



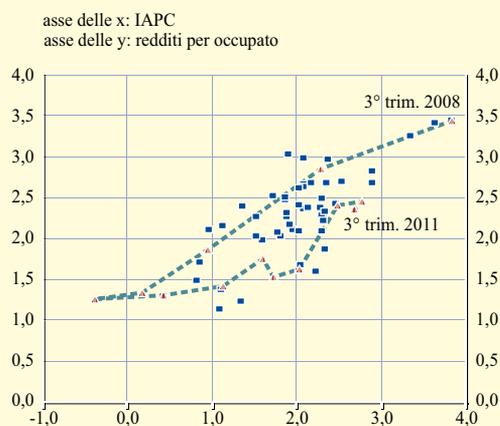
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati si riferiscono al periodo dal primo trimestre del 1996 al terzo trimestre del 2011.

Sebbene la dinamica salariale sia fortemente influenzata dalle correzioni delle ore lavorate per addetto, nel 2011 le brusche variazioni dei redditi per occupato, nonostante la debolezza del mercato del lavoro, potrebbero essere state determinate anche dalla dinamica dei prezzi nell'area dell'euro. In alcune economie ci sono state pressioni al rialzo sull'inflazione, riconducibili ai rincari dei beni alimentari ed energetici nonché agli aumenti delle imposte. In diversi paesi dell'area dell'euro l'indicizzazione dei salari agli andamenti passati dell'inflazione potrebbe impedire l'adattamento dei salari in risposta all'indebolimento del mercato del lavoro. La figura F mostra che nell'area dell'euro gli andamenti di redditi per occupato e dello IAPC si muovono in sintonia tra di loro. Inoltre, la recente dinamica dei salari si è mantenuta sostanzialmente in linea con la relazione storica, che è positiva, per cui salari più elevati sono associati a prezzi più alti, e viceversa.

Nel complesso, il presente riquadro mostra che la recessione del 2008-2009 ha determinato nell'area dell'euro una divergenza nel rapporto storicamente stretto tra la dinamica del mercato del lavoro e l'attività economica. Tuttavia, secondo gli ultimi dati disponibili, tale relazione è di nuovo in linea con il suo normale profilo, a indicare un indebolimento delle condizioni sul mercato del lavoro a seguito del calo della crescita nell'area. Il riquadro analizza solo le correzioni del mercato del lavoro dell'area nel suo insieme. Peraltro, le correzioni del mercato del lavoro sono state notevolmente diverse nei vari paesi, a causa delle differenze in termini di flessibilità del mercato del lavoro, accordi istituzionali e avanzamento nell'attuazione delle riforme strutturali. In generale, nei paesi dell'area dove l'aumento del costo del lavoro è stato relativamente sostenuto nel lungo periodo il tasso di disoccupazione è stato più elevato (cfr. figura G). La moderazione salariale e la flessibilità del mercato del lavoro sono quindi essenziali per ridurre la disoccupazione in tali paesi, in particolare allo stadio attuale, considerando che gli indicatori a breve termine segnalano un ulteriore indebolimento delle condizioni sul mercato del lavoro. Pertanto, il contenimento della dinamica salariale è cruciale per sostenere i livelli occupazionali.

Figura F Redditi per occupato e IAPC

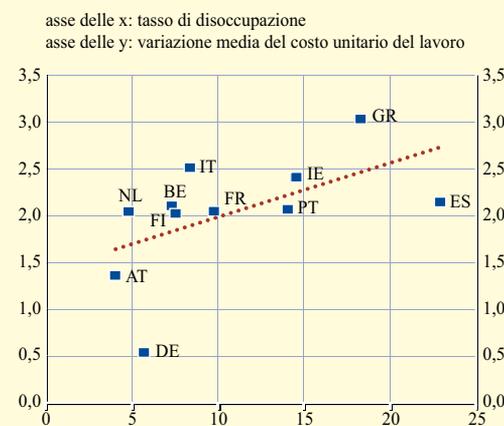
(crescita sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati si riferiscono al periodo dal primo trimestre del 1996 al terzo trimestre del 2011.

Figura G Costo unitario del lavoro e tasso di disoccupazione in alcuni paesi dell'area dell'euro

(valori percentuali; crescita sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Note: la variazione media del costo unitario del lavoro si riferisce al periodo dal primo trimestre del 2001 al terzo trimestre del 2011. I dati relativi al tasso di disoccupazione si riferiscono al quarto trimestre del 2011 (i dati relativi a Grecia e Italia si riferiscono al terzo trimestre del 2011).

3.4 ANDAMENTI DEI PROFITTI SOCIETARI

Nel terzo trimestre del 2011 la crescita dei profitti societari (misurata in termini di margine operativo lordo) è scesa al 2,0 per cento sul periodo corrispondente, dopo essersi collocata all'incirca al 3,5 per cento nel primo e secondo trimestre dell'anno (cfr. figura 49). Questa marcata contrazione rispecchia la moderata espansione del PIL, in particolare la crescita più modesta dei profitti per unità di prodotto (margine per unità di prodotto) riconducibile alla marcata decelerazione della produttività. Il livello dei profitti è rimasto all'incirca il 2 per cento al di sotto del livello massimo raggiunto prima della recessione del 2008-09, quando i profitti erano scesi di circa l'11 per cento.

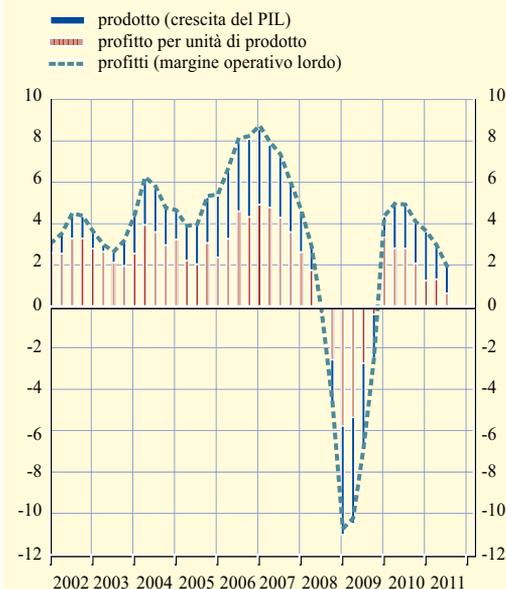
Riguardo ai grandi settori economici, nel terzo trimestre la crescita tendenziale dei profitti societari nel settore dei servizi di mercato si è contratta allo 0,7 per cento, dal 2,2 nei due trimestri precedenti. Per contro, nel settore industriale (al netto delle costruzioni) la crescita dei profitti societari si è collocata all'8,7 per cento sul periodo corrispondente, in linea con la crescita media nei due trimestri precedenti (cfr. figura 50). Rispetto al periodo precedente, i profitti societari sono aumentati moderatamente nel settore dei servizi di mercato, ma in misura consistente nel comparto industriale.

3.5 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

In prospettiva, è probabile che nel 2012 l'inflazione si mantenga al di sopra del 2 per cento, soprattutto per effetto dei nuovi rincari dei beni energetici, nonché degli aumenti delle imposte indirette annunciati di recente. Sulla base dei prezzi attualmente impliciti nei contratti *future* per le materie prime, l'inflazione sui dodici mesi dovrebbe riportarsi al di sotto del 2 per cento all'inizio del 2013. Su

Figura 49 Scomposizione della crescita dei profitti dell'area dell'euro in prodotto e profitto per unità di prodotto

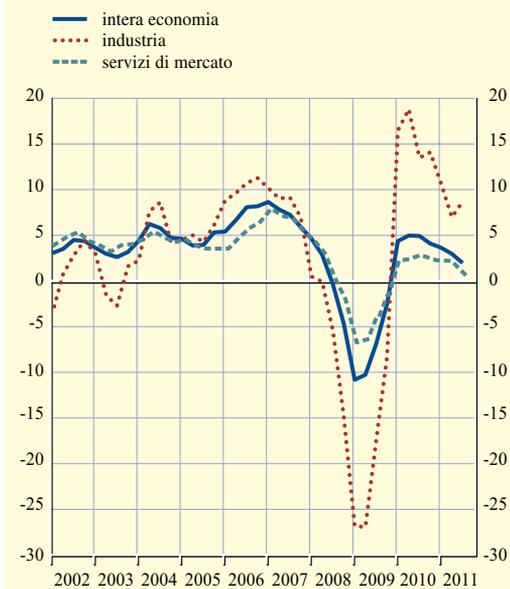
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 50 Andamenti dei profitti nell'area dell'euro nei principali comparti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

orizzonti più lunghi, a fronte di una debole crescita nell'area dell'euro e di aspettative di inflazione a lungo termine saldamente ancorate, le pressioni di fondo sui prezzi dovrebbero rimanere contenute.

Più in dettaglio, le prospettive di inflazione a breve termine continuano a dipendere ampiamente dall'andamento dei corsi petroliferi. Il loro recente aumento è in parte connesso alle tensioni indotte dal previsto embargo dell'UE sulle importazioni di petrolio dall'Iran. Peraltro, nonostante i recenti rincari del greggio (e dei contratti *future* sul petrolio), la dinamica della componente energetica dello IAPC dovrebbe scendere nei prossimi mesi a causa di effetti base ¹⁾. Comunque, la misura in cui questi ultimi saranno di fatto evidenti nel profilo di tale componente dipenderà da quanto si realizzeranno le aspettative attualmente incorporate nei prezzi dei contratti *future* sul petrolio (ossia un lieve calo delle quotazioni del greggio, o quantomeno l'assenza di ulteriori incrementi significativi).

Sulla base degli attuali prezzi dei contratti *future* per le materie prime alimentari, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari dovrebbe raggiungere il livello massimo nella prima parte del 2012, per poi iniziare a moderarsi, soprattutto a causa di effetti base al ribasso. Esiste, tuttavia, un forte grado di incertezza in merito alle prospettive dei prezzi delle materie prime. Inoltre, la misura della trasmissione dei loro rincari dipende dalla robustezza della domanda al consumo e dal comportamento di produttori e dettaglianti, che potrebbero reagire ai rincari modificando i margini di profitto.

Gli indicatori anticipatori disponibili per l'inflazione dei beni industriali non energetici, come gli andamenti dei prezzi alla produzione e di quelli all'importazione dei beni di consumo (al netto di alimentari e tabacchi), segnalano che non vi sarà una sensibile attenuazione dell'inflazione dei beni non industriali nei prossimi mesi. In particolare, le spinte al ribasso derivanti dal rallentamento dell'espansione e della domanda potrebbero essere compensate da quelle al rialzo esercitate dagli aumenti delle imposte indirette.

Analogamente, nei prossimi mesi l'inflazione nei servizi dovrebbe mantenersi sostanzialmente stabile sui livelli attuali, per effetto dell'andamento moderato della domanda interna e dell'ampio contenimento delle pressioni salariali.

I dati più recenti sugli indicatori del costo del lavoro suggeriscono che le spinte inflazionistiche interne si siano stabilizzate. Le pressioni sul costo del lavoro dovrebbero rimanere contenute nel medio termine, in ragione delle prospettive di crescita piuttosto deboli e della perdurante debolezza del mercato del lavoro. La crescita dei profitti societari dovrebbe moderarsi ulteriormente, in linea con le attese di debolezza dell'espansione economica e della produttività.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro di marzo 2012, formulate dagli esperti della BCE, prevedono che l'inflazione tendenziale misurata sullo IAPC si collochi tra il 2,1 e il 2,7 per cento nel 2012 e tra lo 0,9 e il 2,3 per cento nel 2013. Rispetto alle proiezioni del dicembre 2011, gli intervalli di valori per l'inflazione al consumo evidenziano uno spostamento verso l'alto, in particolare per il 2012.

I rischi per tali proiezioni nei prossimi anni sono ancora sostanzialmente bilanciati. Quelli al rialzo nel breve periodo sono connessi principalmente ad aumenti più elevati del previsto per le quotazioni petrolifere e le imposte indirette, mentre permangono i rischi al ribasso riconducibili a un andamento dell'attività economica più debole rispetto alle attese.

1) Per ulteriori dettagli cfr. il riquadro *Effetti base e impatto sull'inflazione armonizzata nel 2012* nel numero di febbraio 2012 di questo Bollettino.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

Il tasso di crescita in termini reali del PIL dell'area dell'euro è diminuito dello 0,3 per cento nel quarto trimestre del 2011. In base ai dati delle indagini più recenti, vi sono segnali di una stabilizzazione, seppure a un livello ancora basso, dell'attività economica. In prospettiva, l'economia dell'area dell'euro dovrebbe riprendersi gradualmente nel corso del 2012, favorita dalla domanda estera, dal bassissimo livello dei tassi di interesse a breve termine nell'area e da tutte le misure prese per favorire l'adeguato funzionamento del settore finanziario nell'area. Tuttavia, ci si attende che le perduranti tensioni nei mercati del debito sovrano e il loro impatto sulle condizioni creditizie, nonché il processo di risanamento dei bilanci in atto nel settore finanziario e in quello non finanziario, continuino a frenare la dinamica della crescita di fondo.

Questa valutazione è confermata anche dalle proiezioni macroeconomiche di marzo degli esperti della BCE, in base alle quali la crescita annua del PIL in termini reali dovrebbe collocarsi fra il -0,5 e lo 0,3 per cento nel 2012 e fra lo 0,0 e il 2,2 per cento nel 2013. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre del 2011, gli intervalli sono stati rivisti lievemente al ribasso. Queste prospettive restano soggette a ulteriori peggioramenti.

4.1 LE COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

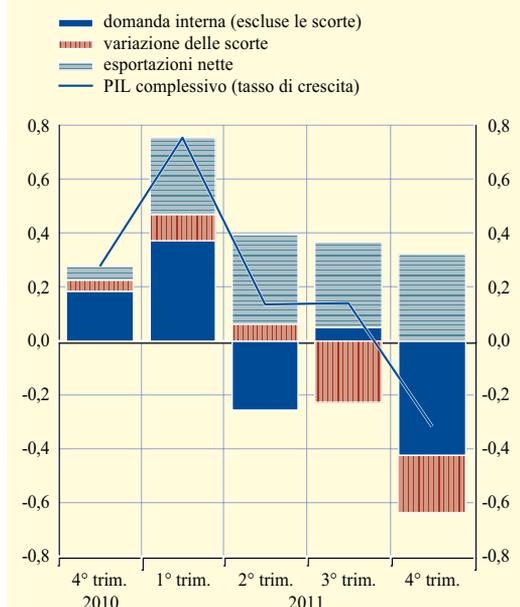
In base alla seconda stima dell'Eurostat, nel quarto trimestre del 2011 il PIL reale dell'area dell'euro è diminuito dello 0,3 per cento in termini congiunturali, dopo aver segnato tassi di crescita positivi ma in calo nei tre trimestri precedenti (cfr. figura 51). Di conseguenza, nel 2011 il PIL è cresciuto dell'1,4 per cento, ossia in misura leggermente inferiore alle previsioni formulate un anno prima dalla maggior parte degli analisti. Il risultato per il quarto trimestre riflette i contributi negativi della domanda interna e della variazione delle scorte, mentre un contributo positivo è provenuto dalle esportazioni nette. Nel primo trimestre del 2012 è atteso un modesto miglioramento: gli indicatori disponibili segnalano, infatti, una crescita sostanzialmente nulla del PIL sul trimestre precedente, dopo la flessione del prodotto osservata alla fine del 2011.

CONSUMI PRIVATI

Dopo essere cresciuti dello 0,3 per cento nel terzo trimestre del 2011, i consumi privati sono calati dello 0,4 per cento sul trimestre precedente, allontanandosi così ulteriormente dal picco pre-recessione registrato nel primo trimestre del 2008. Tale risultato per il quarto trimestre riflette probabilmente la crescita negativa delle vendite al dettaglio, benchè le immatricolazioni di automobili siano leggermente aumentate. Le informazioni recenti ricavate dagli indicatori di breve periodo e dalle indagini qualitative segnalano che la spesa per consumi nell'area continuerà ad essere debole nel prossimo futuro.

Figura 51 Crescita del PIL in termini reali e contributi

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



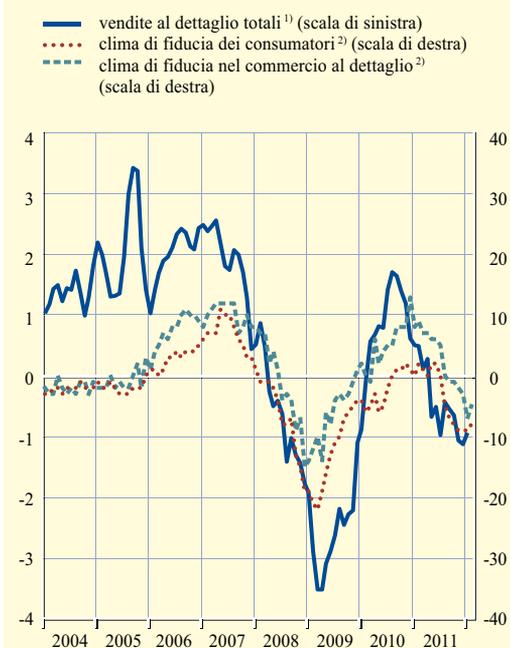
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

La lentezza nella ripresa dei consumi è ascrivibile alle variazioni del reddito reale, che rappresenta una delle principali determinanti della tendenza della spesa per consumi. Benché sorretto dalla crescita positiva dell'occupazione nel corso del 2011, il reddito reale aggregato è stato contestualmente eroso dai rincari dei beni alimentari e dell'energia. In prospettiva, tuttavia, questi fattori dovrebbero allentare la loro influenza, in linea con il progressivo calo atteso dell'inflazione (cfr. sezione 3), mentre è probabile che le condizioni del mercato del lavoro restino deboli. Nel terzo trimestre del 2011 il reddito delle famiglie si è lievemente ridotto in termini reali rispetto al periodo corrispondente dell'anno precedente, e ciò per la prima volta dal 2010. Di conseguenza, il saggio di risparmio è ulteriormente calato, riportandosi al livello degli inizi del 2006.

Per quanto riguarda la dinamica di breve termine, nel primo trimestre del 2012 sia i dati pubblicati sia quelli delle indagini qualitative segnalano una perdurante debolezza della spesa per consumi. Sebbene in gennaio le vendite al dettaglio siano aumentate dello 0,3 per cento sul mese precedente, il loro livello risultava inferiore dello 0,2 per cento rispetto al livello medio registrato nel quarto trimestre del 2011. L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per le vendite al dettaglio è aumentato da 42,9 in gennaio a 47,9 in febbraio. L'indice continua a collocarsi al di sotto della soglia di crescita zero, pari a 50, e segnala pertanto un calo delle vendite. Secondo le indagini della Commissione europea, in questi due mesi il livello medio del clima di fiducia nel commercio al dettaglio è stato inferiore sia alla media del quarto trimestre sia a quella di lungo periodo. In gennaio le immatricolazioni di nuove autovetture nell'area dell'euro sono scese del 12,2 per cento sul mese precedente, un dato che riflette chiaramente i dati estremi registrati in vari paesi. Il livello delle immatricolazioni in gennaio risultava inferiore del 10 per cento rispetto al suo valore medio registrato nel quarto trimestre del 2011. Questo risultato rappresenta un deterioramento significativo rispetto al quarto trimestre, quando le immatricolazioni erano aumentate dell'1,4 per cento rispetto al trimestre precedente. In aggiunta, l'indicatore della Commissione europea sugli acquisti rilevanti attesi è calato tra gennaio e febbraio, rimanendo così a un livello storicamente basso e segnalando una protratta mancanza di dinamismo nei consumi di beni durevoli. Per contro, in febbraio l'indicatore del clima di fiducia dei consumatori, che fornisce un'indicazione piuttosto affidabile sulla tendenza dei consumi, è aumentato per il secondo mese consecutivo, dopo il calo fatto registrare nella seconda metà del 2011 (cfr. figura 52). Ciò nonostante, l'indice rimane ben al di sotto della sua media storica e risulta pertanto in linea con una dinamica ancora modesta della spesa per consumi. Il riquadro 8 riporta l'andamento recente del clima di fiducia dei consumatori in una prospettiva di più lungo periodo.

Figura 52 Vendite al dettaglio e clima di fiducia nei settori del commercio al dettaglio e delle famiglie

(dati mensili)



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

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

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

GLI ANDAMENTI RECENTI DEL CLIMA DI FIDUCIA DEI CONSUMATORI E LA RELAZIONE CON I CONSUMI PRIVATI

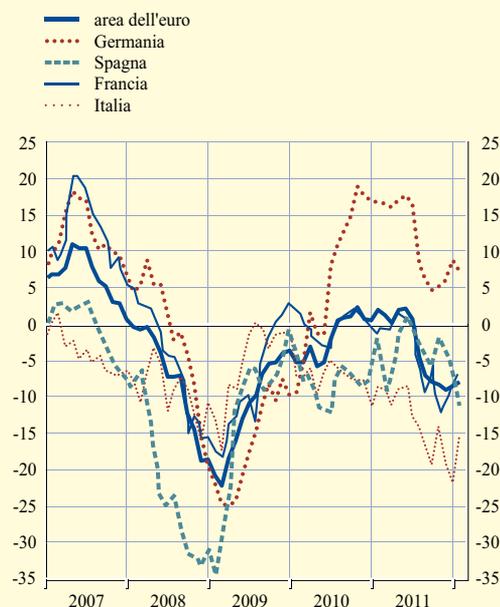
Il clima di fiducia dei consumatori nell'area dell'euro è migliorato a febbraio del 2012 per il secondo mese consecutivo, dopo essersi marcatamente deteriorato nella seconda metà del 2011. Pur restando ampiamente inferiore alla media di lungo periodo, il livello di fiducia dei consumatori si colloca ben al di sopra del minimo registrato a marzo del 2009 durante la recente crisi. Questo riquadro esamina gli sviluppi recenti del clima di fiducia dei consumatori nell'area dell'euro e nelle sue quattro maggiori economie, nonché l'utilità di questo indicatore ai fini della valutazione della dinamica dei consumi privati.

Differenze a livello di singoli paesi

Il recente miglioramento del clima di fiducia dei consumatori nel complesso dell'area dell'euro cela andamenti divergenti fra i singoli paesi (cfr. figura A). Analizzando l'evoluzione dall'ultimo minimo (marzo 2009), si osserva un rafforzamento significativo della fiducia dei consumatori in Germania e Spagna. In Francia invece il recupero è stato contenuto, mentre in Italia, dopo un'iniziale ripresa, la fiducia si è gradualmente indebolita per riportarsi su livelli analoghi a quelli osservati durante la recessione del 2008-2009.

Figura A Andamenti del clima di fiducia dei consumatori

(saldi percentuali; scostamenti rispetto alle medie di lungo periodo)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Le determinanti del clima di fiducia dei consumatori

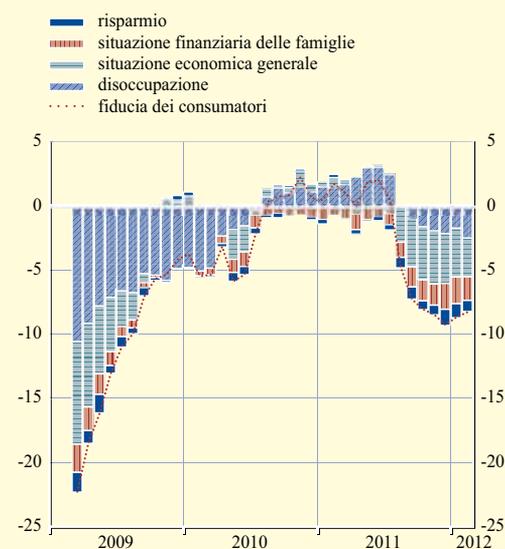
Per analizzare in maggiore dettaglio i fattori all'origine degli andamenti del clima di fiducia dei consumatori dagli inizi del 2009, occorre esaminare le quattro componenti dell'indicatore, che corrispondono ad altrettante domande poste nell'ambito dell'indagine presso i consumatori condotta a cadenza mensile dalla Commissione europea. Fra gli altri quesiti, ai partecipanti viene chiesto quale sarà, a loro avviso, l'evoluzione nei successivi dodici mesi della situazione economica generale, della disoccupazione, della situazione finanziaria del proprio nucleo familiare e delle loro possibilità future di risparmio. L'indice del clima di fiducia dei consumatori è calcolato come media aritmetica non ponderata dei saldi delle risposte¹⁾ alle quattro domande. La figura B mostra l'evoluzione dei contributi delle quattro componenti dal livello minimo toccato dall'indice complessivo nell'ultima recessione.

1) Il saldo relativo a ciascuna domanda corrisponde alla differenza fra la percentuale di partecipanti che prospettano un miglioramento del clima di fiducia e quella di coloro che ne prevedono un deterioramento, mentre le risposte "nessuna variazione" e "non so" non sono considerate. I dati sono espressi in saldi percentuali.

Nel periodo compreso tra marzo del 2009 e giugno del 2011, a livello di area, il fattore che ha più positivamente influito sul clima di fiducia dei consumatori sono state le variazioni delle aspettative sulla disoccupazione, seguite dalle variazioni delle attese sulla situazione economica generale. Anche il giudizio degli intervistati riguardo alle proprie possibilità di risparmio future e alla situazione finanziaria del nucleo familiare è migliorato, pur in misura minore. In generale, durante il ciclo economico le risposte riguardanti l'economia nel suo complesso mostrano una variazione molto più ampia rispetto alle risposte relative alla situazione delle singole famiglie. Tenendo conto di questo fenomeno, i contributi delle quattro componenti al complessivo rafforzamento dell'indice del clima di fiducia dei consumatori dagli inizi del 2009 sono sostanzialmente in linea con i profili di lungo periodo. Tutte le componenti mostrano un'elevata correlazione e tutte hanno contribuito sia al recupero della fiducia dei consumatori dall'ultimo punto minimo, sia al suo successivo deterioramento nella seconda metà del 2011. Dalla metà del 2011, le quattro componenti si sono mantenute al di sotto delle rispettive medie di lungo periodo (cfr. figura B).

Figura B Clima di fiducia dei consumatori nell'area dell'euro e contributi delle sue componenti

(saldi percentuali; scostamenti rispetto alle medie di lungo periodo)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

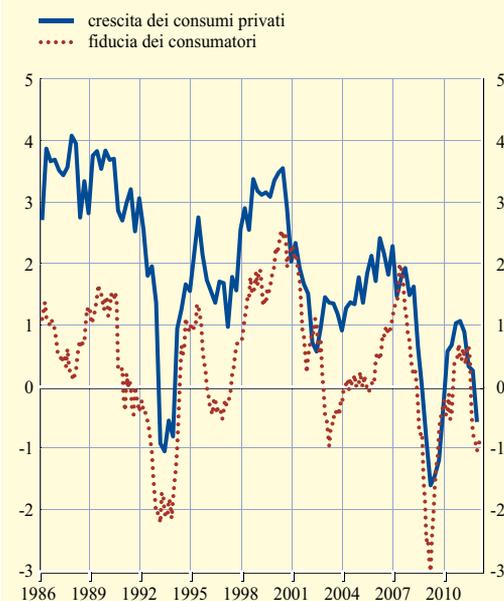
La relazione con la dinamica dei consumi privati

L'utilità del dato sulla fiducia dei consumatori per la valutazione della dinamica dei consumi privati nell'area dell'euro può essere illustrata dalle correlazioni fra i saldi delle risposte dell'indagine e la crescita sui dodici mesi o sul trimestre precedente dei consumi privati in termini reali. Nel complesso, l'indice mostra una correlazione relativamente elevata, pari a 0,72, con la variazione sui dodici mesi dei consumi privati (cfr. figura C e la tavola), mentre la correlazione con l'andamento trimestrale è pari a 0,49²⁾. Analizzando periodi di riferimento quinquennali, si osserva che le correlazioni variano significativamente nel tempo (cfr. figura D). In particolare, nel periodo 2001-2007 si è verificato un temporaneo scollamento fra le due variabili. In questo periodo, i momenti di forte incertezza e di tensione geopolitica hanno inciso sulla fiducia dei consumatori, mentre la crescita dei consumi privati è rimasta alquanto stabile. Successivamente, la correlazione fra le due grandezze si è notevolmente accresciuta, raggiungendo un livello superiore alla media storica. Lo sviluppo potrebbe rispecchiare delle variazioni strutturali nella relazione fra le due variabili. Ciò è anche evidenziato dalle verifiche di robustezza basate sui parametri stimati dalle regressioni semplici della crescita dei consumi privati (sia sui dodici mesi, sia sul trimestre precedente) sull'indice del clima di fiducia in diversi periodi di riferimento.

2) Le domande hanno carattere prospettico, i risultati dell'indagine dovrebbero pertanto essere correlati con i consumi futuri. Nella pratica, le correlazioni coincidenti risultano più elevate rispetto alla correlazione tra i consumi privati correnti e il clima di fiducia dei consumatori passato.

Figura C Consumi privati e clima di fiducia dei consumatori nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; saldi percentuali, standardizzati)



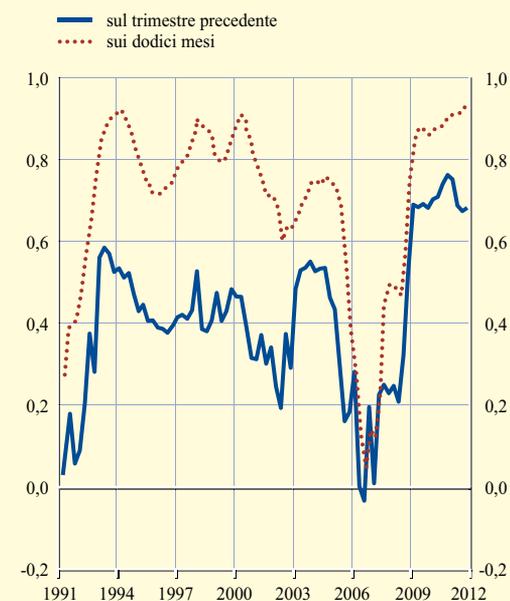
Fonti: Commissione europea, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

La correlazione fra la fiducia dei consumatori e la crescita dei consumi privati in termini reali differisce significativamente fra i paesi. Con riferimento alle quattro maggiori economie dell'area dell'euro, la correlazione con la crescita sui dodici mesi dei consumi privati è relativamente elevata in Spagna, ma è leggermente più debole in Francia e Italia, mentre in Germania è particolarmente bassa (cfr. la tavola). I quattro paesi evidenziano variazioni della correlazione nel tempo, facendo osservare una correlazione più alta nell'ultimo quinquennio rispetto a quello precedente.

In sintesi, l'utilità dell'andamento del clima di fiducia dei consumatori per la valutazione della dinamica dei consumi privati in termini reali varia a seconda dei paesi e dei periodi. Occorre quindi una certa cautela nel trarre conclusioni circa l'espansione dei consumi sulla base del clima di fiducia dei consumatori, data l'instabilità delle relazioni a livello sia nazionale che di area dell'euro. Questo indice tuttavia può essere utile in combinazione con altri indicatori a breve termine dei consumi. Il recente rafforzamento del clima di fiducia dei consumatori può pertanto essere considerato un segnale positivo per la crescita dei consumi privati in termini reali nel prossimo futuro.

Figura D Correlazione fra la crescita dei consumi privati e il clima di fiducia dei consumatori nell'area dell'euro

(correlazione su periodi mobili di cinque anni)



Fonti: Commissione europea, Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: le date sull'asse delle ascisse corrispondono alla fine del periodo di cinque anni sulla base del quale la correlazione è calcolata.

Correlazione coincidente fra il clima di fiducia dei consumatori e la crescita in termini reali dei consumi privati

	in termini annuali	in termini trimestrali
Germania	0,34	0,18
Spagna	0,75	0,70
Francia	0,63	0,37
Italia	0,60	0,38
Area dell'euro	0,72	0,49

Fonti: Commissione europea, Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati si riferiscono al periodo compreso fra il primo trimestre del 1985 e il quarto trimestre del 2011 (per l'Italia, i dati sono disponibili solo fino al terzo trimestre del 2011).

INVESTIMENTI

Il graduale miglioramento degli investimenti fissi lordi nell'arco degli ultimi due anni si è interrotto a metà 2011. Nel quarto trimestre la crescita degli investimenti è scesa dello 0,7 per cento in termini congiunturali, segnando il terzo periodo di flessione consecutiva.

Non è ancora disponibile una scomposizione dettagliata degli investimenti per il quarto trimestre del 2011. Gli indicatori di breve periodo segnalano che gli investimenti al netto delle costruzioni, che corrispondono alla metà degli investimenti totali, sono stati probabilmente deboli. I risultati complessivamente modesti dell'economia e dei profitti, unitamente alle difficili condizioni di finanziamento, dovrebbero aver frenato la crescita di tali investimenti nel quarto trimestre. La diminuzione del grado di utilizzo della capacità produttiva e della fiducia delle imprese manifatturiere nell'area dell'euro, nonché i dati aggregati disponibili a livello nazionale, confermano tale quadro. Gli investimenti in costruzioni residenziali e non residenziali si sono probabilmente contratti nel quarto trimestre, come indica il deterioramento degli indicatori della produzione mensile e del clima di fiducia nel settore delle costruzioni. Anche le condizioni di finanziamento complessivamente più difficili potrebbero aver frenato gli investimenti in costruzioni nel trimestre in esame. Il risanamento dei conti pubblici in molti paesi dell'area dell'euro ha, inoltre, continuato a influire negativamente sugli investimenti da parte delle amministrazioni pubbliche.

I pochi indicatori anticipatori disponibili per il primo trimestre del 2012 segnalano una perdurante debolezza della crescita degli investimenti fissi al netto delle costruzioni nell'area dell'euro. I nuovi ordini di beni di investimento dall'area dell'euro hanno segnato una nuova flessione in dicembre. I tassi di utilizzo della capacità produttiva si sono ampiamente stabilizzati su livelli inferiori alla loro media di lungo periodo. La disponibilità di finanziamenti è rimasta relativamente scarsa, frenando l'aumento della capacità produttiva. Sebbene i dati sulla fiducia delle imprese, tra cui il PMI per il settore manifatturiero e la sua componente relativa ai nuovi ordini, abbiano evidenziato alcuni miglioramenti in gennaio e in febbraio, i livelli registrati continuano a segnalare una contrazione del settore. Benché le prospettive degli investimenti in costruzioni siano leggermente più favorevoli per il primo trimestre del 2012 rispetto al trimestre precedente, l'attività attesa dovrebbe rimanere modesta a causa della graduale correzione in atto in quelle regioni dove aveva fatto registrare un'espansione eccezionale prima della crisi. I dati delle inchieste congiunturali confermano tale prospettiva.

Gli investimenti al netto delle costruzioni dovrebbero rafforzarsi lievemente nel corso del 2012, in linea con una graduale ripresa dell'attività economica complessiva. Per quanto riguarda gli investimenti in costruzioni, la crescita dovrebbe invece essere più contenuta. Queste prospettive sono soggette a revisioni al ribasso e sono accompagnate da un alto grado di incertezza.

CONSUMI DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE

Di recente la crescita dei consumi delle amministrazioni pubbliche è stata moderata, riflettendo le iniziative di risanamento delle finanze pubbliche intraprese in vari paesi. Dopo una lieve diminuzione nel terzo trimestre del 2011 sul periodo precedente, nel quarto trimestre i consumi pubblici hanno continuato a calare in termini reali.

Riguardo alle singole voci, il contenimento delle retribuzioni dei dipendenti pubblici, che contribuiscono per quasi la metà ai consumi totali delle amministrazioni pubbliche, ha esercitato un importante effetto frenante sui consumi nominali totali. Tale contenimento è conseguenza dei moderati andamenti salariali e della riduzione dell'occupazione in diversi paesi. Anche la spesa per consumi intermedi, pari a poco meno di un quarto della spesa totale, è andata calando, per effetto dei per-

duranti sforzi di risanamento fiscale messi in campo dai governi. I trasferimenti sociali in natura, pari anch'essi a quasi un quarto dei consumi pubblici, sono cresciuti maggiormente, in linea con le medie storiche. Ciò si deve al fatto che tali trasferimenti includono voci come la spesa sanitaria, che presenta una dinamica per certi versi autonoma.

In prospettiva, il contributo dei consumi delle amministrazioni pubbliche alla domanda interna dovrebbe restare modesto, per effetto delle ulteriori misure di risanamento attese in vari paesi dell'area dell'euro.

SCORTE

La pronunciata riduzione delle scorte che ha accompagnato la profonda recessione del 2008-2009 e la loro ricostituzione parziale durante la ripresa ha lasciato i produttori con livelli di scorte piuttosto basse. Ciò nondimeno, il rallentamento dell'attività ha reso necessaria una riduzione del ritmo di ricostituzione netta delle scorte osservata agli inizi del 2011, per cui il contributo delle scorte alla crescita è stato significativamente negativo nella seconda metà del 2011.

La ricostituzione delle scorte evidenziata dai conti nazionali a partire dal terzo trimestre del 2010 riflette probabilmente più la ripresa dell'attività, superiore alle attese, che non l'intento deliberato delle imprese di allentare le rigorose politiche di gestione delle scorte gradualmente messe in atto, in particolare all'indomani del fallimento di Lehman Brothers. Di fatto, i dati delle indagini e l'evidenza aneddotica segnalano generalmente per il periodo 2010-metà 2011 una gestione attenta delle scorte lungo la catena di approvvigionamento. Nondimeno, l'effetto combinato dei considerevoli aumenti netti delle scorte osservati a metà 2011 (0,7 per cento del PIL in valore nel secondo trimestre del 2011) e di un pronunciato deterioramento delle prospettive delle imprese nell'estate del 2011 ha indotto queste ultime a una rapida rivalutazione dei livelli delle scorte nell'arco di pochi mesi. Secondo le indagini della Commissione europea presso le imprese, tali livelli sono ormai considerati prossimi alla normalità. Infatti, il saldo delle valutazioni (riguardo al fatto che le scorte siano superiori, inferiori o prossime alla normalità) è ritornato sulla propria media storica. Fino a poco tempo fa, inoltre, le indagini PMI segnalavano per il quarto trimestre del 2011 un profilo accelerato di diminuzione delle scorte di input e di beni finiti, a indicare che le imprese manifatturiere avevano involontariamente accresciuto tali scorte o le avevano ridotte meno di quanto atteso.

Questo nuovo quadro spiega i contributi negativi (pari a -0,2 punti percentuali) forniti dalle scorte alla crescita tanto nel terzo quanto nel quarto trimestre del 2011, invertendo la serie di contributi positivi osservata negli otto trimestri precedenti. Tenuto conto del rallentamento dell'attività e del ritmo di ricostituzione delle scorte nei conti nazionali, sussiste il potenziale per nuovi contributi negativi nei trimestri a venire. Tuttavia, dato il punto di partenza relativamente contenuto delle scorte, la possibilità di una riduzione pronunciata delle scorte analoga a quella osservata dopo il tracollo di Lehman Brothers risulta a questo stadio assai limitata. Le evidenze più recenti tratte dalle indagini (sia quelle della Commissione europea sia il PMI) nel febbraio del 2012, che segnalano un rallentamento piuttosto brusco del ritmo di riduzione delle scorte, potrebbero essere indicative di un'inversione di tendenza più precoce rispetto alle attese.

COMMERCIO ESTERO

La dinamica delle importazioni dell'area dell'euro è stata nuovamente sopravanzata da quella delle esportazioni nell'ultimo trimestre del 2011, in linea con gli andamenti osservati nell'arco dell'intero anno. Le importazioni e le esportazioni di beni e servizi sono infatti diminuite, sul trimestre

precedente, dell'1,2 e dello 0,4 per cento rispettivamente. Questa evoluzione si è tradotta in un contributo positivo, pari a 0,3 punti percentuali, del commercio estero alla crescita del PIL dell'area dell'euro nel quarto trimestre del 2011. È degno di nota il fatto che l'interscambio netto abbia sorretto la crescita del PIL sin dal momento in cui l'area dell'euro ha cominciato a riprendersi dalla crisi finanziaria internazionale a metà del 2009, fatta eccezione per il contributo leggermente negativo nel primo trimestre del 2010.

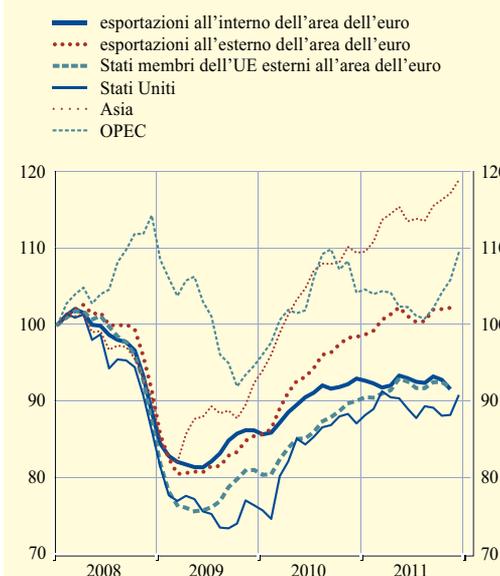
La contrazione delle importazioni dell'area dell'euro nell'ultimo trimestre del 2011 è riconducibile principalmente alla minore domanda interna, sebbene sia entrato in gioco anche il deprezzamento dell'euro in termini effettivi nominali nell'arco della seconda metà dell'anno. La debolezza delle esportazioni sembra in larga misura dovuta alla contrazione dell'interscambio interno all'area dell'euro e delle esportazioni verso gli Stati membri dell'Unione Europea esterni all'area dell'euro, quantomeno per quanto riguarda il commercio di beni (cfr. figura 53).

Nel loro insieme, questi mercati di sbocco sono generalmente destinatari di circa due terzi delle esportazioni totali di beni dell'area. Nel contempo, le esportazioni di beni verso l'Asia, i paesi dell'OPEC e, in misura minore, verso gli Stati Uniti sono cresciute a ritmi sostenuti. Sullo sfondo di questi andamenti, il riquadro 9 mostra gli andamenti di più lungo periodo del commercio con paesi esterni o interni all'area dell'euro.

Nonostante la debolezza delle dinamiche dell'interscambio verso la fine del 2011, gli indicatori di breve periodo fanno ritenere che le esportazioni dell'area dell'euro possano acquistare nuovo slancio nel breve termine, di fronte ai segnali di stabilizzazione della domanda estera. L'indicatore PMI per i nuovi ordini esteri ricevuti dal settore manifatturiero dell'area dell'euro è ulteriormente aumentato nel febbraio 2012, e si colloca attualmente a 48,5, ossia cinque punti al di sopra del minimo toccato nel novembre del 2011. Di recente sono, inoltre, emerse alcune indicazioni preliminari di stabilizzazione dal lato delle importazioni. Tuttavia, le prospettive di breve periodo per le importazioni dell'area dell'euro restano piuttosto mediocri, in linea con l'attesa di una ripresa graduale dell'attività economica nell'area dell'euro.

Figura 53 Valore delle esportazioni verso alcuni partner commerciali esterni all'area dell'euro

(indice: gennaio 2008=100; dati destagionalizzati; medie mobili a tre mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Riquadro 9

GLI ANDAMENTI DI LUNGO PERIODO DELL'INTERSCAMBIO FRA I PAESI DELL'AREA DELL'EURO E CON L'ESTERNO DELL'AREA

Gli scambi commerciali contribuiscono in modo rilevante alla crescita economica e allo sviluppo di un paese. Nel misurare l'espansione del PIL dell'area dell'euro in termini reali, conta

unicamente il contributo proveniente dai flussi commerciali con i paesi esterni all'area, dato che, per definizione, le esportazioni interne all'area equivalgono alle importazioni interne. Dal punto di vista delle singole economie, invece, non sono solo gli scambi verso l'esterno dell'area a rappresentare un'importante fonte di crescita, ma anche quelli al suo interno. Questo riquadro presenta una sintesi degli andamenti sia dell'interscambio totale di beni dei paesi dell'area dell'euro, sia delle sole componenti interna (scambi fra paesi dell'area) ed esterna (scambi con l'esterno), nonché dei rispettivi contributi netti all'espansione del PIL in termini reali dall'introduzione della moneta unica nel 1999¹⁾.

Per misurare i contributi alla crescita forniti dai flussi commerciali interni ed esterni all'area occorre servirsi di diverse fonti statistiche. Nei dati trimestrali di contabilità nazionale dei paesi dell'area dell'euro non viene fatta una distinzione fra le due componenti. Una scomposizione, in termini nominali, è invece disponibile nelle statistiche di commercio estero stilate mensilmente da Eurostat, le quali offrono una copertura esaustiva degli scambi di beni dei diversi paesi. Le quote relative all'interscambio interno e a quello con l'esterno dell'area ottenute sulla base di queste rilevazioni mensili possono successivamente essere applicate ai dati di contabilità nazionale relativi al commercio complessivo di beni, al fine di ottenerne una stima del contributo alla crescita del PIL²⁾.

Durante l'ultimo decennio gli scambi di beni si sono notevolmente intensificati nell'area dell'euro e nel 2010 le importazioni e le esportazioni si collocavano, in termini reali, su un livello superiore di oltre il 50 per cento rispetto a quello del 1999. L'espansione del commercio è stata più sostenuta di quella del PIL reale, determinando un aumento del grado di apertura dell'economia dell'area dell'euro che, misurato dalla somma delle importazioni e delle esportazioni di beni in percentuale del PIL reale, ha raggiunto il 64 per cento nel 2010, contro il 47 per cento nel 1999.

Gli scambi di beni fra i paesi dell'area dell'euro costituiscono circa la metà dell'interscambio complessivo (49 per cento nel 2010 contro il 53 per cento nel 1999); nel 2010 hanno rappresentato circa il 30 per cento del PIL dell'area³⁾. Studi empirici mostrano che gli scambi bilaterali fra i paesi dell'area tendono ad essere molto più intensi di quanto ci si potrebbe aspettare sulla base delle determinanti tradizionali, fra cui la prossimità geografica e le dimensioni. Questi stretti legami commerciali sono in parte riconducibili all'esistenza del mercato unico e della valuta europea (il cosiddetto "effetto euro")⁴⁾.

Nel periodo tra il 2000 e il 2010, il commercio con l'esterno dell'area dell'euro è cresciuto a un ritmo più sostenuto rispetto a quello interno all'area. In termini di volume, gli scambi di beni con l'esterno sono aumentati in totale del 71 per cento nel periodo considerato, contro il

- 1) Sono esclusi dall'analisi i paesi entrati a far parte dell'area dell'euro dopo il 2006 (Estonia, Cipro, Malta, Slovenia e Slovacchia). La distinzione fra scambi interni all'area e scambi con l'esterno dell'area interessa unicamente il commercio di beni, poiché per l'interscambio di servizi mancano dati disaggregati.
- 2) Le metodologie adottate per l'elaborazione delle statistiche mensili sull'interscambio e dei conti nazionali differiscono. Nelle prime, le merci in arrivo (partenza) da (verso) un altro paese dell'area sono imputate al paese di transito anziché a quello di provenienza (destinazione finale). Il fatto che i flussi commerciali siano dilatati dai flussi in transito è noto come "effetto Rotterdam". Diversamente, nei conti nazionali le importazioni e le esportazioni all'interno dell'area sono imputate sulla base del paese di provenienza e di destinazione finale. Un'ulteriore significativa differenza sta nel metodo di valutazione delle merci: nei conti nazionali, queste sono contabilizzate al netto dei costi di trasporto e assicurazione, i quali invece sono inclusi nelle statistiche mensili sull'interscambio.
- 3) Il volume degli scambi interni all'area è sovrastimato poiché le esportazioni di un paese corrispondono alle importazioni di un altro. Al netto di questo doppio conteggio, la quota dell'interscambio interno sul PIL è stata di circa il 15 per cento nel 2010.
- 4) Per una rassegna della letteratura sul cosiddetto "effetto euro", si veda ad esempio Baldwin, R. et al., "Study on the impact of the euro on trade and foreign direct investment", *European Economy Economic Papers*, n. 321, maggio 2008.

43 per cento per quelli interni (cfr. figura A). Questa divergenza è ascrivibile soprattutto alla più robusta crescita della domanda nel resto del mondo che nell'area dell'euro. In particolare, nel periodo successivo all'eccezionale contrazione degli scambi durante la recessione mondiale del 2008-2009,⁵⁾ il commercio con l'esterno dell'area ha segnato una più rapida ripresa rispetto a quello interno all'area.

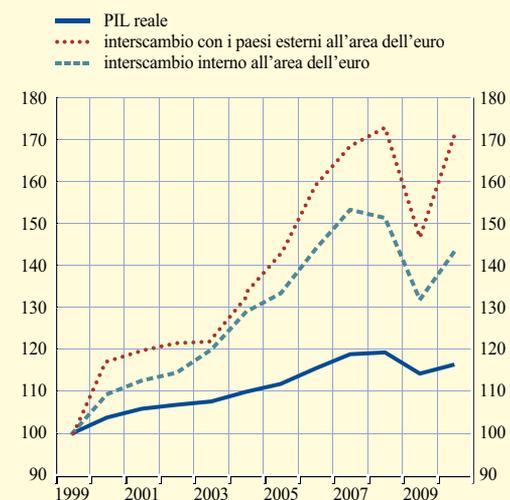
Il contributo dell'interscambio netto all'espansione del PIL in termini reali è comunemente ritenuto una misura che riflette gli effetti del commercio sulla crescita economica. Va notato tuttavia che tale esercizio di misurazione trascura alcune importanti ricadute positive del commercio sul benessere e sulla crescita, ad esempio in termini di *spillover* tecnologici e di maggiore varietà di prodotti disponibili⁶⁾. Nonostante ciò il contributo delle esportazioni nette resta un indicatore della dinamica del saldo commerciale, nella misura in cui un contributo positivo (negativo) segnala un miglioramento (peggioramento) del saldo stesso. Su un orizzonte temporale di più lungo termine, un contributo medio positivo dell'interscambio netto rispecchia un miglioramento del conto dei beni e un aumento della competitività delle esportazioni; viceversa, un contributo medio negativo è indicativo di un progressivo deterioramento del conto dei beni e di una perdita di competitività delle esportazioni.

Per l'insieme dell'area dell'euro, tra il 2000 e il 2010 l'interscambio netto di beni ha fornito in media un contributo di 0,1 punti percentuali alla crescita del PIL in termini reali; l'andamento ha riflesso la sostanziale stabilità in questo periodo dell'avanzo generato dagli scambi con l'esterno dell'area in percentuale del PIL (collocatosi in media allo 0,6 per cento). A livello di singole economie, i dati risultano eterogenei a causa della diversa dinamica dei saldi commerciali nazionali. In diversi paesi i flussi commerciali totali di beni hanno contribuito positivamente alla crescita del PIL nel periodo considerato (cfr. figura B). Ciò è valso in particolare per l'Irlanda, che ha funzionato da piattaforma di esportazione per una serie di grandi multinazionali, seguita da Germania, Paesi Bassi e Austria. In altri paesi invece l'impatto delle esportazioni nette è stato in media sostanzialmente nullo o negativo. In particolare, il contributo è stato negativo in Lussemburgo (centro di servizi finanziari) e in alcune delle economie dell'area caratterizzate da un minor grado di apertura (Italia, Spagna, Francia e Portogallo).

In termini disaggregati, l'interscambio netto di beni all'interno dell'area ha influito in senso positivo sulla crescita di Paesi Bassi⁷⁾, Irlanda e Grecia, nonché, in misura minore, di Ger-

Figura A PIL dell'area dell'euro in termini reali e volumi dell'interscambio commerciale all'interno e con l'esterno dell'area dell'euro

(indice: 1990=100; dati annuali)



Fonte: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5) Cfr. l'articolo *Andamenti recenti dell'interscambio mondiale e dell'area dell'euro* nel numero di agosto 2010 di questo Bollettino.

6) Per una rassegna della letteratura in materia, si veda ad esempio Irwin, D.A., *The Case for Free Trade: Theories, New Evidence*, capitolo 2, Princeton University Press, 2009.

7) Per i Paesi Bassi tuttavia il contributo netto positivo fornito dall'interscambio interno alla crescita del PIL reale è sovrastimato, a causa del cosiddetto "effetto Rotterdam" (cfr. nota 2).

mania e Spagna (cfr. figura B). In Austria e, in misura minore, in Belgio e Finlandia, il contributo negativo del commercio con gli altri paesi dell'area è stato compensato da un contributo più positivo delle esportazioni con quelli esterni. Nelle altre economie dell'area il contributo medio negativo dell'interscambio netto di beni nel periodo 2000-2010 e il generale deterioramento del conto dei beni vanno principalmente imputati alla componente extra area (Italia e Spagna), mentre in altri hanno rispecchiato la dinamica del commercio interno all'area (Francia, Portogallo e Lussemburgo).

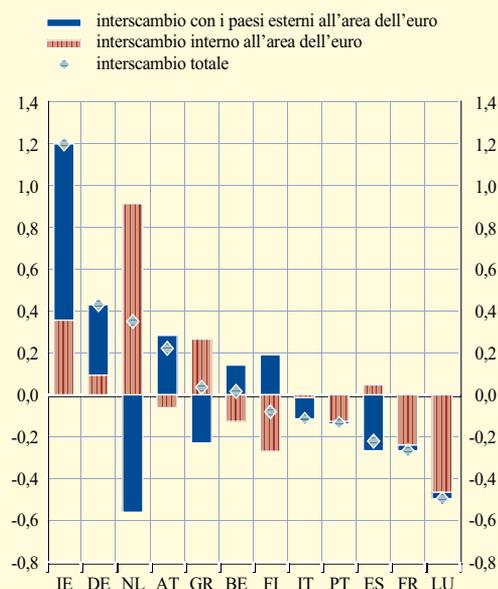
Per la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, il contributo medio del commercio netto nel periodo considerato non varia in misura significativa se si esclude il periodo successivo al 2008. Le principali eccezioni sono rappresentate da Spagna, Grecia e Finlandia. Nel periodo che ha preceduto la crisi economica e finanziaria, la Spagna e la Grecia hanno registrato una crescita eccessiva della domanda interna; di conseguenza tra il 2000 e il 2008 il contributo medio delle esportazioni nette di beni all'espansione del PIL in termini reali è risultato alquanto negativo. A partire dal 2008, tuttavia, data la debole domanda interna, l'interscambio netto ha concorso in misura sostanziale all'espansione del PIL reale in questi paesi. In Finlandia, il contributo medio del commercio estero netto di beni alla crescita del PIL reale è stato positivo fra il 2000 e il 2008. Nel 2009 invece la Finlandia ha registrato la più pronunciata contrazione delle esportazioni fra i paesi dell'area dell'euro, nonché il più ampio contributo negativo dell'interscambio netto all'espansione del PIL.

Nell'interpretare i risultati esposti finora un importante motivo di cautela è dato dal fatto che l'analisi non include il commercio di servizi, il quale rappresenta circa il 20 per cento degli scambi totali dell'area dell'euro⁸⁾. Per alcuni paesi, questa componente ha contribuito significativamente all'espansione del PIL reale nel tempo. Si tratta in particolare dei paesi con un settore dei servizi finanziari e alle imprese di grandi dimensioni, quali il Lussemburgo e l'Irlanda, nonché l'Austria, il Portogallo e la Germania. Nel caso dell'Austria e del Portogallo, il settore dei servizi di viaggio ha avuto un peso particolare, mentre in Germania il contributo positivo dell'interscambio di servizi è provenuto da una varietà di comparti.

Riguardo agli ultimi sviluppi, i dati disponibili per il 2011 indicano che, nella maggior parte dei paesi dell'area e nell'area nel suo insieme, il commercio netto totale di beni e servizi ha contri-

Figura B Contributo medio alla crescita del PIL reale proveniente dall'interscambio netto di beni con riferimento ad alcuni paesi dell'area dell'euro nel periodo 2000-2010

(punti percentuali)



Fonte: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
 Note: i paesi sono ordinati in base al contributo netto fornito dall'interscambio totale di beni alla crescita del PIL reale. I dati per la Grecia sono disponibili dal 2001.

8) Cfr. il riquadro *L'interscambio di servizi dell'area dell'euro: profili di specializzazione e tendenze recenti* nel numero di maggio 2011 di questo Bollettino.

buito considerevolmente all'espansione del PIL reale, per effetto del più rapido ritmo di crescita della domanda esterna rispetto a quella interna.

In sintesi, l'interscambio dell'area dell'euro (sia interno che con l'esterno) si è notevolmente accresciuto negli ultimi dieci anni. Mentre il contributo netto medio alla crescita del PIL è stato lievemente positivo per l'area nel suo insieme, nei singoli paesi tali contributi sono risultati differenziati, di riflesso alle diverse dinamiche dei conti dei beni nel tempo. In prospettiva, le esportazioni nette dovrebbero continuare a sostenere la crescita del PIL reale dell'area nel breve periodo.

4.2 PRODOTTO PER SETTORE

Esaminando il lato dell'offerta nella contabilità nazionale, il valore aggiunto totale è diminuito dello 0,2 per cento nel quarto trimestre dello scorso anno, invertendo la tendenza rialzista che aveva prevalso dalla fine della recessione nel secondo trimestre del 2009. Gli indicatori di breve periodo segnalano per l'inizio del 2012 una stabilizzazione. Tuttavia, vi sono state marcate differenze tra i vari settori dopo la fine della recessione del 2009. L'espansione più vigorosa è stata registrata dal settore industriale (al netto delle costruzioni), benché nell'ultimo trimestre del 2011 il valore aggiunto nell'industria fosse ancora inferiore di quasi il 10 per cento al suo massimo pre-crisi. Per contro, il valore aggiunto nei servizi superava dell'1 per cento il rispettivo massimo pre-crisi, pur avendo evidenziato una dinamica di ripresa più modesta rispetto a quello del settore manifatturiero. Ciò si spiega con la minore contrazione subita dal settore dei servizi rispetto a quello industriale durante il rallentamento dell'economia. Nel quarto trimestre del 2011 il valore aggiunto nel settore delle costruzioni, nuovamente in calo dopo la fine della recessione, continuava a risultare del 14 per cento inferiore ai livelli pre-recessione.

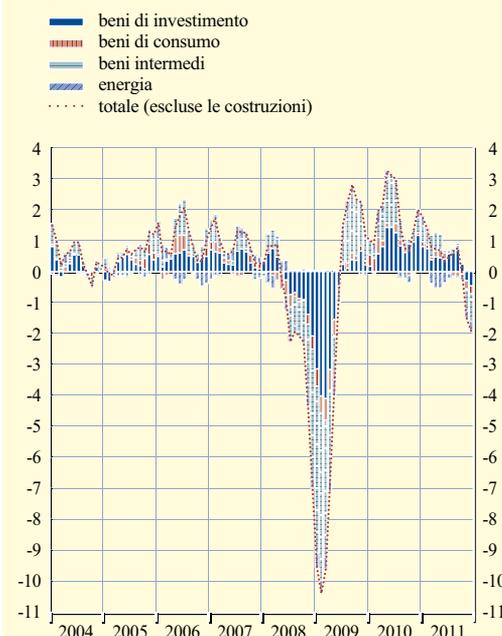
SETTORE INDUSTRIALE (AL NETTO DELLE COSTRUZIONI)

La tendenza al rialzo del valore aggiunto nel settore industriale al netto delle costruzioni ha segnato una battuta d'arresto nel quarto trimestre del 2011. Il ritmo di espansione è calato da un valore trimestrale positivo dello 0,3 per cento nel terzo trimestre a un valore negativo del -2,0 per cento nel quarto trimestre. La produzione si è contratta per la prima volta dal secondo trimestre del 2009 (cfr. figura 54). Dopo essere aumentata dello 0,8 per cento in termini congiunturali nel terzo trimestre, la produzione industriale (al netto delle costruzioni) è calata dell'1,9 per cento nel quarto trimestre. La flessione ha interessato l'insieme dei principali settori industriali, risultando più pronunciata in quello dell'energia (-2,5 per cento). I dati dell'indagine della Commissione europea indicano che i "vincoli alla produzione" sono lievemente diminuiti nei tre mesi fino a gennaio 2012, per effetto di un allentamento dei vincoli sul lato dell'offerta, rappresentati dalla mancanza di attrezzature e manodopera.

In prospettiva, gli indicatori di breve periodo fanno ritenere che la contrazione nel settore industriale alla fine del 2011 avesse con tutta probabilità natura temporanea. L'indicatore della Commissione europea relativo al clima di fiducia nell'industria è lievemente migliorato a Gennaio e Febbraio 2012 (cfr. figura 55). Tale miglioramento si è verificato sulla scia di una valutazione più positiva delle attese di produzione, dei portafogli degli ordini e degli stock di prodotti finiti. Per contro, la produzione passata è stata valutata in modo più negativo. Nei primi due mesi dell'anno l'indice PMI relativo alla produzione manifatturiera è ritornato su livelli leggermente superiori alla soglia teorica di crescita zero, pari a 50, a indicare il termine nella contrazione della produzione industriale a partire dalla fine del 2011. Alla fine del 2011 i nuovi ordini industriali, che in buona parte dovrebbero successivamente apparire nella produzione, sono aumentati rispetto al mese precedente, mettendo fine ai precedenti cali. Il loro aumento è stato generalizzato ai vari comparti

Figura 54 Crescita della produzione industriale e contributi

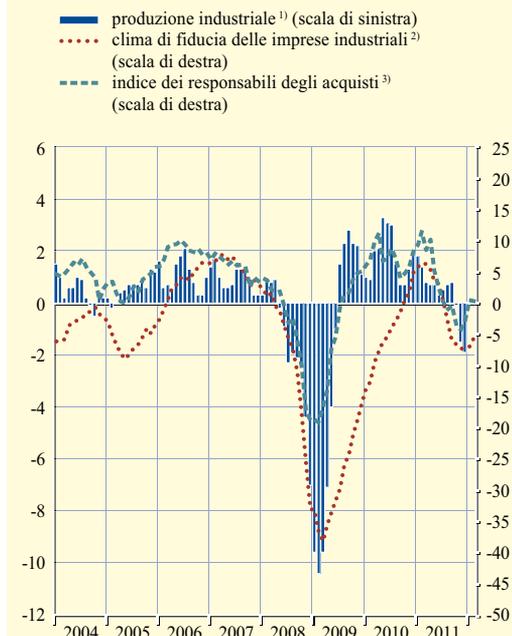
(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati mensili destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati riportati sono calcolati come variazioni di medie mobili di tre mesi rispetto all'analogia media dei tre mesi precedenti.

Figura 55 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.

industriali ed è scaturito da un incremento dei nuovi ordini dall'esterno dell'area dell'euro. La Commissione europea e Markit riportano un miglioramento della valutazione relativa ai portafogli ordini complessivi e ai nuovi ordini delle imprese nei primi due mesi dell'anno. I portafogli ordini hanno toccato il punto di svolta inferiore al volgere dell'anno, e in febbraio risultavano leggermente superiori alla loro media di lungo periodo. Il PMI per il settore manifatturiero relativo ai nuovi ordini ha parimenti registrato un netto miglioramento nei primi due mesi del 2012, pur continuando a segnalare ulteriori cali mensili nei nuovi ordini industriali.

SETTORE DELLE COSTRUZIONI

Nel quarto trimestre del 2011 il valore aggiunto nelle costruzioni è diminuito dello 0,2 per cento su base congiunturale, segnando la terza flessione consecutiva. Gli andamenti del 2011 evidenziano la fragilità della ripresa in questo settore dopo il protratto rallentamento del 2008-2009.

Gli indicatori di breve periodo segnalano un miglioramento della crescita del valore aggiunto nelle costruzioni nel primo trimestre del 2012. In gennaio l'indice PMI generale per le costruzioni e quello relativo ai nuovi ordini del settore si collocavano entrambi a un livello maggiore rispetto al quarto trimestre del 2011, pur continuando a segnalare una contrazione. L'indicatore della Commissione europea sulla fiducia delle imprese nel settore delle costruzioni è aumentato da livelli contenuti nei primi due mesi del 2012, toccando il valore più elevato dal 2008. Ciò nonostante, esso continua a collocarsi al di sotto della media di lungo periodo.

SETTORE DEI SERVIZI

Nel quarto trimestre del 2011 il valore aggiunto nel settore dei servizi ha segnato un modesto rialzo dello 0,2 per cento in termini congiunturali, analogo a quello registrato nel trimestre precedente. Fra il terzo trimestre del 2009 e il terzo trimestre del 2011, ossia dopo l'inizio della ripresa, la crescita trimestrale nei servizi è stata in media pari allo 0,3 per cento, mentre l'espansione del PIL in termini reali è risultata leggermente superiore, pari allo 0,4 per cento.

In prospettiva, le indagini segnalano per il primo trimestre del 2012 un andamento debole nel settore dei servizi. Secondo l'indice PMI per il settore, l'attività delle imprese è migliorata nei primi due mesi del primo trimestre del 2012, rispetto all'ultimo trimestre del 2011. L'indice è rimasto tuttavia leggermente inferiore alla soglia teorica di crescita nulla, pari a 50. I risultati dell'indagine della Commissione europea relativa al clima di fiducia delle imprese nel settore dei servizi hanno evidenziato andamenti sostanzialmente analoghi.

4.3 MERCATO DEL LAVORO

Le condizioni del mercato del lavoro nell'area dell'euro si sono indebolite sulla scia del calo della crescita economica. L'occupazione ha cominciato a ridursi, mentre il tasso di disoccupazione sta aumentando da livelli già elevati. Le indagini non evidenziano per il prossimo futuro alcun miglioramento della situazione del mercato del lavoro: gli indicatori prospettici si sono deteriorati nei mesi recenti.

All'inizio della recessione mondiale nel 2008 le variazioni dell'occupazione erano state relativamente modeste, grazie anche al forte aggiustamento delle ore lavorate e al mantenimento di manodopera inutilizzata (c.d. *labour hoarding*). A questo riguardo, il totale delle ore lavorate era diminuito del 4,5 per cento fra il secondo trimestre del 2008 e il terzo trimestre del 2009. Successivamente, le condizioni del mercato del lavoro nell'area dell'euro erano andate migliorando fino a metà del 2011. Ciò nonostante, la pratica del *labour hoarding* durante la crisi aveva indotto una crescita solo moderata dell'occupazione, mentre la disoccupazione restava su livelli elevati (cfr. il riquadro 7 nella sezione 3 per una discussione generale sull'aggiustamento del mercato del lavoro nell'area dell'euro). Gli ultimi dati trimestrali indicano che il miglioramento delle ore lavorate sta raggiungendo uno stallo. Nel terzo trimestre del 2011 le ore lavorate complessive sono leggermente cresciute, dello 0,1 per cento, su base trimestrale, dopo essere calate dello 0,1 per cento nel periodo precedente. A livello settoriale, esse sono aumentate nel settore dei servizi e, in misura minore, in quello industriale (al netto delle costruzioni). Nelle costruzioni le ore lavorate sono invece diminuite, a riprova della continua debolezza di questo settore. Nel terzo trimestre del 2011 il totale delle ore lavorate risultava inferiore del 3,4 per cento al livello massimo della primavera del 2008.

Nel terzo trimestre del 2011 la crescita dell'occupazione in termini di numero di addetti è divenuta negativa per la prima volta dagli inizi del 2010. La contrazione dell'occupazione è stata assai rilevante nei settori delle costruzioni e degli immobili, che hanno registrato cali rispettivamente pari all'1,6 e all'1,0 per cento rispetto al trimestre precedente. L'occupazione totale nei servizi è rimasta stabile rispetto al secondo trimestre del 2011, dopo essere andata aumentando dall'inizio del 2010 (cfr. tavola 9).

Considerando i risultati delle indagini qualitative disponibili, quelle sulle aspettative di occupazione indicano che, in linea con l'indebolimento dell'attività, le condizioni del mercato del lavoro

Tavola 9 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
<i>di cui:</i>										
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 alle imprese	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 ¹⁾	1,1	0,7	0,4	-0,1	0,2	-0,3	0,1	0,7	-0,7	1,4

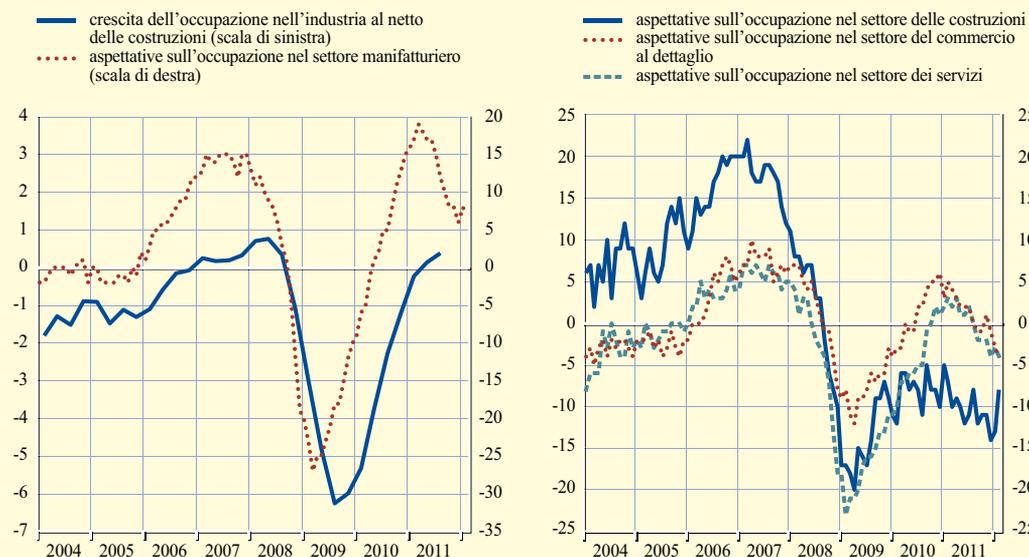
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

potrebbero peggiorare ulteriormente nei trimestri a venire. In particolare, gli indici PMI per le aspettative di occupazione nel settore manifatturiero e in quello dei servizi nell'area dell'euro hanno cominciato a calare a metà del 2011, e nel febbraio di quest'anno si collocavano appena al di sotto di 50, segnalando un'ulteriore riduzione dell'occupazione. Dalle indagini della Commissione europea sulle imprese emergeva un quadro analogo (cfr. figura 56).

Figura 56 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione

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

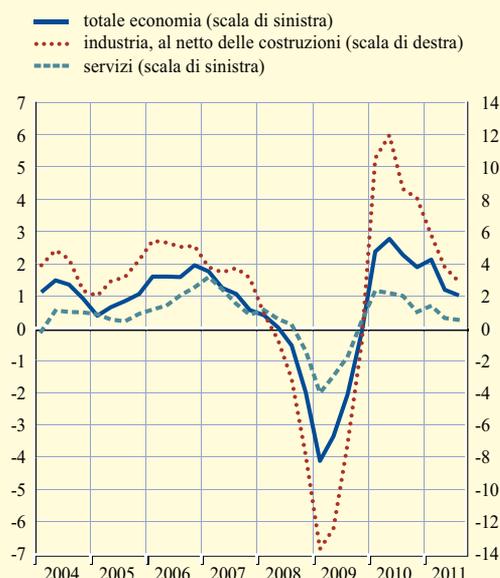


Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.

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

Figura 57 Produttività del lavoro per occupato

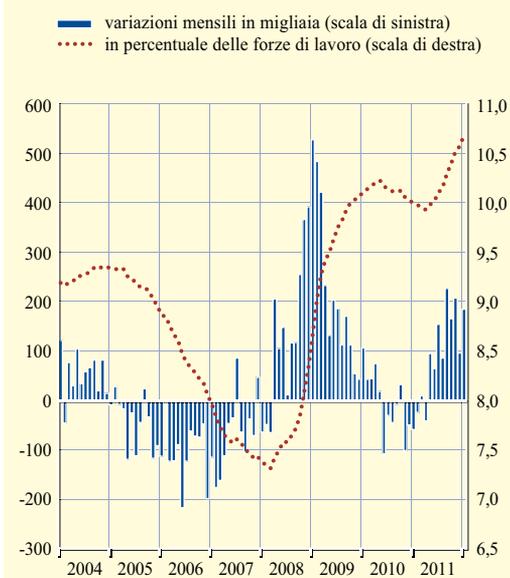
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 58 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

Nel corso della ripresa economica a partire dal 2010, l'andamento contenuto della ripresa dell'occupazione, unitamente a una maggiore crescita della produzione, hanno indotto un recupero considerevole della produttività del lavoro, tornata ai livelli pre-crisi. Più di recente, tuttavia, l'indebolimento della crescita del prodotto ha determinato un andamento meno favorevole della produttività. Gli ultimi dati disponibili indicano un calo della crescita della produttività nel terzo trimestre del 2011 rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (cfr. figura 57). In prospettiva, la crescita della produttività dovrebbe rimanere modesta, in linea con l'attività economica contenuta e la debole crescita dell'occupazione.

Il tasso di disoccupazione resta persistentemente elevato. Fra dicembre del 2011 e gennaio del 2012 è passato dal 10,6 al 10,7 per cento, superando l'ultimo massimo registrato nel secondo trimestre del 2010 (cfr. figura 58). Di fatto, un livello di disoccupazione come quello attuale non si registrava più da metà 1997. Considerata la crescita sottotono dell'occupazione, il tasso di disoccupazione dovrebbe rimanere elevato, se non addirittura aumentare, nel breve periodo.

4.4 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

In base ai risultati delle ultime indagini, si scorgono segnali di una stabilizzazione dell'attività economica, sebbene su livelli ancora contenuti. In prospettiva, è attesa per quest'anno una graduale ripresa dell'economia dell'area dell'euro. Essa dovrebbe essere favorita dalla domanda estera, dal livello bassissimo dei tassi di interesse a breve termine nell'area dell'euro e da tutte le misure intraprese per assicurare l'adeguato funzionamento del settore finanziario. Tuttavia, le perduranti tensioni nei mercati del debito sovrano dell'area dell'euro e il loro impatto sulle condizioni crediti-

zie, nonché il processo di risanamento dei bilanci nel settore finanziario e in quello non finanziario, dovrebbero continuare a frenare la dinamica di fondo della crescita.

Tale valutazione trova riscontro anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in marzo dagli esperti della BCE, che indicano tassi di espansione del PIL in termini reali compresi fra il -0,5 e lo 0,3 per cento nel 2012 e fra lo 0,0 e il 2,2 per cento nel 2013. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2011, questi intervalli sono stati rivisti lievemente al ribasso.

Queste prospettive restano soggette a ulteriori peggioramenti, collegati in particolare a un eventuale nuovo intensificarsi delle tensioni nei mercati del debito dell'area dell'euro e alle loro potenziali ripercussioni sull'economia dell'area. I rischi di una tendenza al ribasso sono, inoltre, legati alla possibilità di ulteriori incrementi nel prezzo delle materie prime.

Riquadro 10

PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'AREA DELL'EURO FORMULATE DAGLI ESPERTI DELLA BCE

Sulla base delle informazioni disponibili al 23 febbraio 2012, gli esperti della BCE hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro¹⁾. Il tasso di crescita del PIL in termini reali si collocherebbe in media fra il -0,5 e lo 0,3 per cento nel 2012 e fra lo 0,0 e il 2,2 per cento nel 2013. L'inflazione si situerebbe al 2,1-2,7 per cento nel 2012 e allo 0,9-2,3 per cento nel 2013.

Ipotesi tecniche riguardanti i tassi di interesse, i tassi di cambio, i prezzi delle materie prime e le politiche di bilancio

Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e le quotazioni delle materie prime energetiche e non energetiche sono basate sulle aspettative di mercato fino al 16 febbraio 2012.

I tassi di interesse a breve termine, per i quali viene formulata un'ipotesi puramente tecnica, sono misurati dall'Euribor a tre mesi; le aspettative di mercato sono rilevate sui tassi *future*. Da questa metodologia deriva un livello medio dei tassi a breve dello 0,9 per cento sia nel 2012 che nel 2013. Le attese di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro comportano una media del 4,6 per cento nel 2012 e del 5,0 nel 2013. Riflettendo il profilo dei tassi di interesse di mercato a termine e la graduale trasmissione delle variazioni dei tassi di mercato a quelli sui prestiti, i tassi a breve e a lungo termine sui prestiti bancari al settore privato non finanziario dell'area dell'euro dovrebbero ridursi nei prossimi trimestri, per toccare il minimo nel 2012: i tassi a lungo termine a metà anno e quelli a breve a fine anno. Seppur favorite dalle misure di politica monetaria dell'Eurosistema, nel complesso le condizioni di offerta del credito per l'insieme dell'area dell'euro rimarrebbero ancora relativamente restrittive.

1) Le proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE integrano l'esercizio previsivo dell'Eurosistema, svolto congiuntamente dai servizi della BCE e delle banche centrali nazionali dell'area dell'euro due volte l'anno. Le tecniche adottate sono coerenti con quelle utilizzate nelle proiezioni dell'Eurosistema, che sono descritte in *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata nel giugno 2001 dalla BCE e consultabile nel suo sito Internet. Per evidenziare l'incertezza che circonda le proiezioni, i risultati per ciascuna variabile sono presentati come un intervallo di valori la cui ampiezza è pari al doppio della media degli scarti, in valore assoluto, fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate in passato. La metodologia adottata, che comporta una correzione per eventi eccezionali, è illustrata in *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, pubblicata nel dicembre 2009 dalla BCE e disponibile nel suo sito Internet.

Per quanto concerne le materie prime, sulla base del profilo dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane fino al 16 febbraio, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent siano pari in media a 115,1 dollari al barile nel 2012 e a 110,2 nel 2013. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari²⁾, dovrebbero diminuire del 3,1 per cento nel 2012, per poi aumentare del 3,8 l'anno seguente. Le ipotesi sui tassi di cambio bilaterali restano invariate nell'orizzonte temporale della proiezione sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 16 febbraio. Ciò implica che il cambio dollaro/euro si collochi a 1,31 nel 2012 e a 1,32 nel 2013. Il tasso di cambio effettivo dell'euro dovrebbe deprezzarsi del 4,0 per cento nel 2012 e restare invariato l'anno successivo. Le ipotesi relative alle politiche di bilancio si fondano sui programmi di finanza pubblica dei singoli paesi dell'area dell'euro disponibili al 22 febbraio e includono tutte le misure già approvate dai parlamenti nazionali o che sono state definite in modo abbastanza dettagliato dai governi e supereranno probabilmente l'*iter* legislativo.

Ipotesi relative al contesto internazionale

La crescita del PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro), stimata al 4,1 per cento nel 2011, dovrebbe scendere al 3,8 nel 2012, per poi risalire al 4,3 l'anno seguente. Nella seconda metà del 2011 il rallentamento dell'economia mondiale era connesso in prevalenza all'attenuazione della dinamica dei redditi in termini reali, dovuta ai più elevati prezzi delle materie prime, alla maggiore incertezza e all'accresciuta avversione al rischio che hanno generato tensioni nei mercati finanziari internazionali. Tuttavia, gli ultimi dati, soprattutto per gli Stati Uniti, sembrano suggerire una certa stabilizzazione ciclica al volgere dell'anno. In particolare, tale valutazione trova conferma nei timidi segnali di stabilizzazione degli indicatori del clima di fiducia di imprese e consumatori e nel lieve allentamento delle condizioni nei mercati finanziari mondiali. Nondimeno, le prospettive di crescita a medio termine rimangono modeste, specie nelle economie avanzate, poiché l'espansione del prodotto continua a essere ostacolata dalla necessità di risanare i bilanci. A tale riguardo, benché il riequilibrio dell'indebitamento del settore privato progredisca, i livelli del debito delle famiglie restano alti in numerosi paesi avanzati. Inoltre, anche il ridimensionamento della spesa pubblica, volto a ripristinare saldi di bilancio sostenibili, comprime la domanda interna in diverse economie avanzate. Per contro, i paesi emergenti dovrebbero seguire a crescere a un ritmo molto più sostenuto, rispetto alle economie avanzate, nell'orizzonte temporale della proiezione; tuttavia, un loro modesto rallentamento dovrebbe attenuare le pressioni di surriscaldamento osservate in precedenza nei principali di essi (ad es. Cina). Nel complesso, le economie asiatiche emergenti continuerebbero a procedere verso un "atterraggio morbido", mentre la crescita nei paesi dell'Europa centrale e orientale dovrebbe diminuire. Per effetto della ripresa a livello mondiale, si stima che la domanda estera nei confronti dell'area dell'euro aumenti del 4,3 per cento nel 2012 e del 6,5 nel 2013.

Proiezioni sulla crescita del PIL

La crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro ha perso slancio nel corso del 2011, registrando un calo nel quarto trimestre. La decelerazione dell'attività durante il 2011 riflette, fra l'altro, il rallentamento dell'economia mondiale, i prezzi elevati delle materie prime, l'effetto avverso della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro sulla fiducia di consumatori e imprese, nonché il deterioramento delle condizioni di offerta del credito e l'ulteriore inasprimento fiscale

2) Le ipotesi concernenti i corsi del petrolio e degli alimentari si basano sui prezzi dei contratti *future* fino al termine del periodo della proiezione; per le altre materie prime si assume che le quotazioni seguano i prezzi dei *future* fino al primo trimestre del 2013 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale.

in alcuni paesi dell'area. Tali fattori negativi dovrebbero continuare a pesare sull'attività nella prima metà del 2012, ancorché mitigati in misura crescente dall'impatto favorevole del rafforzamento della domanda estera, dal tasso di cambio effettivo più contenuto e dal sostegno delle misure di politica monetaria convenzionali e non convenzionali. In prospettiva, nell'ipotesi che la crisi finanziaria non si aggravi nuovamente, l'espansione del PIL dovrebbe registrare un modesto recupero nella seconda metà del 2012 e un ulteriore lieve miglioramento nel 2013, di riflesso al graduale rafforzamento della domanda interna e all'effetto favorevole dell'interscambio netto ascrivibile all'incremento della domanda estera e al tasso di cambio più contenuto. La ripresa della domanda interna dovrebbe trarre vigore dal sostegno al reddito disponibile reale proveniente dal calo dell'inflazione dei beni energetici e alimentari, nonché dall'impatto positivo dei tassi di interesse a breve termine molto bassi e delle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario. Nondimeno, la ripresa subirebbe un'attenuazione, a fronte del risanamento dei conti pubblici in atto, delle condizioni sfavorevoli dell'offerta del credito, che si allenterebbero solo gradualmente, e della ristrutturazione dei bilanci ancora in corso in molti settori. Secondo le proiezioni, il tasso di crescita del PIL supererebbe quello potenziale alla fine dell'orizzonte considerato, determinando una riduzione dell'*output gap*. Nel complesso, ci si attende che la ripresa sia lenta. Il tasso di variazione del PIL si collocherebbe, in media d'anno, tra il -0,5 e lo 0,3 per cento nel 2012 e tra lo 0,0 e il 2,2 l'anno successivo.

Considerando in maggior dettaglio le componenti della domanda, la crescita delle esportazioni all'esterno dell'area dell'euro dovrebbe aumentare nel corso del 2012 per poi acquisire slancio nel 2013, soprattutto per effetto degli andamenti della domanda estera e della maggiore competitività connessa al calo del tasso di cambio effettivo dell'euro. Ci si attende che gli investimenti delle imprese si riducano nel breve periodo e registrino un graduale recupero nel 2013, sorretti dal rafforzamento della crescita delle esportazioni, dall'aumento della domanda interna, dal basso livello dei tassi di interesse e dalla dinamica relativamente sostenuta della redditività. Gli investimenti nell'edilizia residenziale resterebbero molto modesti durante il 2012, per poi segnare una graduale espansione l'anno seguente. Se da un lato gli aggiustamenti in atto nel mercato immobiliare di alcuni paesi continuano a frenare la ripresa, dall'altro l'appetibilità delle abitazioni rispetto ad altre forme di investimento sembra essere aumentata in altri paesi, a fronte dei più elevati rischi percepiti riguardo a investimenti alternativi. Si assume che gli investimenti pubblici diminuiscano nel 2012 per poi stabilizzarsi nel 2013, come indicano le misure di risanamento dei bilanci annunciate in diversi paesi dell'area.

Si stima che i consumi privati si siano ridotti nel quarto trimestre del 2011; durante il 2012 dovrebbero rimanere piuttosto moderati per poi segnare un graduale aumento. La crescita del reddito disponibile nominale sarebbe frenata inizialmente dal calo dell'occupazione e in seguito da un'espansione solo modesta dell'occupazione. Inoltre, i tassi di incremento dei salari e dei redditi da trasferimenti risentirebbero in parte delle misure di inasprimento fiscale attuate in diversi paesi dell'area. Nondimeno, il reddito disponibile reale dovrebbe beneficiare nel corso del tempo del venir meno dell'impatto negativo dei passati rincari delle materie prime. Il tasso di risparmio si ridurrebbe lievemente nell'orizzonte temporale della proiezione. Nonostante il sostegno al risparmio derivante dal basso grado di fiducia, ci si attende infatti che una certa redistribuzione intertemporale dei consumi, a fronte degli sviluppi avversi del reddito reale, freni il risparmio nel biennio in esame. Anche il livello contenuto dei tassi di interesse contribuirebbe alla diminuzione del saggio di risparmio. I consumi collettivi in termini reali dovrebbero rimanere moderati nell'orizzonte temporale della proiezione, per effetto delle misure di risanamento delle finanze pubbliche annunciate in diversi paesi dell'area dell'euro.

Le importazioni dall'esterno dell'area dell'euro dovrebbero registrare una graduale accelerazione nell'orizzonte temporale considerato, aumentando a un ritmo più sostenuto rispetto alla domanda totale, sostanzialmente in linea con i profili storici. Di riflesso all'espansione in certa misura più vigorosa delle esportazioni, l'interscambio netto fornirebbe un contributo positivo, seppure in diminuzione, alla crescita del PIL in termini reali nel periodo in esame.

Tavola A Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro

(variazioni percentuali; medie annue)^{1),2)}

	2011	2012	2013
IAPC	2,7	2,1 - 2,7	0,9 - 2,3
PIL in termini reali	1,5	-0,5 - 0,3	0,0 - 2,2
Consumi privati	0,2	-0,7 - 0,1	0,0 - 1,6
Consumi collettivi	0,2	-0,6 - 0,2	-0,1 - 1,3
Investimenti fissi lordi	1,6	-2,6 - 0,2	-0,9 - 3,7
Esportazioni (beni e servizi)	6,4	0,1 - 5,1	0,7 - 8,1
Importazioni (beni e servizi)	4,1	-1,1 - 3,5	0,7 - 7,3

1) Le proiezioni sul PIL e sulle sue componenti si basano su dati corretti per il numero di giornate lavorative; quelle sulle esportazioni e sulle importazioni comprendono l'interscambio nell'area dell'euro.

2) I dati si riferiscono all'area dell'euro inclusa l'Estonia. La variazione percentuale media per lo IAPC nel 2011 è calcolata sulla base di una composizione dell'area comprendente l'Estonia già nel 2010.

Proiezioni relative all'evoluzione dei prezzi e dei costi

In base alla stima rapida dell'Eurostat, il tasso di inflazione complessivo misurato sullo IAPC si è collocato al 2,7 per cento lo scorso febbraio, a fronte di una media del 2,7 nel 2011. Nei prossimi trimestri dovrebbe diminuire e portarsi, secondo le attese, su una media del 2,1-2,7 per cento nel 2012 e dello 0,9-2,3 nel 2013. Tale rallentamento è riconducibile per lo più al minor contributo dei prezzi dell'energia, tenuto conto della graduale riduzione ipotizzata per le quotazioni del greggio nel periodo in esame e del venir meno degli effetti dei precedenti rincari. Anche per la componente alimentare dello IAPC si prevede un rallentamento nel 2012 e nel 2013, di riflesso all'ipotesi che i corsi delle materie prime alimentari restino stabili nei trimestri a venire. Infine, lo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici si manterrebbe sostanzialmente stabile nel periodo considerato. Se da un lato le pressioni interne sui prezzi derivanti dalla modesta crescita della domanda interna e dalla contenuta dinamica del costo del lavoro risulterebbero deboli, dall'altro sarebbero ampiamente compensate dalle spinte al rialzo dei previsti aumenti di imposte indirette e prezzi amministrati.

Più specificamente, le pressioni esterne sui prezzi si sono intensificate in certa misura negli ultimi mesi, soprattutto in seguito al deprezzamento dell'euro, che ha determinato fra l'altro un aumento delle quotazioni delle materie prime espresse in euro. Ci si attende che questa evoluzione spinga al rialzo il deflatore delle importazioni nei prossimi trimestri. Nondimeno, tali fattori dovrebbero essere più che compensati da effetti base al ribasso, derivanti soprattutto dai rincari delle materie prime nel 2011. Pertanto, il tasso di incremento del deflatore delle importazioni, sul periodo corrispondente, dovrebbe diminuire agli inizi del 2012 e mostrare un'ulteriore lieve riduzione nel 2013. Quanto alle pressioni interne sui prezzi, la crescita dei redditi per occupato si indebolirebbe nel 2012 – per effetto delle spinte al ribasso esercitate dal deterioramento delle condizioni sul mercato del lavoro – per poi registrare sul periodo corrispondente una graduale ripresa, sorretta dal rafforzamento dell'attività economica. L'incremento sul periodo corrispondente del costo del lavoro per unità di prodotto rimarrebbe sostanzialmente stabile nel 2012 e nel

2013. L'espansione dei margini di profitto risulterebbe modesta nel 2012, di riflesso alla debole domanda aggregata, e leggermente più sostenuta nel 2013, in linea con il miglioramento delle prospettive per l'attività economica. Gli aumenti dei prezzi amministrati fornirebbero un notevole contributo all'inflazione misurata sullo IAPC nell'intero periodo di riferimento, rispecchiando il risanamento dei conti pubblici in atto in diversi paesi dell'area dell'euro. Anche le imposte indirette dovrebbero avere effetti significativi nel biennio in rassegna.

Confronto con le proiezioni pubblicate nel dicembre 2011

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, pubblicate nel numero di dicembre 2011 del Bollettino, l'intervallo di valori per il tasso di crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro ha subito una leggera revisione verso il basso sia per il 2012, che per il 2013. Tale revisione riflette in prevalenza l'impatto della più debole domanda estera, dei più elevati prezzi del petrolio, delle ulteriori misure di risanamento delle finanze pubbliche e delle condizioni di offerta del credito lievemente più restrittive, malgrado i più contenuti tassi di interesse a breve e a lungo termine e i più alti corsi azionari. Quanto all'inflazione misurata sullo IAPC, gli intervalli di valori per il 2012 e il 2013 sono in certa misura superiori rispetto all'esercizio di proiezione dello scorso dicembre, soprattutto di riflesso alle più elevate quotazioni dell'energia e al tasso di cambio dell'euro più contenuto, ma in parte anche per effetto del più alto livello dei prezzi degli alimentari e delle imposte indirette.

Tavola B Confronto con le proiezioni di dicembre 2011

(variazioni percentuali; medie annue)

	2012	2013
PIL in termini reali – dicembre 2011	-0,4 - 1,0	0,3 - 2,3
PIL in termini reali – marzo 2012	-0,5 - 0,3	0,0 - 2,2
IAPC – dicembre 2011	1,5 - 2,5	0,8 - 2,2
IAPC – marzo 2012	2,1 - 2,7	0,9 - 2,3

Confronto con le previsioni di altre organizzazioni

Varie organizzazioni, sia internazionali sia del settore privato, hanno pubblicato previsioni relative all'area dell'euro (cfr. tavola C). Tali previsioni non sono tuttavia perfettamente confrontabili tra loro, né con le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, poiché sono state formulate in momenti differenti. Inoltre si basano su metodi diversi, non del tutto specificati, per definire le ipotesi sulle variabili fiscali, finanziarie ed esterne, incluse le quotazioni del petrolio e delle altre materie prime, e presentano differenze metodologiche nella correzione dei dati per il numero di giornate lavorative.

Secondo le previsioni diffuse da altre organizzazioni, il tasso di crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro si situerebbe tra il -0,5 e lo 0,2 per cento nel 2012 e tra lo 0,8 e l'1,4 per cento nel 2013, ricadendo in entrambi i casi negli intervalli di valori delle proiezioni degli esperti della BCE. Per l'inflazione misurata sullo IAPC si prevede un tasso medio annuo compreso tra l'1,5 e il 2,1 per cento nel 2012, che si colloca all'estremità inferiore o al di sotto dell'intervallo di valori delle proiezioni. Per il 2013 il tasso di inflazione si porterebbe tra l'1,2 e l'1,7 per cento, ovvero entro l'intervallo di valori delle proiezioni.

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

(variazioni percentuali; medie annue)

	Data di pubblicazione	PIL in termini reali		IAPC	
		2012	2013	2012	2013
OCSE	novembre 2011	0,2	1,4	1,6	1,2
Commissione europea	febbraio 2012/ novembre 2011	-0,3	1,3	2,1	1,6
FMI	gennaio 2012/ settembre 2011	-0,5	0,8	1,5	
Survey of Professional Forecasters	febbraio 2012	-0,1	1,1	1,9	1,7
Consensus Economics Forecasts	febbraio 2012	-0,3	0,9	2,0	1,7
Proiezioni degli esperti della BCE	marzo 2012	-0,5 - 0,3	0,0 - 2,2	2,1 - 2,7	0,9 - 2,3

Fonti: *Interim Forecast* della Commissione europea, febbraio 2012, per i dati relativi al 2012 ed *Economic Forecast* della Commissione europea, autunno 2011, per i dati relativi al 2013; *World Economic Outlook Update* dell'FMI, gennaio 2012, per la crescita del PIL e *World Economic Outlook*, settembre 2011, per l'inflazione; *Economic Outlook* dell'OCSE, novembre 2011; *Consensus Economics Forecasts* e *Survey of Professional Forecasters* della BCE.

Note: i tassi di crescita indicati nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE e nelle previsioni dell'OCSE sono corretti per il numero di giornate lavorative, diversamente da quelli riportati dalla Commissione europea e dall'FMI. Per quanto riguarda le altre previsioni non viene fornita alcuna precisazione in merito.

5 ANDAMENTO DELLA FINANZA PUBBLICA

I dati di finanza pubblica più recenti segnalano il proseguimento della diminuzione del disavanzo per l'area dell'euro nel suo insieme e un più moderato accumulo di debito. Vi sono inoltre prime indicazioni del fatto che i progressi compiuti nel risanamento dei conti pubblici e gli sforzi per il rafforzamento del quadro di riferimento della governance dell'UE per le politiche economiche e di bilancio hanno contribuito a ridurre le tensioni nei mercati del debito sovrano dei paesi vulnerabili dell'area dell'euro. Ciò nondimeno, il clima di fiducia nei mercati finanziari resta fragile. I governi dell'area dell'euro devono quindi continuare ad attuare strategie organiche di risanamento delle finanze pubbliche e a ottemperare a tutti gli impegni assunti nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. A tale riguardo, il Semestre europeo del 2012 dovrebbe essere utilizzato per applicare con rigore il meccanismo rafforzato di sorveglianza dei conti pubblici.

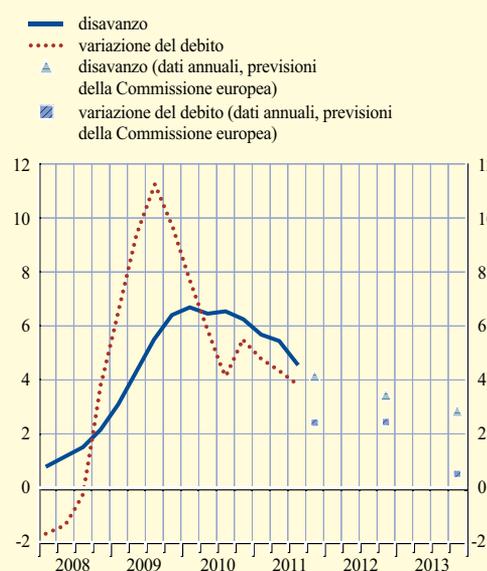
ANDAMENTO DEI CONTI PUBBLICI NEL 2011 E NEL 2012

I dati più recenti sulla finanza pubblica dell'area dell'euro, disponibili fino al terzo trimestre del 2011, segnalano il proseguimento della diminuzione del rapporto tra disavanzo pubblico e PIL per l'area nel suo complesso. La somma mobile di quattro trimestri per tale variabile, ossia il disavanzo accumulato negli ultimi quattro trimestri¹⁾ in rapporto al PIL, si è collocata al 4,6 per cento nel terzo trimestre del 2011 (cfr. figura 59), a fronte del 6,5 per cento di un anno prima e del 5,4 per cento del secondo trimestre del 2011. La riduzione nel terzo trimestre dello scorso anno è imputabile principalmente a un rapporto spesa/PIL nettamente inferiore e a un rapporto entrate/PIL leggermente superiore rispetto al trimestre precedente (cfr. figura 60). Queste indicazioni di un ridimensionamento degli squilibri di bilancio sono sostanzialmente in linea con le previsioni dell'autunno 2011 pubblicate dalla Commissione europea in novembre, secondo le quali il rapporto disavanzo/PIL nell'area dell'euro scenderebbe al 4,1 per cento nel 2011 dal 6,2 per cento del 2010. Il rapporto debito/PIL dell'area dell'euro è aumentato in termini cumulati di 3,8 punti percentuali all'86,8 per cento nei quattro trimestri che finiscono con il terzo trimestre del 2011. Si tratta di un incremento più contenuto rispetto a quello del secondo trimestre (pari a 4,3 punti percentuali). Anche il minore accumulo di debito pubblico nell'area dell'euro è sostanzialmente in linea con le previsioni autunnali del 2011 formulate dalla Commissione europea, che per il 2011 si attende un aumento del rapporto debito/PIL di 2,4 punti percentuali all'88 per cento, a fronte di un'espansione di 5,8 punti percentuali nel 2010²⁾.

Secondo le previsioni elaborate dalla Commissione europea nell'autunno 2011, il disavanzo

Figura 59 Disavanzo e variazione del debito dell'area dell'euro

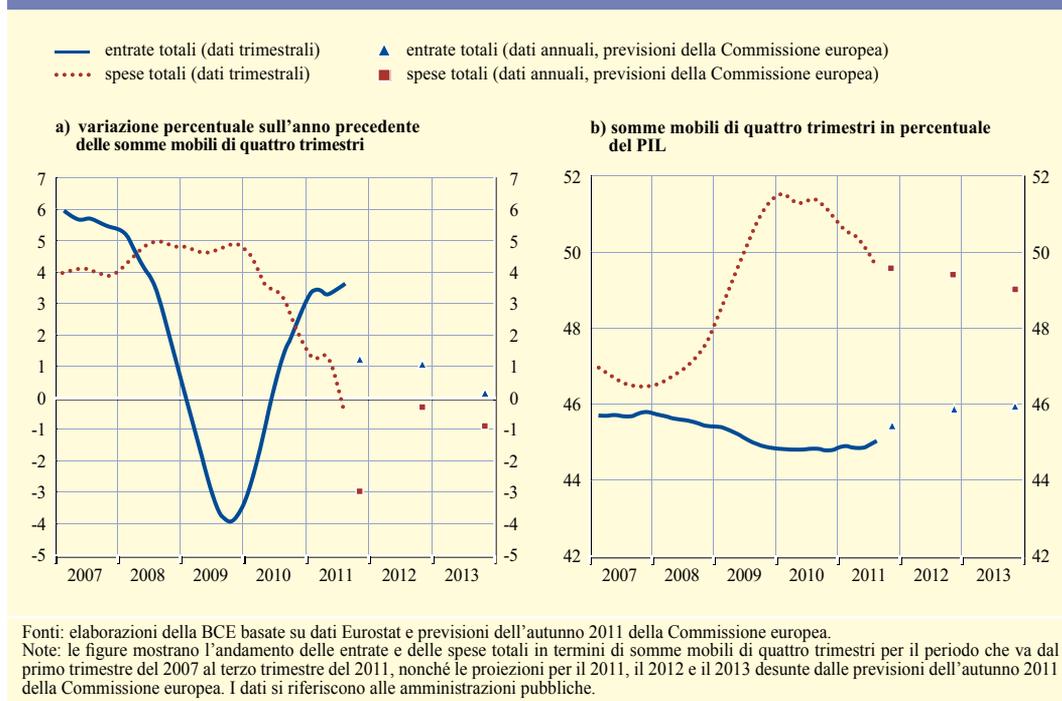
(somme mobili di quattro trimestri in percentuale del PIL)



Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e previsioni dell'autunno 2011 della Commissione europea.

- 1) L'evoluzione dei conti pubblici è analizzata in termini di variazioni annue in modo da eliminare problemi di stagionalità.
- 2) I risultati definitivi relativi al 2011 per i saldi di bilancio e il debito delle amministrazioni pubbliche nonché i piani per il 2012 convalidati dall'Eurostat saranno pubblicati da quest'ultimo a fine aprile.

Figura 60 Area dell'euro: statistiche trimestrali e previsioni sui conti pubblici



dell'area dell'euro in rapporto al PIL scenderebbe ulteriormente nel 2012, al 3,4 per cento, e il debito pubblico aumenterebbe al 90,4 per cento del PIL. L'andamento dei conti pubblici continuerà, tuttavia, a mostrare marcate differenze tra i paesi dell'area. Si riporta di seguito una breve rassegna dei recenti andamenti delle finanze pubbliche nei paesi dell'area dell'euro più grandi, nonché in quelli che beneficiano dell'assistenza finanziaria dell'UE/FMI.

In Germania, secondo le stime più recenti del governo, il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche è sceso a circa l'uno per cento del PIL nel 2011, valore inferiore di circa un punto percentuale e mezzo rispetto all'obiettivo fissato nell'aggiornamento del programma di stabilità dello scorso aprile. Il risultato migliore delle attese discenderebbe principalmente da una dinamica delle entrate più favorevole. Il disavanzo in rapporto al PIL rimarrebbe a circa l'uno per cento nel 2012 e diminuirebbe allo 0,5 per cento nel 2013. Per il 2014 e il 2015 il governo si attende un bilancio sostanzialmente in pareggio.

In Francia, il 29 gennaio 2012 il governo ha annunciato un pacchetto di misure a sostegno dell'occupazione e della competitività. I principali interventi di bilancio comprendono: 1) un incremento di 1,6 punti percentuali dell'aliquota ordinaria dell'IVA al 21,2 per cento con effetto dal 1° ottobre 2012 e 2) un aumento di 2 punti percentuali – al 10,2 per cento dal 1° luglio 2012 – dell'aliquota del prelievo sui redditi patrimoniali (per esempio plusvalenze e redditi immobiliari) che finanzia il sistema pensionistico (*contribution sociale généralisée*). Il gettito riveniente da questi aumenti di imposta (circa 13 miliardi di euro, pari approssimativamente allo 0,7 per cento del PIL) è destinato al finanziamento degli assegni familiari erogati dal sistema di *welfare* in modo da consentire una riduzione, per un importo equivalente, dei contributi sociali a carico dei datori di lavoro. Si intende così trasferire il costo del finanziamento di questa componente del sistema di welfare dalle imprese ai consumi, riducendo il costo del lavoro e promuovendo la competitività delle imprese

francesi³⁾. Ci si attende che questi due provvedimenti fiscali siano sostanzialmente neutrali per i conti pubblici. Il governo prevede anche di introdurre un'imposta sulle transazioni finanziarie a decorrere dal 1° agosto 2012; quest'ultima determinerebbe un gettito pari a 1,1 miliardi di euro all'anno. Queste misure sono state approvate dal Parlamento il 29 febbraio 2012.

In Italia, il 22 dicembre 2011 il Parlamento ha approvato una nuova manovra di risanamento delle finanze pubbliche che ammonta a circa 20 miliardi di euro (pari all'1,3 per cento del PIL) e che sarà interamente attuata nel 2012. Tra i principali provvedimenti che la costituiscono si annoverano una riforma del sistema pensionistico, la reintroduzione di un'imposta sulle abitazioni principali, aumenti dell'IVA e l'introduzione di una procedura per la revisione della spesa (*spending review*). Secondo il governo la manovra dovrebbe consentire il conseguimento dell'obiettivo del pareggio di bilancio nel 2013.

In Spagna il 27 febbraio scorso il governo ha annunciato che il disavanzo delle amministrazioni pubbliche per il 2011 si è collocato all'8,5 per cento del PIL (valore superiore di 2,5 punti percentuali del PIL rispetto all'obiettivo). Sulla base delle informazioni finora disponibili, lo sconfinamento rispetto a quanto stabilito nell'aggiornamento del programma di stabilità dell'aprile 2011 sarebbe ascrivibile alle entrate. Per farvi fronte, il governo aveva già annunciato il 30 dicembre aumenti delle imposte sui redditi personali e sulla proprietà che, secondo le attese, produrrebbero un gettito di circa 6,3 miliardi di euro (0,6 per cento del PIL) sia nel 2012 sia nel 2013. Sono stati anche ridotti di 8,9 miliardi di euro (0,9 per cento del PIL) gli stanziamenti di bilancio destinati all'amministrazione centrale nel 2012. In considerazione dello sconfinamento e dell'ulteriore rallentamento dell'economia, il 2 marzo scorso il governo ha fissato per il 2012 un nuovo obiettivo per il disavanzo delle amministrazioni pubbliche pari al 5,8 per cento del PIL (a fronte del precedente 4,4 per cento). Alla fine di marzo sarà presentata una manovra di bilancio per il 2012 per le amministrazioni centrali e il sistema previdenziale.

In Grecia a metà febbraio le autorità e una missione congiunta dell'UE/FMI ad Atene hanno concordato un pacchetto di misure di politica economica che costituisce la base per un accordo che faccia seguito al primo programma di sostegno finanziario avviato nel maggio 2010. Dal lato dei conti pubblici, l'accordo ha fissato l'obiettivo di conseguire un saldo primario delle amministrazioni pubbliche pari a -1,0 per cento del PIL nel 2012 e di migliorare costantemente il rapporto tra saldo primario e PIL portandolo al 4,5 per cento entro il 2014, ultimo anno dell'orizzonte di programmazione. Per conseguire l'obiettivo del 2012, le autorità si sono impegnate ad attuare un insieme di misure aggiuntive di risanamento per un importo pari all'1½ per cento del PIL. Il pacchetto, che compensa sia l'attuazione incompleta delle misure di risanamento concordate in precedenza sia l'evoluzione sfavorevole delle basi imponibili, è costituito da una diminuzione della spesa farmaceutica, da riduzioni delle pensioni integrative e di quelle principali di importo elevato, da una diminuzione delle spese per le retribuzioni dei lavoratori dipendenti che rientrano in regimi salariali speciali, da una riduzione degli investimenti pubblici nonché delle commesse militari e della spesa di gestione del ministero della difesa. Per conseguire gli obiettivi di bilancio negli anni successivi di programmazione, il governo si è impegnato a specificare entro la metà del 2012 ulteriori riduzioni permanenti della spesa per un totale pari a circa il 5½ per cento del PIL nel periodo 2013-14. Su tale base, e purché le condizioni previste dal programma siano costantemente rispettate, il 21 febbraio 2012 l'Eurogruppo ha confermato che i paesi dell'area dell'euro sono pronti a fornire, per il tramite della European Financial Stability Facility (EFSF) e nell'aspettativa di un contributo significativo da parte dell'FMI, un ulteriore sostegno finanziario ufficiale pari fino a 130 miliardi di euro fino al 2014.

3) Cfr. anche il riquadro *La svalutazione fiscale: uno strumento di aggiustamento economico* nel numero di dicembre 2011 di questo Bollettino.

In Portogallo l'obiettivo di disavanzo per il 2011, fissato al 5,9 per cento del PIL, è stato conseguito con un ampio margine. Il principale contributo è derivato da un ingente trasferimento di risorse dai fondi pensione del sistema bancario al sistema previdenziale pubblico, avvenuto in dicembre per un ammontare pari a circa il 3,5 per cento del PIL, che ha determinato un disavanzo per il 2011 stimato pari a circa il 4 per cento del PIL. La manovra di bilancio per il 2012 fissa un obiettivo di disavanzo del 4,5 per cento del PIL e comprende misure di risanamento pari a circa il 6 per cento del PIL (rispetto al quadro tendenziale valutato a politiche invariate). Due terzi delle misure di risanamento nel 2012 riguardano la spesa e comprendono una riduzione delle retribuzioni nel settore pubblico e un calo delle pensioni. Il risanamento dei conti pubblici necessario per raggiungere l'obiettivo di disavanzo del 2012 è significativamente superiore a quanto previsto dal programma iniziale dell'UE/FMI, a causa di un peggioramento della situazione economica e di una revisione al rialzo della dimensione dello squilibrio da correggere rispetto a quando il programma è stato formulato. Nel riquadro 11 sono riportate simulazioni relative alla sostenibilità del debito lordo delle amministrazioni pubbliche del Portogallo.

Riquadro 11

PROIEZIONI PER IL DEBITO PUBBLICO DEL PORTOGALLO

Dal 15 al 27 febbraio si è svolta la terza missione di valutazione nell'ambito del programma economico di sostegno al Portogallo. Gli esperti della Commissione europea, della BCE e dell'FMI ritengono che il programma concordato sia stato finora rispettato: sono stati compiuti progressi soddisfacenti sul piano dei conti pubblici, su quello finanziario e su quello strutturale. Nel contesto dell'attuale correzione degli squilibri accumulati in passato, resta essenziale che le riforme siano attuate con determinazione per assicurare la ripresa economica e la sostenibilità dei conti pubblici. Questo riquadro presenta una serie di scenari per la dinamica del debito pubblico del Portogallo, focalizzando l'attenzione sull'evoluzione del PIL. Gli scenari riguardano gli anni dal 2012 al 2020: solitamente un periodo di otto anni è considerato sufficiente per valutare la sostenibilità del debito.

Ipotesi sottostanti l'elaborazione dello scenario di base

Le ipotesi macroeconomiche sottostanti lo scenario di base coincidono con quelle considerate nella valutazione da poco conclusa e indicano una contrazione del PIL in termini reali nel 2012. Lo scenario prospetta una lenta ripresa nel 2013, che acquista vigore nel 2015. Per costruire uno scenario di base per le proiezioni del debito a medio termine, a partire dal 2015 si presume che la crescita del PIL si limiti al modesto tasso medio registrato dal paese nel decennio precedente la crisi (ossia tra il 1999 e il 2008), pari all'1,6 per cento l'anno. È questo un livello inferiore di 0,5 punti percentuali alla media dell'area dell'euro e nettamente al di sotto del tasso di espansione dei paesi in fase di convergenza. Il dato corrisponde alla stima della crescita potenziale a lungo termine per il Portogallo "al netto delle riforme". In altri termini, lo scenario di base non comprende alcun effetto positivo sulla crescita derivante dalle riforme strutturali. Può essere considerato una stima prudente della possibile crescita effettiva del PIL, considerati i progressi significativi già compiuti dal governo portoghese nell'ambito delle riforme strutturali.

In linea con le ipotesi contemplate dal programma, la proiezione si basa su un miglioramento graduale delle condizioni nei mercati finanziari dalla seconda metà del 2013, rispecchiato da un

Ipotesi macroeconomiche e di bilancio sottostanti lo scenario di base

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Crescita del PIL in termini reali	-1,6	-3,3	0,3	2,1	2,0	1,8	1,6	1,6	1,6	1,6
Crescita del deflatore del PIL	0,7	1,1	1,2	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,7	1,7
Saldo primario/PIL	0,1	0,5	2,2	3,3	4,5	4,4	4,3	4,1	4,0	3,9
Spesa per interessi/PIL	4,1	5,0	5,2	5,1	5,0	4,9	4,7	4,6	4,5	4,4
Tassi di interesse effettivi medi	4,4	4,6	4,7	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6
Saldo di bilancio/PIL	-4,0	-4,5	-3,0	-1,8	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5

calo dei differenziali sui tassi di interesse nonché dal mantenimento da parte del governo di un orientamento prudente della politica di bilancio. Nello scenario di base il governo raggiunge nel 2015 un disavanzo di bilancio dello 0,5 per cento del PIL, come specificato nel *Fiscal Strategy Document* dell'agosto 2011. Lo sforzo di risanamento che ne consegue si traduce in un avanzo primario pari al 4,5 per cento del PIL nel 2015, che in seguito rimane attorno al 4 per cento. Questo avanzo primario non è particolarmente elevato rispetto a quelli che altri paesi europei sono riusciti a mantenere in passato per periodi di tempo relativamente lunghi¹⁾. Lo scenario di base tiene conto anche dell'impatto della spesa connessa con l'invecchiamento della popolazione stimato dalla Commissione europea.

La figura B mostra che nello scenario di base il debito pubblico aumenta dal 93,3 per cento del PIL del 2010 a circa il 115 per cento nel 2013 e in seguito diminuisce progressivamente. Il calo è particolarmente pronunciato a partire dal 2014 e lo stock di debito raggiunge circa il 96 per cento del PIL nel 2020. La forte flessione deriva principalmente dal mantenimento di un avanzo primario. Nell'ipotesi che questo avanzo sia inferiore di 1,5 punti percentuali ossia si collochi circa al 2,5 per cento in media tra il 2014 e il 2020, ferme restando le ipotesi di crescita, il debito si stabilizzerebbe nel 2020 su un livello lievemente inferiore al 110 per cento del PIL (cfr. figura B).

Ipotesi di una più severa flessione del PIL nel breve termine

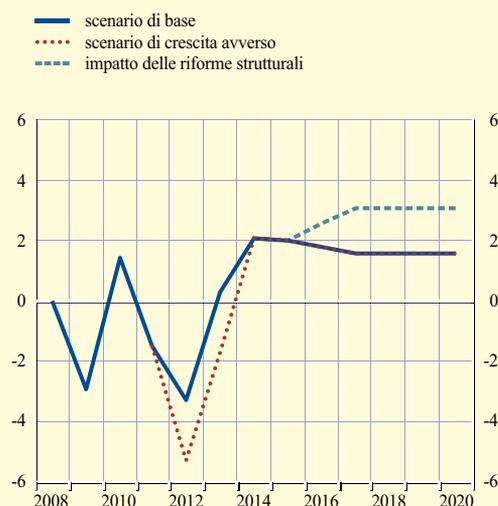
Si analizzano di seguito altri due scostamenti dallo scenario di base. Innanzitutto, si suppone che tra il 2012 e il 2013 il PIL sia interessato da un significativo shock negativo. Tale shock è calibrato per far coincidere sostanzialmente la previsione del PIL con l'attuale limite inferiore delle previsioni formulate dagli analisti di mercato per il 2012 e il 2013. Ciò corrisponde a una riduzione dell'ordine di due punti percentuali dell'espansione del PIL all'anno rispetto allo scenario di base (cfr. figura A).

Il nuovo scenario mostra che un tale shock, sintetizzato da un calo cumulato del PIL pari al 7 per cento fino alla fine del 2013, comporterebbe un incremento temporaneo dello stock di debito al 124 per cento del PIL nel 2013. In queste condizioni avverse, si assume che non si

1) Molti paesi europei sono riusciti a mantenere avanzi primari compresi tra il 4 e il 5 per cento del PIL per un periodo di tempo molto lungo. Nell'area dell'euro, ad esempio, è stato questo il caso del Belgio (con un avanzo primario medio del 4,6 per cento tra il 1989 e il 2007), della Finlandia (con un avanzo primario medio dell'ordine del 5,5 per cento nei periodi 1970-1990 e 1998-2008), dell'Italia (con un avanzo primario medio del 4,9 per cento tra il 1995 e il 2001), dell'Irlanda (con un avanzo medio del 4,7 per cento tra il 1988 e il 2000). Cfr. il riquadro *La passata esperienza dei paesi dell'UE nel mantenere elevati avanzi primari di bilancio* nel numero di giugno 2011 (pagg. 100-101) di questo Bollettino.

Figura A Scenari per l'espansione del PIL

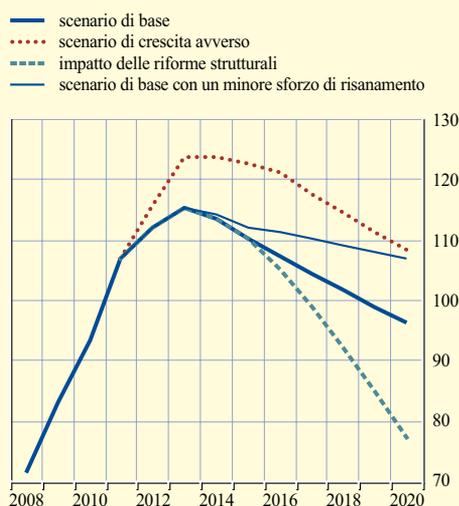
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura B Scenari per il debito delle amministrazioni pubbliche

(in percentuale del PIL)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

verifichi alcun recupero della perdita del PIL e che la politica di bilancio rimanga passiva, ossia non vi sia alcuno sforzo aggiuntivo di risanamento in risposta al peggioramento dello scenario macroeconomico, determinando così un ritardo di due anni nel conseguimento dell'obiettivo di disavanzo del 3 per cento fissato nell'ambito della Procedura per i disavanzi eccessivi (dal 2013 al 2015). La figura B mostra che nello scenario avverso la riduzione del debito pubblico inizia ad accelerare a partire dal 2015 e che il rapporto debito/PIL raggiunge circa il 110 per cento nel 2020.

Potenziale impatto delle riforme strutturali

Il secondo scenario intende cogliere l'impatto delle riforme strutturali sulla crescita e, quindi, sulla dinamica del debito. Questo è calibrato comprendendo nello scenario di base l'effetto di una riduzione del mark-up su prezzi e salari ottenuto con simulazioni effettuate mediante il modello dell'economia dell'area dell'euro e mondiale della BCE¹⁾. Sebbene in Portogallo le riforme strutturali siano attualmente in fase di attuazione e siano già stati compiuti progressi in numerosi settori importanti, i modelli di analisi indicano solitamente che gli effetti sul PIL non sono immediati. Pertanto, seguendo le indicazioni di tali modelli, lo scenario di base è corretto al rialzo solo a partire dal 2015 (cfr. figura A). La correzione al rialzo è tale che l'espansione del PIL in termini reali raggiunge il 3 per cento nel 2017 (ossia cinque anni dopo l'attuazione delle riforme strutturali)³⁾. Un'espansione più sostenuta ha un impatto positivo sui conti pubblici e il saldo di bilancio in percentuale del PIL migliora in misura considerevole, da -0,5 per cento del 2015 a un avanzo del 3,5 per cento circa nel 2020.

2) Cfr. Gomes, S., P. Jacquinot, M. Mohr, M. Pisani (2011), *Structural reforms and macroeconomic performance in the euro area countries. A model-based assessment*, Working Paper della BCE, n. 1323.

3) Secondo il modello dell'economia dell'area dell'euro e mondiale, l'impatto di una riduzione del 15 per cento del mark-up su prezzi e salari determina un aumento cumulato del PIL pari a circa l'8 per cento in sette anni.

La figura B mostra che una crescita del PIL più elevata nel medio termine ha un impatto notevole sulla dinamica del debito. Il calo del rapporto debito/PIL in questo caso è consistente e lo stock di debito scende a un livello inferiore all'80 per cento del PIL, ossia prossimo a quello precedente la crisi del 2009, nel 2020. Ciò mostra che la piena attuazione del programma di riforme strutturali può apportare un contributo importante al conseguimento di una flessione significativa e rapida del rapporto debito/PIL.

Conclusioni

L'analisi precedente mostra che, considerando ipotesi prudenti per la crescita del PIL, il saldo primario e il raccordo disavanzo-debito⁴⁾, la dinamica del debito pubblico per il Portogallo si stabilizzerebbe rapidamente, con una conseguente continua riduzione del rapporto debito/PIL. Anche in assenza di un impatto positivo delle riforme strutturali sulla crescita, il debito pubblico scenderebbe al di sotto del 100 per cento del PIL entro la fine dell'orizzonte temporale dello scenario. Quand'anche la flessione del PIL fosse significativamente maggiore di quella prevista dallo scenario di base e si ipotizzi un ritardo di due anni nella correzione del saldo di bilancio, il rapporto debito/PIL si stabilizzerebbe nel 2013, per poi evidenziare una sensibile diminuzione a partire dal 2015. Nello scenario che comprende gli effetti delle riforme strutturali sul PIL, il debito pubblico raggiungerebbe circa il 77 per cento del PIL entro il 2020.

Finora la dimensione della correzione strutturale del saldo primario è stata ampia in Portogallo (circa il 3,5 per cento del PIL), come dimostra altresì un'ampia correzione del saldo corrente. Questo risultato è stato conseguito con una riduzione più limitata del PIL nel 2011 di quanto prospettato inizialmente. Inoltre, i proventi da privatizzazioni sono stati maggiori delle stime e le riforme strutturali procedono come da programma. Benché i risultati conseguiti finora siano stati molto positivi, occorre mantenere la forte risolutezza mostrata finora. In particolare, dal lato dei conti pubblici sono necessari sforzi costanti per consolidare le misure volte a impedire l'accumulo di pagamenti arretrati, per rafforzare ulteriormente l'amministrazione dei tributi e per razionalizzare l'amministrazione pubblica. Dato il ruolo cruciale delle riforme strutturali nel favorire la crescita del PIL, ai fini del successo del programma è altresì essenziale la determinazione nell'attuare tali riforme, soprattutto per ridurre le rendite nei settori "non-traded".

4) Circa il 66 per cento dei proventi da privatizzazioni attesi per il 2012 e il 2013 si sono concretizzati agli inizi del 2012. Inoltre, le proiezioni per il debito comprendono un importo di 12 miliardi di euro che, nell'ambito del programma di assistenza finanziaria, è stato destinato alla capitalizzazione delle banche (*Bank Solvency Support Facility*). Se questo importo dovesse essere usato solo in parte, andrebbe operata una correzione al ribasso del rapporto debito/PIL.

Quanto all'Irlanda, la quinta valutazione effettuata nell'ambito del programma di assistenza finanziaria dell'UE/FMI ha concluso che le prospettive per le finanze pubbliche per il 2012 sono in linea con gli obiettivi (che prevedono per tale anno un disavanzo delle amministrazioni pubbliche pari all'8,6 per cento del PIL). Poco più della metà dello sforzo di risanamento nel 2012 riguarda la spesa e include una riduzione dei consumi, mentre dal lato delle entrate il governo prospetta in particolare misure connesse con le imposte indirette (ad esempio un aumento dell'IVA di 2 punti percentuali) e incrementi di vari prezzi amministrati. Sebbene i rischi per i conti pubblici siano in qualche misura aumentati con il peggioramento del contesto macroeconomico internazionale, il governo sembra ancora impegnato ad adottare tutte le misure necessarie per conseguire gli obiettivi e portare il disavanzo delle amministrazioni pubbliche al di sotto del 3 per cento del PIL entro il 2015, in linea con gli impegni assunti dall'Irlanda nell'ambito della Procedura per i disavanzi eccessivi. Il 26 gennaio 2012 il consiglio consultivo irlandese per le finanze pubbliche (*Irish Fiscal*

Advisory Council) ha pubblicato una relazione sulle migliori modalità di definizione di regole di bilancio per l'Irlanda, in considerazione del *Fiscal Responsibility Bill* che sarà introdotto a metà del 2012 e del rafforzamento dell'indipendenza del consiglio stesso.

Con l'eccezione di Estonia, Lussemburgo e Finlandia, tutti i paesi dell'area dell'euro sono attualmente sottoposti alla Procedura per i disavanzi eccessivi. L'11 gennaio 2012 la Commissione europea ha informato il Consiglio Ecofin in merito al fatto che, secondo la sua valutazione, Belgio, Cipro e Malta hanno adottato provvedimenti efficaci nell'ambito delle rispettive Procedure per i disavanzi eccessivi. Stando alle più recenti previsioni della Commissione per questi paesi, Malta avrebbe ridotto il disavanzo al valore di riferimento nel 2011, anno fissato come scadenza per la correzione del disavanzo eccessivo. Per Belgio e Cipro, si prevede che i disavanzi diminuiscano rispettivamente al 2,9 e al 2,7 per cento del PIL nel 2012, anno fissato come scadenza per la correzione dei disavanzi eccessivi di questi paesi. Di conseguenza, il 24 gennaio 2012 il Consiglio Ecofin ha deciso di astenersi dal muovere alla fase successiva della Procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti di questi paesi.

PROGRESSI VERSO UNA PIÙ FORTE *FISCAL STABILITY UNION*

Il 2 marzo 2012 tutti gli Stati membri dell'UE con l'eccezione del Regno Unito e della Repubblica Ceca hanno firmato un nuovo Trattato intergovernativo sulla stabilità, il coordinamento e la *governance* nell'Unione economica e monetaria. Gli elementi principali del *fiscal compact*, incorporato nel nuovo Trattato, sono l'obbligo dei firmatari di conseguire e mantenere una posizione di bilancio in pareggio oppure in avanzo in termini strutturali, nonché di porre in essere un meccanismo automatico di correzione di eventuali sconfinamenti (per ulteriori dettagli cfr. il riquadro 12 *Principali elementi del fiscal compact*). A tale riguardo, il saldo di bilancio strutturale di ciascun anno costituisce una variabile di finanza pubblica importante per tenere sotto osservazione il rispetto delle nuove disposizioni. Poiché questi saldi strutturali sono dati dai saldi di bilancio corretti per gli effetti del ciclo economico al netto delle misure temporanee e una *tantum*, la correzione per il ciclo economico è una componente importante dell'insieme degli strumenti per la valutazione dell'osservanza delle regole (cfr. il riquadro 13 *Correzione del saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche per gli effetti del ciclo economico*).

Riquadro 12

PRINCIPALI ELEMENTI DEL *FISCAL COMPACT*

Il *fiscal compact*, incorporato nel nuovo "Trattato sulla stabilità, il coordinamento e la *governance* nell'Unione economica e monetaria", è stato approvato al vertice dell'UE del 30 gennaio 2012 e firmato il 2 marzo dai capi di Stato o di governo di tutti i paesi dell'UE, con l'eccezione del Regno Unito e della Repubblica Ceca. Oltre al *fiscal compact*, il nuovo Trattato comprende disposizioni intese a favorire il coordinamento delle politiche economiche e la convergenza nonché a rafforzare la *governance* dell'area dell'euro. Il *fiscal compact* è una tappa verso un'autentica "*fiscal stability union*" in quanto si propone di consolidare il quadro di *governance* delle finanze pubbliche nell'area dell'euro e affronta alcune carenze del Patto di stabilità e crescita rafforzato di recente¹⁾. Si è dato così seguito all'accordo raggiunto dai capi di Stato o di governo dell'area dell'euro il 9 dicembre 2011 sui capisaldi del *fiscal compact*. Il nuovo Trattato entrerà in vigore dopo essere stato ratificato da almeno 12 paesi dell'area dell'euro. Il presente riquadro riporta una breve rassegna dei principali elementi del *fiscal compact*.

1) Per una valutazione del Patto di stabilità e crescita rafforzato entrato in vigore nel dicembre 2011, cfr. il riquadro *Entra in vigore il quadro rafforzato per la governance economica dell'UE* nel numero di dicembre 2011 di questo Bollettino.

1. Una regola di bilancio obbligatoria sul pareggio di bilancio: gli Stati membri firmatari si impegnano a introdurre nella propria legislazione una regola di bilancio in base alla quale il bilancio delle amministrazioni pubbliche deve essere in pareggio o in avanzo. La regola è considerata rispettata se il saldo strutturale annuale è in linea con l'obiettivo di medio termine specifico per paese e non supera un disavanzo (in termini strutturali) dello 0,5 per cento del PIL. Qualora il rapporto tra debito e PIL si collochi su un livello significativamente inferiore al 60 per cento e i rischi per la sostenibilità delle finanze pubbliche nel lungo periodo siano limitati, l'obiettivo di medio termine può essere fissato pari a un disavanzo strutturale massimo dell'uno per cento del PIL.

– **Rapida convergenza verso l'obiettivo di medio termine:** secondo il *fiscal compact*, i paesi con un saldo strutturale non ancora in linea con l'obiettivo di medio termine devono assicurare una rapida convergenza verso questo obiettivo. I tempi effettivi per la correzione saranno precisati dalla Commissione europea.

– **Scostamenti temporanei:** un paese può deviare temporaneamente dall'obiettivo di medio termine o dal percorso di convergenza verso tale obiettivo solo in circostanze eccezionali, ossia a fronte di un evento straordinario al di fuori del controllo del paese interessato oppure di un periodo di grave recessione secondo la definizione fornita nella parte preventiva del Patto di stabilità e crescita rafforzato.

– **Meccanismo di correzione automatica:** nel caso in cui il saldo di bilancio di uno Stato si discosti significativamente dall'obiettivo di medio termine o dal percorso di convergenza verso tale obiettivo, si attiverà automaticamente un meccanismo inteso a correggere detto scostamento. Anche l'impatto cumulato degli scostamenti sulla dinamica del debito pubblico andrebbe compensato in maniera automatica. I principi comuni sulla natura, l'entità e i tempi dell'intervento correttivo da intraprendere, anche in presenza di circostanze eccezionali, saranno oggetto di una proposta della Commissione europea, che riguarderà anche il ruolo e l'indipendenza delle istituzioni nazionali responsabili del monitoraggio sull'osservanza delle regole.

– **Attuazione:** gli Stati membri sono tenuti a recepire i suddetti elementi della regola sul pareggio di bilancio nella legislazione nazionale, preferibilmente a livello costituzionale, entro un anno dall'entrata in vigore del nuovo Trattato. La Commissione europea riferirà in merito al rispetto di questo obbligo di recepimento nella legislazione nazionale. Gli Stati membri firmatari possono adire la Corte di giustizia dell'Unione europea perché verifichi il recepimento della normativa nel diritto nazionale; quest'ultima istituzione può comminare sanzioni finanziarie che possono raggiungere lo 0,1 per cento del PIL allo scopo di assicurare l'osservanza delle sentenze emesse.

2. Rafforzamento della Procedura per i disavanzi eccessivi: il *fiscal compact* prevede che i paesi dell'area dell'euro si impegnino a sostenere le proposte o raccomandazioni della Commissione europea al Consiglio Ecofin qualora un paese dell'area dell'euro violi il criterio del disavanzo, a meno che vi si opponga una maggioranza qualificata degli altri paesi dell'area dell'euro. Seppure nel pieno rispetto dei requisiti fissati dai trattati dell'UE, questa disposizione dovrebbe accrescere l'automaticità della Procedura per i disavanzi eccessivi relativa alle violazioni del criterio menzionato. Inoltre, gli Stati membri sottoposti alla Procedura per i disavanzi eccessivi devono realizzare un *partnership programme* eco-

nomico e di bilancio tale da consentire una correzione efficace e duratura dei disavanzi eccessivi.

- 3. Parametro di riferimento per la riduzione del debito pubblico:** il *fiscal compact* comprende un parametro numerico per la valutazione della riduzione del debito degli Stati membri con un debito pubblico superiore al 60 per cento del PIL, come previsto dal Patto di stabilità e crescita rafforzato. Il parametro viene così innalzato, per i paesi firmatari, al livello di diritto primario. In termini concreti, la differenza tra il rapporto debito pubblico/PIL e il 60 per cento deve essere ridotta a un tasso medio pari a un ventesimo all'anno.
- 4. Piani di emissione del debito pubblico:** agli Stati membri si chiede di segnalare in anticipo i piani di emissione di titoli del debito pubblico. Ciò dovrebbe aiutare a ottimizzare il coordinamento dei rispettivi piani di finanziamento.

Nel complesso, il *fiscal compact* rappresenta un passo nella giusta direzione verso il rafforzamento della disciplina di bilancio nell'area dell'euro. Se applicato e attuato con rigore, esso dovrebbe rafforzare il quadro di *governance* delle finanze pubbliche esistente e promuoverne la credibilità. Un'analisi più approfondita del *fiscal compact* sarà presente in un prossimo numero di questo Bollettino.

Riquadro 13

CORREZIONE DEL SALDO DI BILANCIO DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE PER GLI EFFETTI DEL CICLO ECONOMICO

Le entrate pubbliche sono costituite prevalentemente da imposte e contributi sociali applicati alle diverse tipologie di redditi e spese. Tendono, pertanto, ad aumentare e a diminuire in linea con le fluttuazioni dell'attività economica. Per contro, e con la notevole eccezione dei sussidi di disoccupazione, la maggior parte della spesa pubblica non risente in misura significativa del ciclo economico. Di conseguenza, a parità di condizioni, i saldi di bilancio delle amministrazioni pubbliche tendono a migliorare durante le fasi congiunturali positive e a peggiorare durante quelle negative.

Lo scopo dell'aggiustamento per gli effetti del ciclo economico è di effettuare una correzione per l'influenza della congiuntura economica sulle finanze pubbliche e giungere a una misura che meglio rifletta la posizione di bilancio di fondo o strutturale. Stimare la componente ciclica del bilancio significa in genere cercare di misurare: 1) dove si colloca l'economia rispetto al livello potenziale o di trend e 2) in che modo le diverse componenti del bilancio reagiscono di norma alle oscillazioni dell'attività economica.

La correzione per gli effetti del ciclo economico nel contesto del Patto di stabilità e crescita

L'evoluzione del saldo strutturale di bilancio, misurato come saldo corretto per gli effetti del ciclo economico al netto delle misure temporanee e *una tantum*, è uno degli indicatori posti sotto stretta osservazione nel contesto del Patto di stabilità e crescita. A tal fine, la Commissione europea ha sviluppato e affinato un metodo di correzione per il ciclo economico che, frutto di un'intesa comune, attinge anche ai lavori dell'OCSE. In questo metodo, la componente ciclica

del saldo di bilancio è data dal prodotto della stima dell'*output gap*¹⁾ e dell'elasticità complessiva del bilancio rispetto all'*output*²⁾. L'*output gap* è stimato sulla base di una funzione di produzione e le stime ottenute sono aggiornate in occasione di ciascun esercizio di previsione macroeconomica. L'elasticità complessiva del bilancio è un parametro fisso che viene ricalcolato solo periodicamente (ad esempio ogni cinque anni). Essa è desunta da stime o ipotesi riguardanti: 1) l'elasticità delle voci di bilancio sensibili al ciclo (imposte, contributi sociali e sussidi di disoccupazione) rispetto alle componenti del PIL interessate (salari, profitti e consumi) e alla disoccupazione, nonché 2) l'elasticità di queste componenti del PIL e della disoccupazione rispetto al PIL complessivo. Queste elasticità in media sono solitamente abbastanza vicine all'unità. Ciò significa che, secondo le stime, l'elasticità complessiva del bilancio è di norma prossima alla quota di entrate e spese che si muovono con il ciclo economico sul PIL, che per l'area dell'euro nel suo complesso è prossima a 0,5. In altri termini, per ogni punto percentuale di differenza tra il prodotto e il suo potenziale stimato, la componente ciclica del saldo di bilancio si collocherebbe attorno allo 0,5 per cento del PIL.

Limitazioni della correzione per gli effetti del ciclo economico

La correzione per il ciclo economico è una parte importante dell'insieme di strumenti per la conduzione e la valutazione della politica di bilancio. Al contempo, tutti i metodi di aggiustamento per gli effetti del ciclo economico presentano limiti. È pertanto importante che le stime del saldo di bilancio depurato dagli effetti del ciclo economico siano interpretate correttamente, tenendo conto di tali limiti. Due problematiche principali caratterizzano i metodi più diffusi.

Il primo problema è che l'attività economica potenziale o di trend non è osservabile e che la stima in tempo reale del punto in cui si colloca l'economia rispetto al livello potenziale o di trend dipende in larga misura da previsioni. Ciò significa che la valutazione dell'entità dell'*output gap* in un dato momento è sistematicamente rivista a posteriori via via che si rendono disponibili nuovi dati e diventano noti gli errori di previsione.

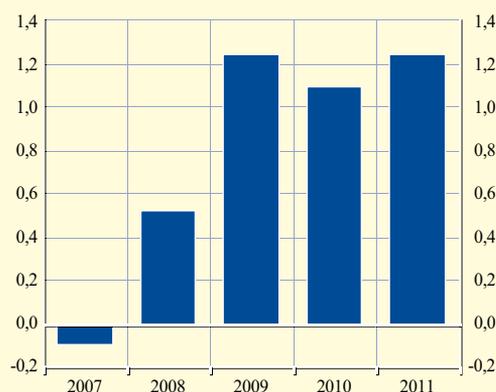
Le revisioni delle stime dell'*output gap*, e quindi della componente ciclica del saldo di bilancio, sono particolarmente profonde quando l'economia subisce shock inattesi. A titolo di esempio, nell'autunno del 2007 il PIL dell'area dell'euro per tale anno era considerato pressoché in linea con il suo potenziale. Ciò significa che la componente ciclica del saldo di bilancio dell'area dell'euro era stimata prossima allo zero. Tuttavia, quando in seguito l'economia dell'area dell'euro è stata colpita dalla crisi economica e finanziaria mondiale, questa interpretazione è cambiata. Ora si valuta che il prodotto fosse su un livello superiore a quello potenziale di circa il 2½ per cento; ciò comporta una componente ciclica positiva del saldo di bilancio pari approssimativamente all'1¼ per cento del PIL (cfr. figura A). Ne discende una revisione corrispondente, per l'anno in esame, della stima del disavanzo dell'area dell'euro corretto per gli effetti del ciclo economico (cfr. figura B).

Il secondo problema risiede nel fatto che la relazione effettiva tra le componenti cicliche del bilancio e il PIL è meno netta di quanto implicino le ipotesi sottostanti l'aggiustamento per gli

- 1) Cfr. D'Auria, F., C. Denis, K. Havik, K. McMorrow, C. Planas, R. Raciborski, W. Röger, "The production function methodology for calculating potential growth rates and output gaps", *European Economy*, Economic Paper della Commissione europea, n. 420, luglio 2010.
- 2) Cfr. Commissione europea, *New and updated budgetary sensitivities for the EU budgetary surveillance*, sito Internet della DG-ECFIN, settembre 2005.

Figura A Stime successive della componente ciclica¹⁾ del saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro per il 2007

(in percentuale del PIL)

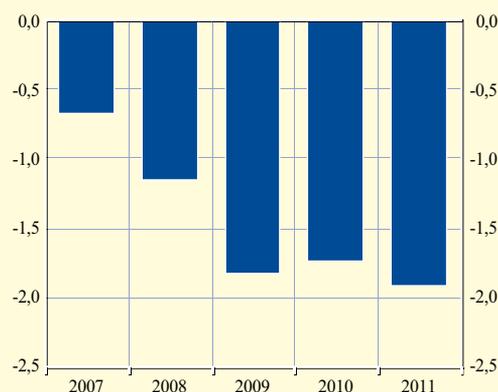


Fonte: Commissione europea.

1) Componente ciclica basata sul differenziale tra il prodotto effettivo e quello potenziale a prezzi di mercato costanti indicato nelle previsioni economiche di autunno formulate di anno in anno dalla Commissione europea.

Figura B Stime successive del saldo di bilancio corretto per gli effetti del ciclo¹⁾ delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro per il 2007

(in percentuale del PIL)



Fonte: Commissione europea.

1) Saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche corretto per gli effetti del ciclo in base al differenziale tra il prodotto effettivo e quello potenziale a prezzi di mercato costanti indicato nelle previsioni economiche di autunno formulate di anno in anno dalla Commissione europea.

effetti del ciclo economico. Innanzitutto, non è solo il livello complessivo ma anche la composizione del PIL a rivestire importanza in genere per le finanze pubbliche. Ad esempio, una crescita del PIL sospinta dalle esportazioni nette produrrà un gettito fiscale inferiore rispetto a quello connesso con una crescita trainata dalla domanda interna. La metodologia di correzione per il ciclo economico attualmente utilizzata per l'analisi dei conti pubblici all'interno del SEBC si propone di tenere conto di tali effetti di composizione del PIL³⁾. A tale scopo, in detto metodo le componenti cicliche sono calcolate in maniera distinta per le varie voci di entrata e di spesa sulla base dell'evoluzione della variabile macroeconomica (inclusa nella proiezione macroeconomica corrispondente) che meglio approssima l'effettiva base imponibile o spesa.

Le basi imponibili o la spesa effettive, tuttavia, tendono a essere molto diverse (e ad avere un comportamento molto differente) dagli aggregati macroeconomici che meglio le approssimano. Questo è imputabile a vari motivi, generalmente connessi con la natura complessa dei regimi fiscali e dei sistemi di welfare. Vi sono vari esempi al riguardo. In primo luogo, le imposte gravano in parte su redditi (ad esempio plusvalenze realizzate) e su spese (ad esempio acquisti di immobili residenziali esistenti) che non rientrano nel calcolo del PIL. In secondo luogo, nella contabilità nazionale la principale misura degli utili (il margine operativo) è un aggregato di utili e perdite di imprese e famiglie, benché nei regimi fiscali le perdite non siano soggette a un'imposizione negativa, ma siano invece riportate e compensate con utili negli anni successivi. In terzo luogo, non sono tanto gli aggregati ampi (come i consumi privati) quanto la loro composizione (ad esempio il consumo di carburante, tabacchi e alcolici) a determinare il gettito fiscale. In quarto luogo, gli esborsi per i sussidi di disoccupazione non dipendono soltanto dalla disoccupazione aggregata, ma dall'ammissibilità dei disoccupati al sussidio, che dipende di norma dai contributi sociali versati, dalla durata della disoccupazione, ecc. Le oscillazioni delle entrate e delle

3) Cfr. Bouthevillain et al., *Working Paper della BCE*, n. 77, Francoforte sul Meno, settembre 2001.



spese pubbliche causate da tali fattori non vengono colte nella componente ciclica del saldo di bilancio, anche se tali oscillazioni possono essere connesse direttamente o indirettamente con il ciclo economico. Le procedure standard per la correzione per gli effetti del ciclo economico non possono tenere conto di questi effetti perché le loro principali determinanti non vengono prese in esame nelle consuete proiezioni macroeconomiche.

Un'altra questione da tenere presente è che l'*output gap* è un concetto di volume, mentre le entrate e le spese dipendono dai valori nominali. L'aggiustamento per gli effetti del ciclo economico si propone di effettuare una correzione per l'evoluzione congiunturale reale e non per quella dei prezzi. In altri termini, si ipotizza che le oscillazioni dei prezzi non esercitino un'influenza significativa sul saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche. L'inflazione ha però rilevanza per le finanze pubbliche. Il motivo non ultimo risiede nel fatto che le voci di spesa sono di norma fissate in termini nominali, mentre molte imposte e prestazioni si adeguano automaticamente all'inflazione di prezzi e salari.

Conclusioni

Alla luce di quanto precede, il migliore modo di interpretare la componente ciclica del saldo di bilancio è probabilmente il seguente. Quest'ultima corrisponde alla componente del disavanzo o dell'avanzo che tenderà ad autocorreggersi nel tempo in seguito all'impatto del ciclo economico, nell'ipotesi che le attuali previsioni del PIL risultino esatte e che sussista una relazione stilizzata e stabile tra le componenti cicliche del bilancio e il PIL in futuro. Sulla base di tali ipotesi, per ridurre il disavanzo di bilancio corretto per gli effetti del ciclo economico occorre in genere una combinazione di maggiori imposte e/o una dinamica della spesa non ciclica inferiore al tasso di crescita potenziale o di trend dell'economia. Più in generale, va notato che molti fattori, tra i quali non solo quelli quasi ciclici sopra menzionati ma anche quelli non ciclici come l'invecchiamento della popolazione, eserciteranno un'influenza sul saldo di bilancio corretto per gli effetti del ciclo economico. Per una formulazione appropriata della politica di bilancio è importante prevedere tali fattori per quanto possibile e tenerne conto nel calibrare le decisioni di entrata e di spesa. È anche a causa dell'incertezza che caratterizza le stime dei saldi di bilancio corretti per gli effetti del ciclo economico che il rispetto dei limiti fissati per il disavanzo pubblico complessivo, in particolare il valore di riferimento del 3 per cento del PIL, rimane un elemento essenziale del Patto di stabilità e crescita.

Il 2 febbraio 2012 i paesi dell'area dell'euro hanno inoltre perfezionato il Trattato che istituisce lo European Stability Mechanism (ESM), meccanismo permanente che sostituirà o integrerà l'EFSSF. Questo nuovo meccanismo anticrisi intende salvaguardare la stabilità finanziaria nell'area dell'euro ed entrerà in vigore il 1° luglio 2012, un anno prima di quanto prospettato in origine. L'EFSSF e l'ESM dovrebbero avere una capacità di finanziamento pari a 500 miliardi di euro, la cui adeguatezza sarà esaminata dai capi di Stato o di governo alla riunione di fine marzo. Dal 1° marzo 2013 solo per i paesi dell'area dell'euro che hanno ratificato il Trattato sulla stabilità, il coordinamento e la *governance* nell'Unione economica e monetaria sarà possibile ricevere assistenza finanziaria nell'ambito del ESM.

Vi sono prime indicazioni del fatto che i mercati finanziari hanno riconosciuto i progressi compiuti nel risanamento dei conti pubblici nell'insieme dell'area dell'euro e soprattutto nei paesi vulnerabili, nonché gli sforzi per rafforzare il quadro di riferimento della *governance* per le politiche economiche e di bilancio dell'UE e, quindi, gli elementi fondanti della moneta unica. A tale riguar-

do, le tensioni nei mercati del debito sovrano si sono attenuate nei paesi dell'area dell'euro, come dimostra la riduzione del differenziale di rendimento dei titoli di Stato rispetto a quelli tedeschi (cfr. figura 61).

SFIDE PER LE POLITICHE DI BILANCIO

Il *fiscal compact*, incorporato nel nuovo Trattato sulla stabilità, il coordinamento e la *governance* nell'Unione economica e monetaria, è un passo nella giusta direzione. Insieme al cosiddetto six pack di riforma della *governance* economica e della finanza pubblica entrato in vigore nel dicembre 2011⁴⁾, esso costituisce un ulteriore impegno a rafforzare il quadro di riferimento per le politiche di bilancio sottostante l'UEM. Questi progressi verso una maggiore disciplina di bilancio, abbinati a ulteriori sforzi per accrescere la competitività, hanno contribuito a migliorare la fiducia dei mercati finanziari. Ciò nonostante, quest'ultima rimane fragile. I governi nell'area dell'euro devono quindi continuare ad attuare strategie organiche di risanamento dei conti pubblici e ottemperare a tutti gli impegni assunti nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. A tale proposito, il Semestre europeo del 2012 dovrebbe essere utilizzato per applicare con rigore il meccanismo rafforzato di sorveglianza dei conti pubblici. Nei programmi di stabilità del 2012, da presentare alla Commissione europea entro metà aprile, i paesi dell'area dell'euro dovrebbero specificare come intendano conformarsi al nuovo Trattato. Inoltre, i paesi sottoposti alla Procedura per i disavanzi eccessivi dovrebbero precisare le misure che si propongono di adottare per correggere i disavanzi eccessivi entro il termine fissato. Dovrebbero anche tenere conto delle raccomandazioni formulate dal Consiglio Ecofin nel contesto della valutazione dei programmi di stabilità presentati nel 2011. Gli sforzi di risanamento delle finanze pubbliche andrebbero incentrati su misure potenzialmente in grado di aumentare l'efficienza della spesa e la competitività, sostenendo così la crescita economica.

In prospettiva, saranno necessari ulteriori interventi ambiziosi volti a migliorare il quadro di riferimento per le politiche di bilancio e a compiere progressi verso un'autentica *fiscal stability union*. Insieme ai progressi già conseguiti, si avvierebbe così un circolo virtuoso di solide posizioni di bilancio, minori rischi per la sostenibilità del debito pubblico e una maggiore fiducia dei mercati finanziari.

4) Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro *Entra in vigore il quadro rafforzato per la governance economica dell'UE* nel numero di dicembre di questo Bollettino 2011.

Figura 61 Differenziale rispetto al rendimento dei titoli di Stato decennali tedeschi

(dati giornalieri; punti base)



STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO



INDICE ¹⁾

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro	S5
I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA	
1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema	S6
1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE	S7
1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante procedura d'asta	S8
1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità	S9
2 MONETA, BANCHE E ALTRE SOCIETÀ FINANZIARIE	
2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro	S10
2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro	S11
2.3 Statistiche monetarie	S12
2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM	S14
2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM	S17
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM	S20
2.7 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM	S21
2.8 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro	S22
2.9 Titoli di debito detenuti dai fondi di investimento, suddivisi per emittente	S23
2.10 Bilancio aggregato delle società veicolo finanziarie dell'area dell'euro	S24
2.11 Bilancio aggregato delle società di assicurazione e dei fondi pensione dell'area dell'euro	S25
3 CONTI DELL'AREA DELL'EURO	
3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale	S26
3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro	S30
3.3 Famiglie	S32
3.4 Società non finanziarie	S33
3.5 Società di assicurazione e fondi pensione	S34
4 MERCATI FINANZIARI	
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione	S35
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento	S36
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro	S38
4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
4.5 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro	S42
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario	S44
4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro	S45
4.8 Indici del mercato azionario	S46
5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO	
5.1 IAPC, altri prezzi e costi	S47
5.2 Produzione e domanda	S50
5.3 Mercato del lavoro	S54

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

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

Segni convenzionali nelle tavole

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



TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

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

1. Andamenti monetari e tassi di interesse¹⁾

	M1 ²⁾	M2 ²⁾	M3 ²⁾³⁾	M3 ²⁾³⁾ media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche ²⁾	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM ²⁾	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor; valori percentuali in ragione d'anno; valori medi)	Tassi a pronti a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno; fine periodo) ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8
2010	8,5	1,8	0,5	-	0,6	4,2	0,81	3,36
2011	2,0	2,3	2,2	-	2,4	1,0	1,39	2,65
2011 1° trim.	3,2	2,4	1,9	-	2,4	2,2	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	0,7	1,56	2,48
4° trim.	1,9	2,1	2,3	-	2,0	-0,2	1,50	2,65
2011 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	0,7	1,58	2,79
nov.	2,1	2,1	2,0	2,0	1,7	-0,8	1,48	3,07
dic.	1,6	1,8	1,5	2,0	1,0	-0,7	1,43	2,65
2012 gen.	2,0	2,3	2,5	.	1,1	.	1,22	2,67
feb.	.	.	.	.	.	.	1,05	2,59

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

	IAPC ¹⁾	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	PIL (dest.)	Produzione industriale (escluse costruzioni)	Utilizzo della capacità produttiva nell'industria mani- fatturiera (in perc.)	Occupazione (dest.)	Disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro; dest.)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2010	1,6	2,9	1,6	1,9	7,4	76,7	-0,5	10,1
2011	2,7	5,9	.	1,4	3,6	80,4	.	10,2
2011 2° trim.	2,8	6,3	3,3	1,6	4,1	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	.	0,7	-0,2	79,8	.	10,5
2011 set.	3,0	5,8	-	-	2,2	-	-	10,3
ott.	3,0	5,5	-	-	1,0	79,6	-	10,4
nov.	3,0	5,4	-	-	0,1	-	-	10,5
dic.	2,7	4,3	-	-	-2,0	-	-	10,6
2012 gen.	2,6	3,7	-	-	.	80,0	-	10,7
feb.	2,7	.	-	-	.	-	-	.

3. Statistiche sull'estero

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)			Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Posizione patrimoniale netta sull'estero (in percentuale del PIL)	Debito estero lordo (in percentuale del PIL)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-20 ⁶⁾ (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti e di portafoglio				Nominale	Reale (IPC)	
2010	-36,7	12,9	98,1	591,2	-13,4	120,4	103,6	101,6	1,3257
2011	-21,6	6,0	223,7	667,1	.	.	103,4	100,7	1,3920
2011 1° trim.	-27,8	-13,0	118,7	576,6	-13,4	117,5	102,7	100,1	1,3680
2° trim.	-20,4	-3,0	121,2	580,9	-14,1	119,4	105,2	102,6	1,4391
3° trim.	0,6	3,1	21,1	646,6	-13,8	123,0	103,5	100,7	1,4127
4° trim.	25,9	18,9	-37,4	667,1	.	.	102,1	99,4	1,3482
2011 set.	0,9	3,6	29,7	646,6	.	.	102,8	100,0	1,3770
ott.	4,1	1,7	-34,1	651,6	.	.	103,0	100,3	1,3706
nov.	4,1	6,7	-6,5	683,4	.	.	102,6	99,9	1,3556
dic.	17,7	10,5	3,2	667,1	.	.	100,8	98,1	1,3179
2012 gen.	.	.	.	702,4	.	.	98,9	96,4	1,2905
feb.	.	.	.	.	.	.	99,6	97,1	1,3224

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

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

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

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

3) M3 e le sue componenti non comprendono le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e le obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute da non residenti nell'area dell'euro.

4) Basati sulle curve dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro con rating AAA. Cfr. la sezione 4.7 per i dettagli.

5) I dati si riferiscono agli Euro 17, salvo diversa indicazione.

6) Per una definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali.



STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

I.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

1. Attività

	10 febbraio 2012	17 febbraio 2012	24 febbraio 2012	2 marzo 2012
Oro e crediti in oro	423.446	423.445	423.445	423.445
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	245.107	245.805	245.278	246.981
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	100.629	99.629	99.874	72.110
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	23.936	23.512	23.801	23.269
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	787.255	796.332	819.682	1.130.352
Operazioni di rifinanziamento principali	109.462	142.751	166.490	29.469
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	676.505	652.097	652.097	1.100.076
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	1.213	1.436	1.020	783
Crediti connessi a scarti di garanzia	74	48	75	24
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	70.338	69.197	64.663	59.261
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	624.299	624.679	626.474	631.714
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	282.686	283.029	283.609	284.080
Altri titoli	341.613	341.649	342.865	347.633
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	31.176	31.176	31.176	31.176
Altre attività	349.598	349.488	358.205	404.851
Attività totali	2.655.784	2.663.261	2.692.598	3.023.159

2. Passività

	10 febbraio 2012	17 febbraio 2012	24 febbraio 2012	2 marzo 2012
Banconote in circolazione	869.974	869.355	867.396	870.556
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	812.062	807.200	793.399	1.148.864
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	83.209	132.473	93.676	91.402
Depositi <i>overnight</i>	507.876	454.356	477.324	820.819
Depositi a tempo determinato	219.000	219.500	219.500	219.500
Operazioni temporanee di <i>fine tuning</i>	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	1.977	871	2.899	17.143
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	2.215	1.931	2.329	7.368
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	94.255	110.572	153.640	147.146
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	118.781	118.157	115.851	90.890
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	5.014	4.701	4.771	4.413
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	7.319	7.401	7.337	7.861
Contropartite dei DSP dell'FMI	55.942	55.942	55.942	55.942
Altre passività	214.318	212.316	215.914	213.100
Rivalutazioni	394.028	394.029	394.029	394.029
Capitale e riserve	81.877	81.657	81.990	82.990
Passività totali	2.655.784	2.663.261	2.692.598	3.023.159

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

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

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

Fonte: BCE.

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

1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante procedura d'asta ^{1), 2)}

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso		Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Operazioni di rifinanziamento principali									
2011 30 nov.	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
15	142.751	160	142.751	1,00	-	-	-	-	7
22	166.490	169	166.490	1,00	-	-	-	-	7
29	29.469	83	29.469	1,00	-	-	-	-	7
7 mar.	17.541	65	17.541	1,00	-	-	-	-	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine									
2011 27 ott. ⁵⁾	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.	38.620	108	38.620	1,26	-	-	-	-	91
14	41.150	42	41.150	1,00	-	-	-	-	35
22 ⁵⁾	29.741	72	29.741	-	-	-	-	-	98
22 ⁵⁾⁶⁾	489.191	523	489.191	-	-	-	-	-	1.134
2012 18 gen.	38.734	44	38.734	1,00	-	-	-	-	28
26 ⁵⁾	19.580	54	19.580	-	-	-	-	-	91
15 feb.	14.325	18	14.325	1,00	-	-	-	-	28
1 mar. ⁵⁾	6.496	30	6.496	-	-	-	-	-	91
1 ⁵⁾⁶⁾	529.531	800	529.531	-	-	-	-	-	1.092

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso		Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso massimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2011 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
8	Raccolta di depositi a tempo determinato	344.328	97	219.000	-	-	1,00	0,28	0,27	7
15	Raccolta di depositi a tempo determinato	351.861	97	219.500	-	-	1,00	0,28	0,27	7
22	Raccolta di depositi a tempo determinato	372.243	91	219.500	-	-	1,00	0,27	0,27	7
29	Raccolta di depositi a tempo determinato	331.939	79	219.500	-	-	1,00	0,27	0,26	7
7 mar.	Raccolta di depositi a tempo determinato	452.118	106	219.500	-	-	1,00	0,26	0,26	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, purché 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 ¹⁾	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva positivo ²⁾		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	18.970,1	9.790,9	687,7	2.781,2	1.303,5	4.406,8
2011 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
dic.	18.970,1	9.790,9	687,7	2.781,2	1.303,5	4.406,8

2. Assolvimento dell'obbligo di riserva

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
2008	217,2	218,7	1,5	0,0	3,25
2009	210,2	211,4	1,2	0,0	1,00
2010	211,8	212,5	0,7	0,5	1,00
2011	207,7	212,2	4,5	0,0	1,25
2011 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	108,1	4,7	0,0	1,00
13 mar.	104,3	.	.	.	.

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 ³⁾	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità ⁴⁾	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	
2008	580,5	337,3	457,2	2,7	0,0	200,9	4,9	731,1	107,8	114,3	218,7	1.150,7
2009	407,6	55,8	593,4	0,7	24,6	65,7	9,9	775,2	150,1	-130,2	211,4	1.052,3
2010	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1.073,1
2011	622,1	238,0	389,0	4,4	260,3	253,7	200,5	869,4	63,8	-85,9	212,2	1.335,3
2011 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
14 feb.	698,3	120,6	683,6	2,3	282,4	489,0	218,5	870,1	100,1	1,6	108,1	1.467,1

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 ¹⁾

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività ³⁾
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2010	3.212,4	1.551,0	18,6	0,9	1.531,5	574,4	463,8	9,4	101,2	-	18,1	684,1	8,5	376,3
2011	4.701,5	2.728,6	18,0	1,0	2.709,6	716,9	600,3	10,9	105,7	-	19,9	779,2	8,8	448,2
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.	4.701,5	2.728,6	18,0	1,0	2.709,6	716,9	600,3	10,9	105,7	-	19,9	779,2	8,8	448,2
2011 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.	4.701,5	2.728,6	18,0	1,0	2.709,6	716,9	600,3	10,9	105,7	-	19,9	779,2	8,8	448,2
2012 gen. ⁴⁾	4.741,5	2.761,9	18,0	1,0	2.743,0	730,4	613,8	11,0	105,6	-	20,2	808,8	8,8	411,3
IFM escluso l'Eurosistema														
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	3.657,9
2011	33.542,4	18.488,2	1.160,0	11.162,2	6.166,0	4.766,8	1.397,5	1.517,9	1.851,5	50,2	1.213,4	4.252,0	233,2	4.538,5
2011 3° trim.	33.661,6	18.445,7	1.145,8	11.296,1	6.003,8	4.674,6	1.416,1	1.458,8	1.799,8	58,4	1.229,9	4.420,8	230,3	4.601,8
4° trim.	33.542,4	18.488,2	1.160,0	11.162,2	6.166,0	4.766,8	1.397,5	1.517,9	1.851,5	50,2	1.213,4	4.252,0	233,2	4.538,5
2011 ott.	33.344,4	18.448,9	1.145,5	11.266,3	6.037,1	4.716,8	1.393,8	1.519,1	1.804,0	55,9	1.226,6	4.268,1	230,9	4.397,1
nov.	33.392,7	18.538,6	1.144,3	11.251,7	6.142,6	4.710,5	1.381,8	1.523,7	1.805,0	56,3	1.228,2	4.277,3	231,5	4.350,3
dic.	33.542,4	18.488,2	1.160,0	11.162,2	6.166,0	4.766,8	1.397,5	1.517,9	1.851,5	50,2	1.213,4	4.252,0	233,2	4.538,5
2012 gen. ⁴⁾	33.737,5	18.524,9	1.157,0	11.194,7	6.173,2	4.837,7	1.448,1	1.521,1	1.868,5	51,7	1.233,5	4.230,9	231,2	4.627,5

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ⁴⁾	Obbligazioni ⁵⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività ³⁾
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
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	4.701,5	913,7	2.609,5	63,8	12,1	2.533,6	-	0,0	483,4	287,7	407,2
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.	4.701,5	913,7	2.609,5	63,8	12,1	2.533,6	-	0,0	483,4	287,7	407,2
2011 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.	4.701,5	913,7	2.609,5	63,8	12,1	2.533,6	-	0,0	483,4	287,7	407,2
2012 gen. ⁴⁾	4.741,5	893,6	2.666,9	108,7	9,8	2.548,4	-	0,0	524,3	245,1	411,6
IFM escluso l'Eurosistema											
2010	32.199,5	-	16.497,6	196,2	10.526,4	5.774,9	612,3	4.847,4	2.045,5	4.218,2	3.978,5
2011	33.542,4	-	17.267,4	195,5	10.752,6	6.319,3	570,5	5.008,1	2.234,1	3.802,4	4.660,0
2011 3° trim.	33.661,6	-	17.079,4	211,4	10.783,6	6.084,4	607,5	4.955,3	2.203,5	4.030,8	4.785,0
4° trim.	33.542,4	-	17.267,4	195,5	10.752,6	6.319,3	570,5	5.008,1	2.234,1	3.802,4	4.660,0
2011 ott.	33.344,4	-	17.073,6	195,5	10.763,2	6.114,9	596,6	4.923,3	2.203,5	3.950,4	4.597,0
nov.	33.392,7	-	17.113,5	203,8	10.726,1	6.183,6	603,2	4.943,7	2.204,2	3.969,5	4.558,7
dic.	33.542,4	-	17.267,4	195,5	10.752,6	6.319,3	570,5	5.008,1	2.234,1	3.802,4	4.660,0
2012 gen. ⁴⁾	33.737,5	-	17.274,4	210,5	10.765,0	6.298,9	547,4	5.014,7	2.258,3	3.858,2	4.784,5

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 ¹⁾
(miliardi di euro; dati di fine periodo per le consistenze; transazioni nel periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività ²⁾
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2010	25.811,8	12.267,4	1.240,4	11.027,0	3.526,1	1.988,0	1.538,1	799,9	5.007,5	232,0	3.979,1
2011	26.810,6	12.341,2	1.178,0	11.163,2	3.526,5	1.997,8	1.528,7	739,1	5.031,2	242,0	4.930,6
2011 3° trim.	27.052,7	12.460,8	1.163,8	11.297,0	3.430,0	1.960,4	1.469,6	752,4	5.188,2	239,0	4.982,2
4° trim.	26.810,6	12.341,2	1.178,0	11.163,2	3.526,5	1.997,8	1.528,7	739,1	5.031,2	242,0	4.930,6
2011 ott.	26.707,0	12.430,7	1.163,5	11.267,2	3.475,5	1.945,6	1.529,9	751,7	5.025,8	239,7	4.783,7
nov.	26.705,6	12.415,0	1.162,3	11.252,7	3.493,0	1.958,3	1.534,7	753,9	5.061,8	240,2	4.741,7
dic.	26.810,6	12.341,2	1.178,0	11.163,2	3.526,5	1.997,8	1.528,7	739,1	5.031,2	242,0	4.930,6
2012 gen. ^(p)	26.981,8	12.370,6	1.174,9	11.195,7	3.594,1	2.062,0	1.532,1	749,2	5.039,7	240,0	4.988,1
Transazioni											
2010	598,4	412,8	206,3	206,5	142,3	144,8	-2,5	5,7	-110,4	2,4	145,4
2011	1.014,9	49,9	-58,8	108,8	144,0	163,1	-19,1	-33,0	-34,9	8,1	880,3
2011 3° trim.	1.379,5	46,1	-6,9	53,0	30,7	37,1	-6,4	-23,2	19,6	1,6	1.304,6
4° trim.	-254,8	-102,1	13,5	-115,7	95,2	56,2	38,9	-14,3	-173,3	3,7	-64,4
2011 ott.	-252,3	0,1	-0,3	0,3	40,3	-0,8	41,2	-4,7	-89,9	0,6	-198,7
nov.	-76,5	-20,7	-1,3	-19,3	43,3	39,6	3,7	5,5	-63,3	0,6	-41,9
dic.	74,0	-81,5	15,1	-96,7	11,6	17,5	-5,9	-15,1	-20,1	2,5	176,1
2012 gen. ^(p)	235,0	36,2	-3,0	39,2	68,7	60,1	8,6	9,6	17,7	-1,7	105,0

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle amministrazioni centrali	Depositi di altre amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ³⁾	Obbligazioni ⁴⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività ²⁾	Eccesso di passività tra IFM rispetto alle attività
Consistenze										
2010	25.811,8	808,6	264,2	10.535,1	552,4	2.860,4	2.022,7	4.372,0	4.350,2	46,3
2011	26.810,6	857,5	259,2	10.764,7	520,3	3.050,9	2.223,3	4.090,1	5.067,2	-22,7
2011 3° trim.	27.052,7	831,2	261,5	10.790,2	549,0	3.050,8	2.183,9	4.220,3	5.182,4	-16,5
4° trim.	26.810,6	857,5	259,2	10.764,7	520,3	3.050,9	2.223,3	4.090,1	5.067,2	-22,7
2011 ott.	26.707,0	837,5	261,9	10.773,8	540,7	3.014,6	2.187,1	4.127,9	4.998,3	-34,8
nov.	26.705,6	841,4	264,6	10.738,1	546,9	3.034,3	2.200,9	4.147,6	4.960,5	-28,8
dic.	26.810,6	857,5	259,2	10.764,7	520,3	3.050,9	2.223,3	4.090,1	5.067,2	-22,7
2012 gen. ^(p)	26.981,8	843,0	319,2	10.774,8	495,7	3.040,6	2.278,1	4.103,3	5.196,1	-68,8
Transazioni										
2010	598,4	38,6	11,8	331,6	-98,2	41,6	99,9	-25,5	145,9	52,6
2011	1.014,9	49,1	-0,9	174,4	-26,6	57,3	137,6	-197,5	891,8	-70,3
2011 3° trim.	1.379,5	11,5	-77,5	104,7	6,3	-16,4	49,7	-11,6	1.339,8	-26,9
4° trim.	-254,8	26,4	-2,2	-32,2	-6,6	-41,3	48,5	-116,7	-104,4	-26,2
2011 ott.	-252,3	6,3	0,5	-7,8	-8,4	-18,0	4,1	-39,1	-178,8	-11,2
nov.	-76,5	3,9	2,7	-45,9	6,5	-8,8	18,3	-43,4	-19,9	10,1
dic.	74,0	16,2	-5,4	21,5	-4,7	-14,5	26,1	-34,3	94,2	-25,1
2012 gen. ^(p)	235,0	-14,4	59,9	13,1	8,0	-14,9	8,0	58,7	128,0	-11,5

Fonte: BCE.

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

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

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

1. Aggregati monetari ²⁾ e loro contropartite

	M1		M2		M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro			Attività nette sull'estero ³⁾				
	1	2	3	4	5				6	7	8		9	10	11	12
Consistenze																
2010	4.698,5	3.696,2	8.394,8	1.127,5	9.522,3	-	7.313,6	3.270,5	13.379,2	11.047,8	-	617,3				
2011	4.780,9	3.789,3	8.570,2	1.146,1	9.716,3	-	7.728,5	3.220,1	13.445,8	11.184,7	-	922,2				
2011 3° trim.	4.783,5	3.821,2	8.604,7	1.233,0	9.837,8	-	7.709,2	3.121,0	13.505,1	11.267,6	-	961,8				
2011 4° trim.	4.780,9	3.789,3	8.570,2	1.146,1	9.716,3	-	7.728,5	3.220,1	13.445,8	11.184,7	-	922,2				
2011 ott.	4.769,3	3.809,6	8.579,0	1.204,6	9.783,6	-	7.711,7	3.106,5	13.555,4	11.261,0	-	886,4				
2011 nov.	4.786,6	3.802,4	8.589,0	1.184,8	9.773,9	-	7.724,5	3.125,0	13.522,8	11.249,4	-	905,5				
2011 dic.	4.780,9	3.789,3	8.570,2	1.146,1	9.716,3	-	7.728,5	3.220,1	13.445,8	11.184,7	-	922,2				
2012 gen. ⁴⁾	4.783,9	3.836,2	8.620,1	1.138,8	9.758,9	-	7.780,7	3.251,9	13.498,0	11.214,8	-	922,4				
Transazioni																
2010	194,7	-12,8	181,9	-24,7	157,2	-	252,4	355,2	209,3	207,6	264,5	-84,9				
2011	76,2	72,0	148,2	-4,8	143,4	-	219,6	105,4	57,4	109,4	135,3	162,0				
2011 3° trim.	57,0	35,6	92,6	72,0	164,6	-	69,3	62,6	43,9	57,0	68,8	24,5				
2011 4° trim.	-4,0	-37,4	-41,4	-75,7	-117,1	-	-1,8	117,0	-62,4	-64,8	-28,5	-69,4				
2011 ott.	-10,6	-7,9	-18,4	-27,7	-46,1	-	22,3	-0,5	57,3	23,5	52,5	-56,2				
2011 nov.	16,2	-13,5	2,7	-20,2	-17,5	-	-13,5	45,4	-35,3	-16,4	-13,7	-17,1				
2011 dic.	-9,6	-16,0	-25,6	-27,8	-53,4	-	-10,5	72,1	-84,3	-71,9	-67,4	3,9				
2012 gen. ⁴⁾	4,6	47,7	52,4	16,0	68,4	-	11,5	27,7	63,6	36,8	42,7	-36,2				
Variazioni percentuali																
2010	4,3	-0,4	2,2	-2,2	1,7	1,8	3,6	12,1	1,6	1,9	2,4	-84,9				
2011	1,6	1,9	1,8	-0,5	1,5	2,0	3,0	3,5	0,4	1,0	1,2	162,0				
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	194,1				
2011 4° trim.	1,6	1,9	1,8	-0,5	1,5	2,0	3,0	3,5	0,4	1,0	1,2	162,0				
2011 ott.	1,7	2,3	1,9	7,9	2,6	2,5	4,3	-0,4	2,1	2,7	3,0	226,8				
2011 nov.	2,1	2,1	2,1	0,9	2,0	2,0	3,4	0,3	0,9	1,7	1,9	198,7				
2011 dic.	1,6	1,9	1,8	-0,5	1,5	2,0	3,0	3,5	0,4	1,0	1,2	162,0				
2012 gen. ⁴⁾	2,0	2,6	2,3	4,3	2,5	.	2,8	4,8	0,7	1,1	1,5	106,9				

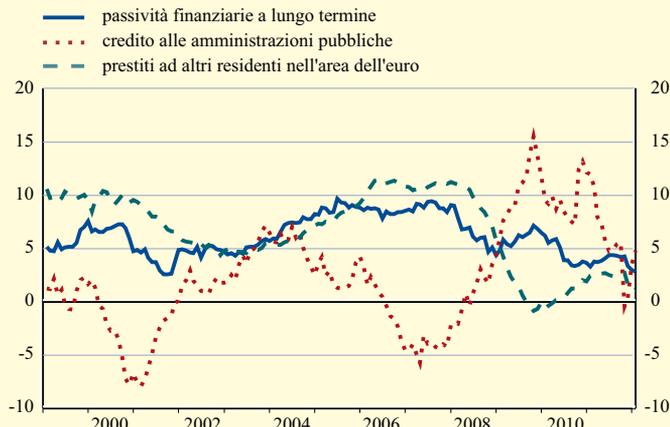
F1 Aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F2 Contropartite ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali. I tassi di crescita mensili e a più breve termine sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/aggr/html/index.en.html>.

2) Gli aggregati monetari comprendono le passività monetarie delle IFM e delle amministrazioni centrali (Poste, Tesoro, ecc.) nei confronti dei residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM e dalle amministrazioni centrali. Per le definizioni di M1, M2 e M3 cfr. il Glossario.

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

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

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

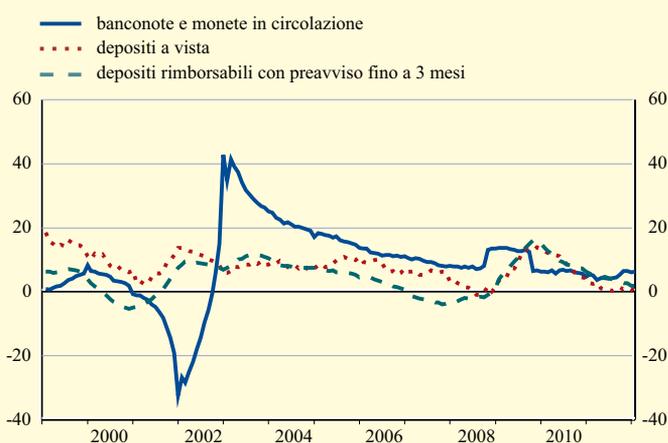
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

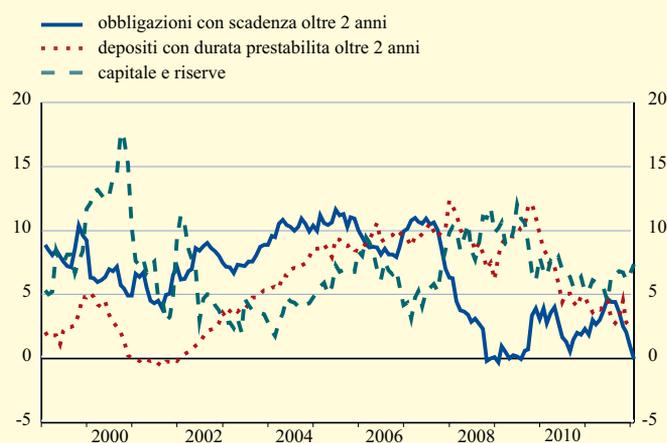
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi 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	433,9	570,2	123,4	2.753,4	118,4	2.436,0	2.005,8
2011	842,1	3.938,8	1.828,1	1.961,2	402,1	537,0	207,1	2.861,5	114,9	2.548,1	2.203,9
2011 3° trim.	832,3	3.951,2	1.862,7	1.958,6	508,8	552,6	171,6	2.878,6	119,4	2.529,6	2.181,7
4° trim.	842,1	3.938,8	1.828,1	1.961,2	402,1	537,0	207,1	2.861,5	114,9	2.548,1	2.203,9
2011 ott.	843,3	3.926,1	1.846,1	1.963,5	486,9	545,7	172,1	2.840,1	118,6	2.568,5	2.184,4
nov.	847,3	3.939,4	1.826,4	1.976,0	465,3	545,6	173,9	2.866,1	115,6	2.551,1	2.191,7
dic.	842,1	3.938,8	1.828,1	1.961,2	402,1	537,0	207,1	2.861,5	114,9	2.548,1	2.203,9
2012 gen. ^(p)	851,9	3.932,0	1.875,9	1.960,3	432,8	500,2	205,8	2.841,4	114,0	2.555,2	2.270,0
Transazioni											
2010	36,0	158,7	-125,7	112,9	95,4	-101,2	-18,9	61,8	-14,1	108,3	96,5
2011	48,7	27,5	34,9	37,1	-10,8	-27,2	33,3	25,2	-2,5	62,1	134,8
2011 3° trim.	16,9	40,0	15,1	20,5	74,6	7,3	-10,0	-1,3	-0,4	23,0	47,9
4° trim.	9,8	-13,8	-35,5	-1,9	-104,5	7,3	21,5	-44,7	-3,5	15,1	31,3
2011 ott.	11,0	-21,5	-12,9	5,1	-21,6	-6,9	0,8	-20,6	-0,7	39,9	3,7
nov.	4,0	12,2	-21,4	8,0	-21,8	0,1	1,5	-2,2	-2,1	-21,0	11,7
dic.	-5,1	-4,4	-1,1	-14,9	-61,1	14,1	19,2	-21,9	-0,7	-3,8	15,8
2012 gen. ^(p)	9,9	-5,3	48,3	-0,5	30,6	-3,9	-10,7	-15,3	-0,8	8,0	19,5
Variazioni percentuali											
2010	4,8	4,2	-6,6	6,3	28,3	-15,1	-13,8	2,3	-10,7	4,7	5,2
2011	6,1	0,7	2,0	1,9	-2,6	-4,7	24,2	0,9	-2,1	2,5	6,6
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.	6,1	0,7	2,0	1,9	-2,6	-4,7	24,2	0,9	-2,1	2,5	6,6
2011 ott.	6,5	0,7	1,9	2,6	34,8	-8,5	7,7	2,5	-1,1	4,5	6,7
nov.	6,5	1,2	1,5	2,6	12,7	-9,5	12,6	2,1	-2,0	2,8	6,1
dic.	6,1	0,7	2,0	1,9	-2,6	-4,7	24,2	0,9	-2,1	2,5	6,6
2012 gen. ^(p)	6,2	1,2	3,4	1,9	11,3	-2,2	11,6	0,0	-2,9	2,6	7,4

F3 Componenti degli aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)


F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

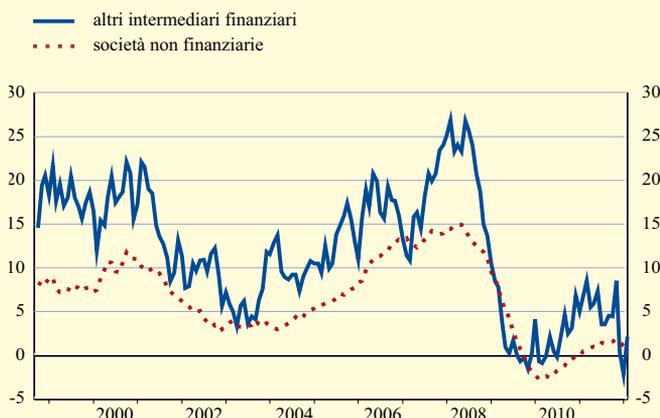
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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 ³⁾				
	Totale	Totale	Totale	Prestiti corretti per cessioni e cartolarizzazioni ⁴⁾	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti	
												Prestiti corretti per cessioni e cartolarizzazioni ⁴⁾
	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	91,6	1.138,0	4.721,6	-	1.146,8	861,2	2.713,6	5.233,5	-	626,1	3.778,1	829,2
2011 3° trim.	97,0	1.140,7	4.760,9	-	1.178,0	870,2	2.712,7	5.269,0	-	627,6	3.805,8	835,6
4° trim.	91,6	1.138,0	4.721,6	-	1.146,8	861,2	2.713,6	5.233,5	-	626,1	3.778,1	829,2
2011 ott.	93,7	1.176,7	4.760,4	-	1.180,5	868,0	2.711,9	5.230,2	-	626,7	3.768,1	835,4
nov.	92,5	1.159,2	4.756,6	-	1.175,4	865,3	2.715,8	5.241,2	-	625,8	3.780,0	835,4
dic.	91,6	1.138,0	4.721,6	-	1.146,8	861,2	2.713,6	5.233,5	-	626,1	3.778,1	829,2
2012 gen. ⁶⁾	87,0	1.171,0	4.716,5	-	1.146,1	853,1	2.717,4	5.240,2	-	627,3	3.782,0	830,9
Transazioni												
2010	7,0	55,7	-2,2	45,6	-37,5	-26,3	61,6	147,0	155,7	-7,6	133,6	21,0
2011	0,5	-23,1	52,0	57,3	22,4	-26,9	56,5	80,0	100,6	-12,6	84,5	8,1
2011 3° trim.	8,5	18,8	24,1	24,9	-0,7	1,3	23,4	5,7	17,1	-3,1	7,3	1,5
4° trim.	-5,5	-7,0	-36,3	-34,3	-27,6	-8,1	-0,6	-16,0	18,6	-1,1	-11,1	-3,8
2011 ott.	-3,2	38,0	6,8	8,4	4,5	-0,3	2,5	-18,0	9,5	-1,0	-17,8	0,8
nov.	-1,3	-17,0	-7,6	-7,2	-6,2	-3,2	1,7	9,6	12,1	-0,7	9,5	0,7
dic.	-0,9	-28,0	-35,5	-35,6	-26,0	-4,6	-4,9	-7,5	-3,1	0,6	-2,8	-5,3
2012 gen. ⁶⁾	-4,4	33,9	-1,2	-0,8	0,8	-7,3	5,3	8,4	14,0	2,1	4,2	2,2
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	0,8	-2,0	1,1	1,2	2,0	-3,0	2,1	1,5	1,9	-2,0	2,3	1,0
2011 3° trim.	9,8	4,5	1,6	2,2	4,0	-3,7	2,3	2,9	2,6	-1,9	3,9	2,3
4° trim.	0,8	-2,0	1,1	1,2	2,0	-3,0	2,1	1,5	1,9	-2,0	2,3	1,0
2011 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.	0,6	0,4	1,5	1,8	3,7	-3,2	2,2	2,1	2,3	-2,3	3,0	1,6
dic.	0,8	-2,0	1,1	1,2	2,0	-3,0	2,1	1,5	1,9	-2,0	2,3	1,0
2012 gen. ⁶⁾	-2,4	2,3	0,7	0,8	0,7	-3,6	2,2	1,3	2,1	-1,6	1,8	1,1

F5 Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



F6 Prestiti alle famiglie ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

4) Correzione effettuata per la cancellazione dei prestiti dal bilancio delle FMI a causa della loro cessione o cartolarizzazione.

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

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

2. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione				Altri intermediari finanziari				Società non finanziarie				
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Consistenze												
2011	83,4	63,7	6,3	13,4	1.115,3	155,6	579,4	213,5	322,4	4.720,8	1.139,4	860,8	2.720,6
2011 3° trim.	98,3	78,8	5,2	14,2	1.168,0	178,2	631,3	207,4	329,3	4.754,8	1.176,5	870,6	2.707,8
4° trim.	83,4	63,7	6,3	13,4	1.115,3	155,6	579,4	213,5	322,4	4.720,8	1.139,4	860,8	2.720,6
2011 nov. dic.	92,9	73,8	5,3	13,8	1.158,0	186,8	623,9	213,5	320,6	4.757,8	1.177,2	864,9	2.715,8
2012 gen. ^(p)	83,4	63,7	6,3	13,4	1.115,3	155,6	579,4	213,5	322,4	4.720,8	1.139,4	860,8	2.720,6
2012 gen. ^(p)	84,5	65,1	6,1	13,3	1.151,5	178,3	603,7	223,2	324,5	4.722,4	1.150,1	851,5	2.720,9
	Transazioni												
2011	1,1	1,9	1,1	-2,0	-24,1	12,8	-19,9	-10,2	6,0	51,1	21,7	-27,0	56,4
2011 3° trim.	7,6	7,5	0,0	0,0	31,1	25,2	26,7	1,0	3,3	9,9	-11,4	0,3	21,0
4° trim.	-15,0	-15,2	1,0	-0,8	-57,0	-22,6	-55,9	4,5	-5,7	-31,1	-33,6	-8,8	11,3
2011 nov. dic.	-2,5	-2,4	0,0	-0,1	-28,7	-25,4	-26,3	6,6	-9,0	3,4	1,9	-4,0	5,4
2012 gen. ^(p)	-9,5	-10,2	1,0	-0,3	-49,5	-31,2	-48,4	-1,7	0,6	-37,5	-35,1	-4,6	2,2
2012 gen. ^(p)	1,3	1,5	-0,2	0,0	37,1	22,7	25,5	9,8	1,8	5,6	12,2	-8,4	1,8
	Variazioni percentuali												
2011	1,1	2,6	21,7	-13,3	-2,1	8,9	-3,3	-4,9	1,9	1,1	1,9	-3,0	2,1
2011 3° trim.	9,9	15,2	-7,0	-8,1	4,5	20,2	6,4	-4,5	7,1	1,6	4,1	-3,7	2,3
4° trim.	1,1	2,6	21,7	-13,3	-2,1	8,9	-3,3	-4,9	1,9	1,1	1,9	-3,0	2,1
2011 nov. dic.	0,4	3,7	-8,3	-11,4	0,4	8,9	0,2	-2,0	2,5	1,6	3,8	-3,1	2,2
2012 gen. ^(p)	1,1	2,6	21,7	-13,3	-2,1	8,9	-3,3	-4,9	1,9	1,1	1,9	-3,0	2,1
2012 gen. ^(p)	-2,7	-2,1	19,6	-13,4	2,1	25,2	1,5	3,3	2,5	0,7	0,8	-3,6	2,2

3. Prestiti alle famiglie ³⁾

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti				
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Consistenze													
2011	5.242,8	628,4	140,9	183,8	303,8	3.784,3	14,5	56,6	3.713,2	830,0	419,7	142,7	87,5	599,8
2011 3° trim.	5.274,9	629,7	138,6	186,3	304,8	3.809,8	14,4	56,6	3.738,8	835,4	409,7	147,5	87,9	600,1
4° trim.	5.242,8	628,4	140,9	183,8	303,8	3.784,3	14,5	56,6	3.713,2	830,0	419,7	142,7	87,5	599,8
2011 nov. dic.	5.243,1	627,0	137,7	184,6	304,7	3.777,3	14,4	56,8	3.706,2	838,7	410,0	150,5	87,2	601,0
2012 gen. ^(p)	5.242,8	628,4	140,9	183,8	303,8	3.784,3	14,5	56,6	3.713,2	830,0	419,7	142,7	87,5	599,8
2012 gen. ^(p)	5.236,3	624,4	140,1	182,5	301,8	3.781,9	14,2	56,7	3.711,0	830,0	418,6	143,2	87,3	599,6
	Transazioni													
2011	80,6	-12,6	-4,1	-6,5	-2,0	85,1	-0,2	2,7	82,6	8,1	8,8	-6,1	-2,4	16,6
2011 3° trim.	4,5	-4,6	-2,4	-0,8	-1,4	13,1	-0,2	1,2	12,2	-4,1	-1,3	-5,8	-0,8	2,6
4° trim.	-12,5	-0,8	1,9	-2,1	-0,7	-8,9	0,3	0,4	-9,6	-2,8	10,1	-4,7	-0,1	2,1
2011 nov. dic.	8,5	-2,0	-1,2	-0,4	-0,4	4,0	0,0	0,3	3,7	6,4	1,6	4,6	-0,1	2,0
2012 gen. ^(p)	-0,1	1,8	3,1	-0,9	-0,4	6,0	0,4	-0,1	5,6	-7,9	9,9	-7,8	0,3	-0,4
2012 gen. ^(p)	-4,8	-3,2	-0,7	-0,6	-1,8	-2,1	-0,3	0,0	-1,9	0,5	-0,9	0,6	-0,1	0,0
	Variazioni percentuali													
2011	1,6	-2,0	-2,8	-3,5	-0,7	2,3	-1,7	5,1	2,3	1,0	2,1	-4,1	-2,7	2,8
2011 3° trim.	2,9	-1,9	-2,0	-3,6	-0,8	3,9	-3,2	0,5	3,9	2,3	0,0	-0,1	-3,7	3,8
4° trim.	1,6	-2,0	-2,8	-3,5	-0,7	2,3	-1,7	5,1	2,3	1,0	2,1	-4,1	-2,7	2,8
2011 nov. dic.	2,1	-2,2	-3,5	-3,7	-0,7	3,0	-4,0	0,3	3,0	1,6	-0,6	-1,4	-3,5	3,2
2012 gen. ^(p)	1,6	-2,0	-2,8	-3,5	-0,7	2,3	-1,7	5,1	2,3	1,0	2,1	-4,1	-2,7	2,8
2012 gen. ^(p)	1,3	-1,6	-1,3	-2,9	-0,9	1,9	-1,1	5,5	1,8	1,1	2,4	-3,0	-2,2	2,7

Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2010	1.221,8	397,5	225,2	553,0	46,1	2.963,0	2.010,9	952,1	49,5	902,6
2011 ^(p)	1.160,0	348,1	221,9	567,7	21,8	3.019,8	2.021,4	998,4	62,6	935,8
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.	1.145,8	343,5	224,0	553,7	24,7	3.155,0	2.132,4	1.022,7	62,7	960,0
4° trim. ^(p)	1.160,0	348,1	221,9	567,7	21,8	3.019,8	2.021,4	998,4	62,6	935,8
Transazioni										
2010	207,2	156,3	14,9	24,1	11,9	6,3	8,3	-2,3	0,6	-3,0
2011 ^(p)	-58,2	-46,3	-0,1	11,1	-23,4	15,2	-27,1	42,2	13,1	29,1
2011 1° trim.	-28,2	-34,3	4,4	4,9	-3,2	56,3	0,2	56,1	6,9	49,1
2° trim.	-36,5	-13,0	-6,5	-2,1	-14,9	44,5	21,8	22,7	6,1	16,6
3° trim.	-7,1	-3,3	0,6	-2,0	-2,4	65,5	58,9	6,3	1,4	5,0
4° trim. ^(p)	13,5	4,3	1,4	10,3	-3,0	-151,0	-108,0	-42,9	-1,3	-41,6
Variazioni percentuali										
2010	20,6	67,1	7,1	4,6	35,1	0,6	0,5	-0,1	0,8	-0,2
2011 ^(p)	-4,8	-11,7	-0,1	2,0	-51,9	0,6	-1,2	4,5	27,0	3,2
2011 1° trim.	14,3	44,7	9,6	3,4	0,6	0,6	-0,7	2,3	16,3	1,5
2° trim.	7,1	34,4	-1,1	1,4	-38,6	2,6	0,5	6,6	30,4	5,4
3° trim.	6,2	29,1	0,0	1,8	-43,3	5,2	4,0	7,4	24,6	6,4
4° trim. ^(p)	-4,8	-11,7	-0,1	2,0	-51,9	0,6	-1,2	4,5	27,0	3,2

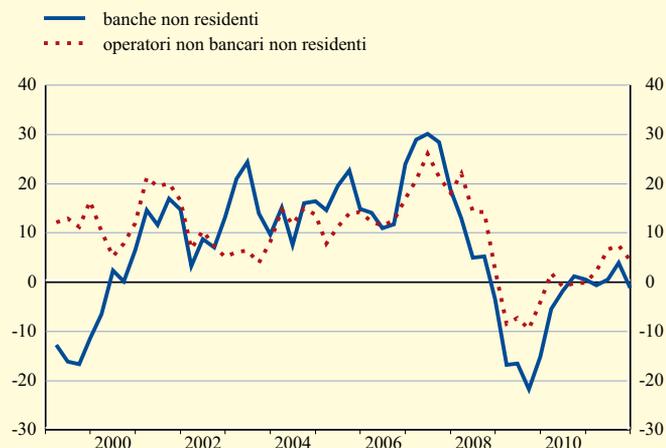
F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

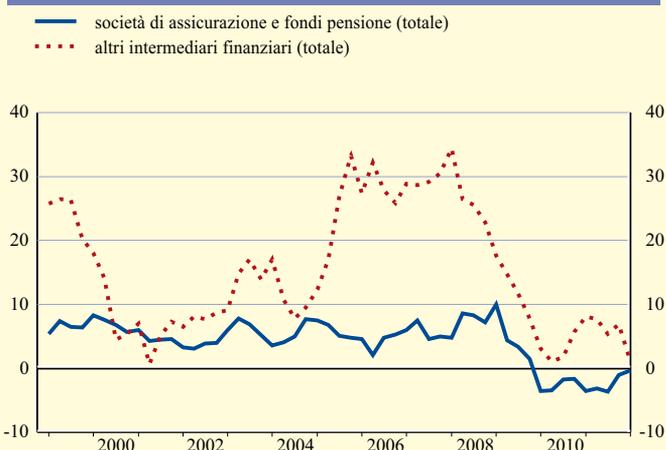
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari							
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	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		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
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	704,3	92,1	79,9	512,7	4,0	0,2	15,5	2.220,5	389,8	284,9	1.190,8	14,7	0,5	339,8	259,8
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	339,4
4° trim.	704,3	92,1	79,9	512,7	4,0	0,2	15,5	2.220,5	389,8	284,9	1.190,8	14,7	0,5	339,8	259,8
2011 ott.	721,4	93,2	85,2	520,3	3,8	0,2	18,7	2.298,4	382,0	295,4	1.187,9	10,9	0,4	421,7	325,4
nov.	707,3	88,4	79,7	517,9	4,2	0,2	16,9	2.282,1	395,6	287,9	1.182,3	19,1	0,4	396,7	304,0
dic.	704,3	92,1	79,9	512,7	4,0	0,2	15,5	2.220,5	389,8	284,9	1.190,8	14,7	0,5	339,8	259,8
2012 gen. ^(p)	719,8	108,9	83,4	509,4	4,0	0,2	13,7	2.249,8	415,6	272,1	1.189,5	12,7	0,3	359,6	269,9
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	-2,2	11,7	4,2	-18,3	1,1	-0,1	-0,9	24,0	28,8	-29,1	20,8	3,9	0,1	-0,5	5,3
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	49,3
4° trim.	-12,6	3,6	-5,2	-10,5	0,1	0,0	-0,7	-95,7	4,6	-24,7	23,4	3,3	0,1	-102,3	-79,8
2011 ott.	5,7	5,0	0,3	0,1	0,1	0,0	0,2	-10,3	0,6	-11,4	21,4	-0,5	0,0	-20,4	-13,9
nov.	-16,4	-4,8	-5,6	-6,8	0,2	0,0	0,6	-21,2	12,0	-9,1	-4,3	8,2	0,0	-28,0	-21,6
dic.	-2,0	3,5	0,1	-3,8	-0,2	0,0	-1,4	-64,2	-8,1	-4,2	6,3	-4,4	0,1	-53,9	-44,3
2012 gen. ^(p)	15,6	16,9	3,6	-3,3	0,1	0,0	-1,7	31,0	26,2	-12,5	-0,5	-2,0	-0,2	19,9	9,6
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	-0,3	14,4	5,6	-3,5	43,3	-	-5,2	1,1	8,0	-9,3	1,7	36,1	-	-0,2	2,0
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	47,7
4° trim.	-0,3	14,4	5,6	-3,5	43,3	-	-5,2	1,1	8,0	-9,3	1,7	36,1	-	-0,2	2,0
2011 ott.	0,5	10,3	3,7	-1,7	37,2	-	2,0	7,7	3,3	-8,8	5,3	-3,0	-	39,3	58,9
nov.	-0,4	4,6	4,8	-2,6	45,2	-	13,1	2,5	3,7	-11,1	2,0	79,6	-	13,1	17,2
dic.	-0,3	14,4	5,6	-3,5	43,3	-	-5,2	1,1	8,0	-9,3	1,7	36,1	-	-0,2	2,0
2012 gen. ^(p)	0,0	17,5	9,5	-4,0	39,2	-	-18,0	3,8	8,7	-10,7	2,4	16,7	-	16,4	23,4

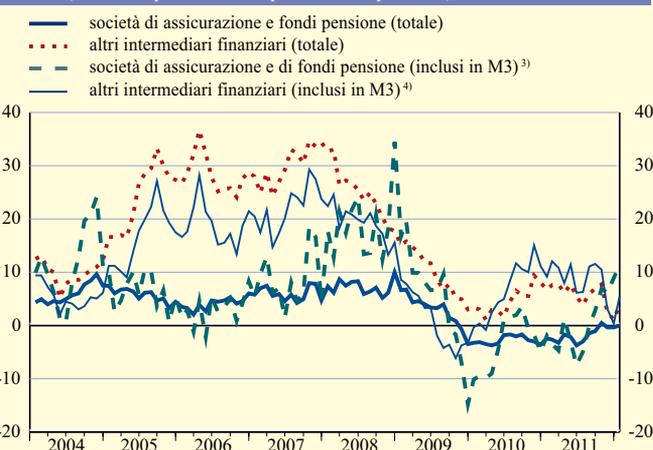
F9 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

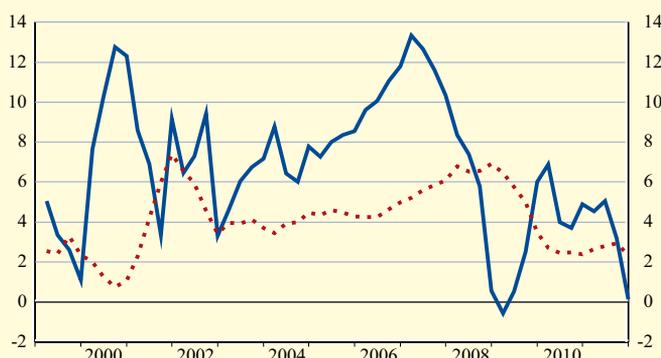
2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie ³⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze														
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	1.686,0	1.044,2	453,6	97,6	72,3	2,0	16,3	5.894,5	2.256,0	948,2	723,9	1.837,0	106,7	22,7
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.	1.686,0	1.044,2	453,6	97,6	72,3	2,0	16,3	5.894,5	2.256,0	948,2	723,9	1.837,0	106,7	22,7
2011 ott.	1.663,8	998,3	472,1	97,3	74,5	2,0	19,6	5.833,4	2.234,6	925,5	712,0	1.820,2	108,8	32,4
nov.	1.654,1	999,9	459,7	97,6	75,2	2,0	19,6	5.825,4	2.222,9	934,7	713,0	1.816,6	107,2	31,0
dic.	1.686,0	1.044,2	453,6	97,6	72,3	2,0	16,3	5.894,5	2.256,0	948,2	723,9	1.837,0	106,7	22,7
2012 gen. ⁴⁾	1.636,2	993,8	452,5	98,3	74,6	2,0	15,0	5.903,8	2.229,1	966,8	727,1	1.852,5	105,9	22,4
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	2,5	3,7	-2,6	8,7	-7,3	0,5	-0,5	134,8	7,7	42,5	50,7	43,5	-2,6	-7,0
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.	21,7	46,6	-17,1	0,7	-6,5	0,3	-2,4	57,1	14,8	25,9	13,9	15,0	-1,3	-11,2
2011 ott.	2,8	0,6	2,0	0,7	-1,9	0,3	1,1	-0,8	-5,7	4,2	2,2	0,2	-0,1	-1,5
nov.	-11,2	2,5	-12,1	0,1	-1,6	0,0	0,0	-10,0	-12,0	8,8	0,8	-5,6	-0,7	-1,4
dic.	30,1	43,5	-7,0	0,0	-2,9	0,0	-3,5	67,9	32,5	12,9	10,9	20,4	-0,5	-8,3
2012 gen. ⁴⁾	-48,8	-49,7	-0,9	0,7	2,4	0,0	-1,3	9,8	-26,6	18,3	3,2	15,8	-0,7	-0,3
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	0,1	0,4	-0,6	9,8	-9,3	31,4	-5,2	2,3	0,3	4,7	7,6	2,4	-2,4	-23,6
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.	0,1	0,4	-0,6	9,8	-9,3	31,4	-5,2	2,3	0,3	4,7	7,6	2,4	-2,4	-23,6
2011 ott.	2,6	0,5	5,2	12,7	-4,4	-2,9	44,8	2,5	0,6	2,8	7,4	3,2	-0,6	5,1
nov.	1,3	0,1	3,2	11,7	-9,4	-1,7	17,1	2,6	0,8	3,9	7,4	2,7	-1,7	3,9
dic.	0,1	0,4	-0,6	9,8	-9,3	31,4	-5,2	2,3	0,3	4,7	7,6	2,4	-2,4	-23,6
2012 gen. ⁴⁾	0,8	0,5	1,3	9,4	-9,9	38,4	12,9	2,3	-0,3	6,6	7,2	2,4	-2,7	-25,6

F11 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

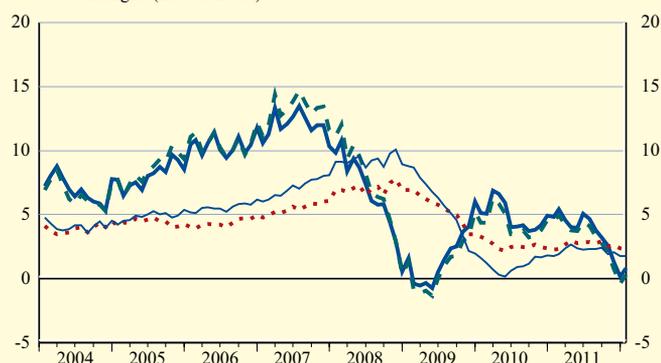
— società non finanziarie (totale)
 famiglie (totale)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

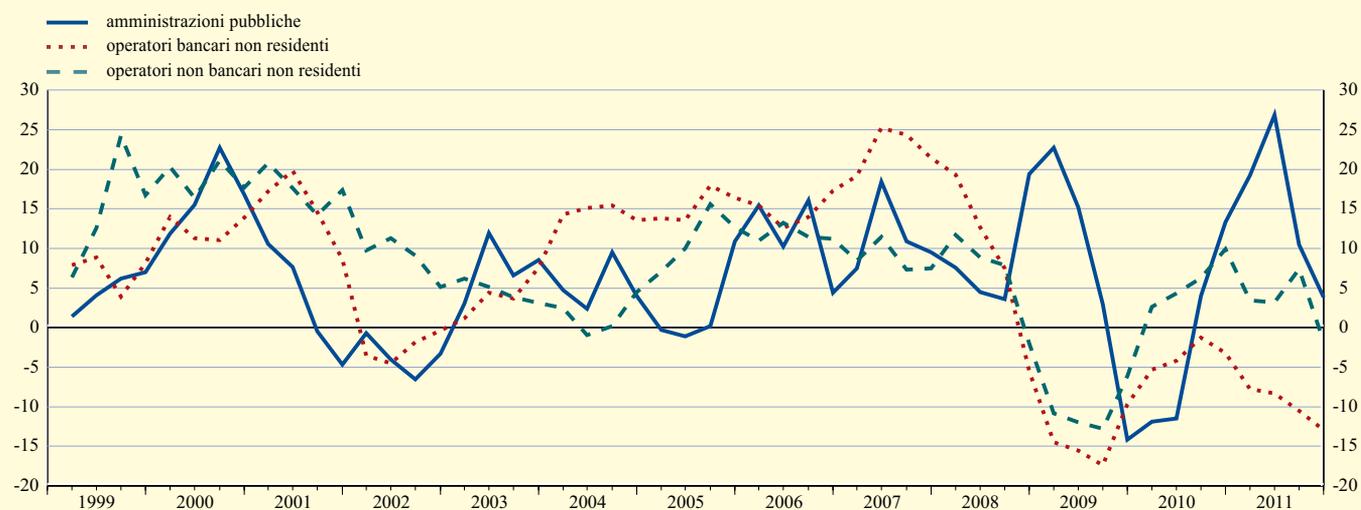
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2010	427,6	196,2	47,7	109,6	74,1	3.488,8	2.492,0	996,9	45,9	950,9
2011 ^(p)	442,7	195,5	48,6	113,5	85,2	3.152,2	2.174,7	976,2	44,2	932,0
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.	464,8	211,4	54,3	111,4	87,8	3.346,4	2.298,8	1.047,6	50,0	997,7
4° trim. ^(p)	442,7	195,5	48,6	113,5	85,2	3.152,2	2.174,7	976,2	44,2	932,0
Transazioni										
2010	49,9	47,4	4,3	-5,0	2,9	0,8	-83,9	84,7	7,5	77,1
2011 ^(p)	16,8	3,3	0,6	2,3	10,6	-335,2	-318,7	-17,9	-2,2	-15,7
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	-19,7	-41,5	21,8	6,4	15,4
3° trim.	-56,9	-55,1	-1,0	-1,2	0,2	-0,2	-49,8	49,6	1,4	48,3
4° trim. ^(p)	-22,3	-15,9	-5,9	2,0	-2,5	-238,1	-155,7	-83,8	-6,4	-77,4
Variazioni percentuali										
2010	13,3	32,2	9,9	-4,4	4,1	0,3	-3,2	9,9	12,7	9,6
2011 ^(p)	3,9	1,3	1,3	2,0	14,3	-9,8	-13,0	-1,7	-4,5	-1,6
2011 1° trim.	19,2	41,4	4,0	-1,4	9,2	-4,7	-7,8	3,4	-10,5	4,2
2° trim.	26,8	61,3	1,2	-2,6	14,0	-5,1	-8,3	3,2	5,0	3,1
3° trim.	10,5	21,6	-7,8	-1,9	17,0	-5,5	-10,5	7,4	3,3	7,6
4° trim. ^(p)	3,9	1,3	1,3	2,0	14,3	-9,8	-13,0	-1,7	-4,5	-1,6

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 3) Il termine "banche", riferito a entità non residenti nell'area dell'euro, viene utilizzato in questa tavola per indicare istituzioni di natura simile alle IFM.

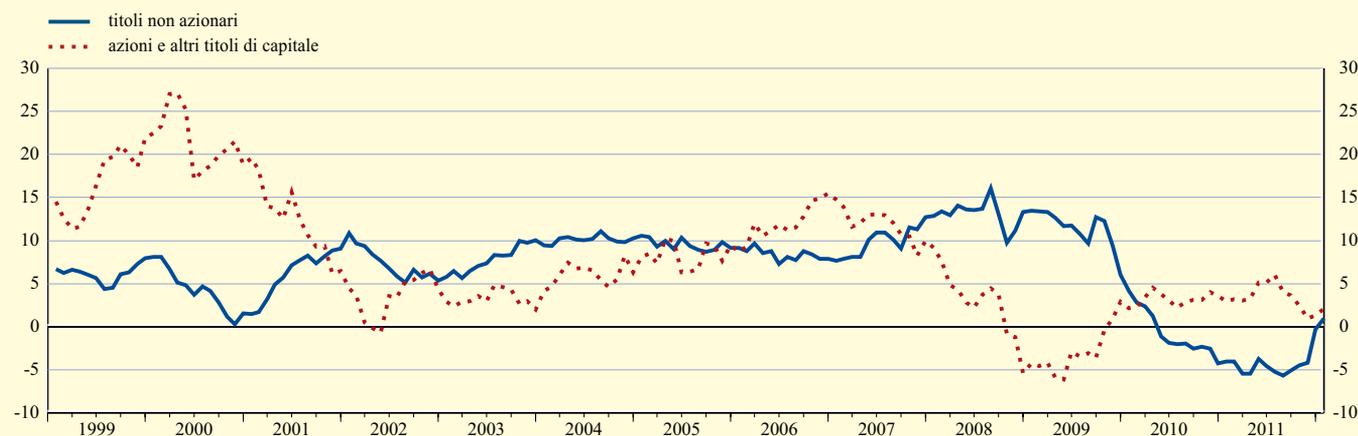
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ^{1), 2)}

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

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2010	5.993,1	1.778,4	107,4	1.507,8	16,4	1.500,9	27,8	1.054,5	1.535,9	445,3	787,8	302,8
2011	5.699,3	1.763,7	87,8	1.374,6	22,9	1.489,6	28,3	932,5	1.509,0	486,9	726,5	295,5
2011 3° trim.	5.635,8	1.706,9	92,8	1.393,7	22,3	1.433,7	25,0	961,2	1.530,5	489,3	740,6	300,5
4° trim.	5.699,3	1.763,7	87,8	1.374,6	22,9	1.489,6	28,3	932,5	1.509,0	486,9	726,5	295,5
2011 ott.	5.656,2	1.710,9	93,1	1.371,9	21,9	1.494,1	25,0	939,3	1.522,9	487,3	739,3	296,3
nov.	5.651,5	1.707,6	97,4	1.359,9	21,9	1.497,0	26,7	941,0	1.522,3	486,5	741,7	294,1
dic.	5.699,3	1.763,7	87,8	1.374,6	22,9	1.489,6	28,3	932,5	1.509,0	486,9	726,5	295,5
2012 gen. ^(p)	5.761,1	1.779,9	88,6	1.424,8	23,3	1.497,3	23,8	923,4	1.529,7	497,3	736,3	296,1
Transazioni												
2010	-268,8	-167,1	-6,9	42,8	-2,0	10,2	-14,8	-131,0	54,4	28,2	5,2	20,9
2011	-20,1	45,9	8,0	3,5	5,5	-20,9	0,4	-62,5	20,2	61,2	-34,7	-6,3
2011 3° trim.	-47,9	37,1	0,3	-43,4	0,3	-6,7	-0,7	-34,8	-13,6	17,2	-23,2	-7,6
4° trim.	83,4	66,5	0,5	-7,3	-0,2	36,6	2,3	-15,1	-12,1	6,3	-14,9	-3,5
2011 ott.	24,5	3,4	2,4	-13,7	0,2	40,6	0,6	-9,0	-10,6	-2,2	-4,7	-3,7
nov.	-4,8	2,8	1,9	3,7	-0,9	2,6	1,0	-15,9	4,8	0,5	5,1	-0,7
dic.	63,6	60,3	-3,8	2,7	0,5	-6,6	0,8	9,8	-6,3	8,1	-15,3	1,0
2012 gen. ^(p)	103,1	26,1	3,1	52,3	-0,1	12,2	-3,6	13,0	20,6	10,2	9,6	0,7
Variazioni percentuali												
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	-0,3	2,7	7,8	0,2	33,8	-1,4	0,8	-6,4	1,3	14,0	-4,6	-2,1
2011 3° trim.	-5,1	-4,9	8,0	-1,0	24,9	-4,3	-16,8	-13,0	3,6	13,4	-1,0	1,0
4° trim.	-0,3	2,7	7,8	0,2	33,8	-1,4	0,8	-6,4	1,3	14,0	-4,6	-2,1
2011 ott.	-4,5	-2,2	6,8	-8,2	49,8	-0,1	-6,2	-10,6	2,4	12,6	-2,3	-0,4
nov.	-4,2	-3,0	6,7	-5,2	28,8	-2,2	1,0	-9,4	0,9	11,8	-3,8	-2,8
dic.	-0,3	2,7	7,8	0,2	33,8	-1,4	0,8	-6,4	1,3	14,0	-4,6	-2,1
2012 gen. ^(p)	0,9	4,6	11,5	2,9	21,7	0,1	-9,4	-7,7	2,1	16,2	-4,9	-0,2

F14 Disponibilità in titoli delle IFM ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

1. Prestiti, titoli diversi da azioni e depositi

	IFM ³⁾							Non IFM						
	Tutte le valute (consistenze)	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute (consistenze)	Euro ⁴⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Prestiti a														
<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 3° trim.	6.003,8	-	-	-	-	-	-	12.441,9	96,1	3,9	1,9	0,3	1,1	0,4
4° trim. ^(p)	6.166,0	-	-	-	-	-	-	12.322,2	96,2	3,8	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 3° trim.	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
4° trim. ^(p)	2.021,4	44,5	55,5	35,6	2,5	2,7	9,3	998,4	38,2	61,8	41,2	2,6	3,3	7,8
Titoli non azionari														
<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	3.052,9	98,6	1,4	0,8	0,1	0,1	0,4
2011 3° trim.	1.799,8	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
4° trim. ^(p)	1.851,5	95,3	4,7	2,5	0,1	0,3	1,5	2.915,4	98,2	1,8	1,0	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	508,5	33,6	66,4	40,3	3,9	0,9	13,5
2011 3° trim.	478,8	54,7	45,3	21,8	0,3	0,4	17,1	482,4	32,5	67,5	39,2	6,0	0,8	12,5
4° trim. ^(p)	457,3	56,4	43,6	21,1	0,3	0,3	16,0	475,1	32,2	67,8	39,7	5,6	0,7	13,6
Depositi di														
<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 3° trim.	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
4° trim. ^(p)	6.319,3	92,1	7,9	5,1	0,2	1,3	0,7	10.948,0	97,0	3,0	2,0	0,1	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 3° trim.	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
4° trim. ^(p)	2.174,7	59,2	40,8	25,6	2,1	1,8	7,3	976,2	56,1	43,9	30,0	2,0	1,5	5,1

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

	Tutte le valute (consistenze)	Euro ⁴⁾	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	
2009	5.168,3	83,3	16,7	8,8	1,6	1,9	2,5
2010	5.082,6	81,6	18,4	9,7	1,8	2,1	2,5
2011 3° trim.	5.180,3	81,8	18,2	9,7	1,7	2,1	2,5
4° trim. ^(p)	5.236,8	82,0	18,0	9,4	1,7	2,0	2,6

Fonte: BCE.

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

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

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

1. Attività

	Totale	Depositi e prestiti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale (escl. quote di fondi di investimento/fondi comuni monetari)	Fondi di investimento/fondi comuni monetari	Attività non finanziarie	Altre attività (incl. prodotti finanziari derivati)
	1	2	3	4	5	6	7
Consistenze in essere							
2011 giu.	6.352,7	390,6	2.386,8	1.958,6	886,8	224,9	505,0
lug.	6.436,4	394,8	2.420,6	1.944,0	891,6	226,5	558,8
ago.	6.193,8	411,8	2.383,1	1.736,9	840,3	227,9	593,8
set.	6.073,8	420,9	2.383,1	1.632,8	830,9	229,5	576,6
ott.	6.171,5	422,2	2.369,7	1.735,8	845,4	228,4	570,1
nov.	6.076,4	418,7	2.344,4	1.703,7	827,7	229,0	552,9
dic. ^(p)	6.208,5	417,8	2.503,5	1.733,2	839,2	230,8	484,0
Transazioni							
2011 2° trim.	68,9	5,6	38,2	25,9	12,3	5,8	-18,9
3° trim.	-4,8	29,0	-21,2	-41,9	-15,8	2,8	42,2
4° trim. ^(p)	-191,3	-33,2	-11,0	-26,4	-10,5	2,0	-112,2

2. Passività

	Totale	Depositi e prestiti ricevuti	Quote di fondi di investimento emesse			Altre passività (incl. prodotti finanziari derivati)	
			Totale	Detenute da residenti nell'area dell'euro			
				Fondi di investimento	Detenute da non residenti nell'area dell'euro		
	1	2	3	4	5	6	7
Consistenze in essere							
2011 giu.	6.352,7	121,0	5.790,3	4.466,8	672,6	1.323,5	441,4
lug.	6.436,4	122,3	5.826,4	4.465,8	674,3	1.360,5	487,7
ago.	6.193,8	128,7	5.545,9	4.268,5	623,2	1.277,4	519,2
set.	6.073,8	125,1	5.417,7	4.163,7	604,2	1.254,0	531,0
ott.	6.171,5	125,7	5.527,6	4.233,0	616,2	1.294,6	518,2
nov.	6.076,4	127,0	5.443,7	4.151,8	597,8	1.291,8	505,8
dic. ^(p)	6.208,5	116,1	5.660,5	4.253,3	614,1	1.407,2	431,8
Transazioni							
2011 2° trim.	68,9	-2,9	79,0	25,8	9,6	53,3	-7,3
3° trim.	-4,8	6,4	-44,1	-54,8	-31,0	10,7	32,8
4° trim. ^(p)	-191,3	-13,8	-47,3	-59,2	-2,6	12,7	-130,2

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

	Totale	Fondi suddivisi per strategia di investimento					Fondi suddivisi per tipologia			Per memoria: fondi comuni monetari
		Fondi obbligazionari	Fondi azionari	Fondi misti	Fondi immobiliari	Hedge fund	Altri fondi	Fondi aperti	Fondi chiusi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze in essere										
2011 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.	5.826,4	1.837,0	1.674,6	1.434,3	287,0	116,1	477,4	5.737,7	88,6	1.032,5
ago.	5.545,9	1.807,5	1.495,3	1.381,7	286,2	114,0	461,2	5.457,4	88,4	1.060,3
set.	5.417,7	1.786,2	1.414,0	1.387,7	286,5	119,0	424,3	5.328,5	89,2	1.066,9
ott.	5.527,6	1.789,1	1.504,0	1.406,3	289,5	115,6	423,1	5.445,4	82,3	1.051,6
nov.	5.443,7	1.758,0	1.473,5	1.384,4	289,1	118,7	419,8	5.360,7	83,0	1.083,5
dic. ^(p)	5.660,5	1.920,7	1.496,7	1.402,7	292,9	122,1	425,4	5.575,1	85,5	991,9
Transazioni										
2011 giu.	8,8	2,1	2,1	1,5	2,8	-0,3	0,6	6,8	2,0	-36,9
lug.	36,9	12,2	5,8	2,6	13,3	1,9	1,0	35,4	1,5	-20,0
ago.	-49,0	-13,9	-23,0	-10,7	0,8	-0,2	-1,9	-49,0	0,0	32,8
set.	-32,0	-16,4	-11,1	-4,0	1,1	0,6	-2,1	-32,2	0,3	-12,2
ott.	-16,7	1,2	-2,6	-5,8	1,2	-0,7	-10,0	-10,0	-6,6	-5,7
nov.	-21,7	-8,8	-8,5	-5,7	-0,1	0,1	1,3	-22,3	0,6	19,1
dic. ^(p)	-8,9	0,9	-6,4	-3,2	2,6	-0,3	-2,5	-11,0	2,1	0,7

Fonte: BCE.

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

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

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

1. Titoli non azionari

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
		Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze in essere											
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.	2.383,1	1.413,6	380,5	682,1	184,1	4,7	162,1	969,4	252,4	369,7	18,7
4° trim. ^(p)	2.503,5	1.422,5	391,0	673,9	185,5	4,5	167,5	1.081,0	270,4	436,8	20,4
Transazioni											
2011 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.	-21,2	-16,8	-5,9	1,3	-7,6	-0,3	-4,2	-4,4	6,0	-4,1	5,3
4° trim. ^(p)	-11,0	-1,1	3,1	-6,9	-1,3	-0,3	4,2	-8,3	-4,4	-6,7	-0,4

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

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
		Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze in essere											
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.	1.632,8	615,8	53,3	-	35,8	20,4	506,3	1.017,0	141,8	323,7	72,5
4° trim. ^(p)	1.733,2	636,8	51,1	-	36,4	21,5	527,7	1.096,4	154,7	356,6	71,2
Transazioni											
2011 2° trim.	25,9	-0,9	-0,6	-	1,3	0,3	-2,0	26,8	2,9	8,5	6,9
3° trim.	-41,9	-8,8	-4,9	-	-0,7	0,2	-3,4	-33,0	-5,1	-11,8	-3,2
4° trim. ^(p)	-26,4	-9,4	-1,7	-	-2,3	0,4	-5,9	-17,0	-0,9	-12,0	0,9

3. Quote dei fondi di investimento/fondi comuni monetari

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
		Totale	IFM ²⁾	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari ²⁾	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze in essere											
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.	830,9	698,7	94,5	-	604,2	-	-	132,2	20,1	42,6	0,5
4° trim. ^(p)	839,2	709,2	95,1	-	614,1	-	-	130,0	20,8	40,5	0,6
Transazioni											
2011 2° trim.	12,3	10,8	1,2	-	9,6	-	-	1,5	0,3	1,3	0,0
3° trim.	-15,8	-15,1	15,9	-	-31,0	-	-	-0,8	-0,5	-0,4	0,0
4° trim. ^(p)	-10,5	-2,1	0,5	-	-2,6	-	-	-8,4	-0,8	-4,4	-0,1

Fonte: BCE.

1) Esclusi i fondi comuni monetari. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

2) Le quote dei fondi di investimento (esclusi i fondi comuni monetari) sono emesse da altri intermediari finanziari. Le quote dei fondi comuni monetari sono emesse dalle IFM.

2.10 Bilancio aggregato delle società veicolo finanziarie dell'area dell'euro

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

1. Attività

	Totale	Depositi e prestiti	Prestiti cartolarizzati						Titoli non azionari	Altre attività 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 ¹⁾	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
Consistenze													
2010 3° trim.	2.287,1	350,3	1.469,7	1.161,2	582,4	148,7	23,5	6,3	130,0	259,0	100,3	41,4	66,4
4° trim.	2.353,0	373,8	1.525,8	1.226,2	606,4	140,5	22,4	6,0	130,8	250,5	92,5	41,9	68,6
2011 1° trim.	2.255,3	351,4	1.484,5	1.185,1	595,3	142,5	21,8	5,9	129,2	241,6	89,0	36,3	52,4
2° trim.	2.216,4	340,1	1.461,2	1.167,0	585,5	144,7	20,4	5,2	123,9	232,5	88,6	35,7	58,3
3° trim.	2.202,1	321,7	1.465,6	1.180,7	590,5	142,8	20,5	5,1	116,3	232,5	86,9	37,8	57,6
4° trim.	2.269,5	324,6	1.530,3	1.244,8	583,1	147,8	20,8	4,8	112,0	228,9	90,0	36,8	58,8
Transazioni													
2010 4° trim.	45,8	24,6	24,7	30,8	-	-5,0	-1,4	-0,4	0,6	-5,4	-0,9	-0,6	3,4
2011 1° trim.	-95,2	-25,0	-39,9	-44,3	-	5,3	-0,3	-0,1	-0,5	-9,9	-2,4	-5,1	-12,8
2° trim.	-43,1	-11,2	-25,6	-21,5	-	1,9	-0,7	-0,3	-5,0	-7,9	0,0	0,0	1,7
3° trim.	-23,7	-18,4	3,2	13,2	-	-2,1	-0,1	0,0	-7,8	-2,2	-2,1	-1,1	-3,1
4° trim.	67,1	3,1	63,0	62,2	-	4,2	0,3	-0,4	-3,4	-3,4	2,3	-1,0	3,2

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
Consistenze							
2010 3° trim.	2.287,1	121,9	1.946,7	82,5	1.864,2	43,4	175,1
4° trim.	2.353,0	136,5	1.970,6	89,3	1.881,2	42,8	203,1
2011 1° trim.	2.255,3	135,1	1.884,4	79,6	1.804,7	36,3	199,5
2° trim.	2.216,4	135,9	1.840,5	77,9	1.762,5	35,2	204,9
3° trim.	2.202,1	134,1	1.823,6	75,0	1.748,6	34,7	209,6
4° trim.	2.269,5	150,3	1.881,3	78,8	1.802,4	34,0	203,9
Transazioni							
2010 4° trim.	45,8	16,0	24,8	5,7	19,1	-2,1	7,1
2011 1° trim.	-95,2	-1,1	-83,3	-10,1	-73,2	-6,0	-4,8
2° trim.	-43,1	1,4	-47,6	-5,7	-41,8	-0,8	3,8
3° trim.	-23,7	-2,2	-23,0	-3,3	-19,6	-1,7	3,2
4° trim.	67,1	16,5	58,6	5,3	53,3	-1,1	-6,9

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

	Prestiti cartolarizzati originati da IFM dell'area dell'euro						Titoli non azionari						
	Totale	Settore debitore dell'area dell'euro					Settore debitore esterno all'area dell'euro	Totale	Residenti nell'area dell'euro			Non residenti nell'area dell'euro	
		Famiglie	Società non azionarie	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche			Totale	IFM	Non IFM		
													Società veicolo finanziarie
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2010 3° trim.	1.161,2	830,4	220,0	19,2	0,3	7,0	32,1	259,0	139,2	47,3	91,9	38,3	119,8
4° trim.	1.226,2	853,9	251,5	18,1	0,2	7,1	43,5	250,5	130,3	45,5	84,8	36,3	120,1
2011 1° trim.	1.185,1	803,6	261,2	17,9	0,2	7,2	36,2	241,6	124,3	42,3	82,0	36,5	117,4
2° trim.	1.167,0	788,6	253,1	19,3	0,4	9,8	37,5	232,5	124,2	41,0	83,2	35,4	108,4
3° trim.	1.180,7	795,4	256,0	18,6	0,4	9,6	34,8	232,5	122,3	42,1	80,1	33,8	110,2
4° trim.	1.244,8	828,2	262,2	18,5	0,2	6,6	35,3	228,9	120,2	40,4	79,7	33,0	108,1
Transazioni													
2010 4° trim.	30,8	16,6	14,3	-1,6	-0,1	0,1	2,1	-5,4	-5,3	-1,1	-4,2	-2,4	-0,2
2011 1° trim.	-44,3	-52,2	3,2	-0,4	0,0	0,0	-1,7	-9,9	-5,7	-3,1	-2,7	-0,1	-4,2
2° trim.	-21,5	-20,8	0,2	0,8	0,2	2,6	-3,9	-7,9	0,4	-0,4	0,7	-0,7	-8,3
3° trim.	13,2	6,2	1,4	-0,7	0,0	-0,2	-1,2	-2,2	-3,1	-0,2	-2,9	-1,2	1,0
4° trim.	62,2	32,2	6,1	-0,8	-0,1	-3,0	0,2	-3,4	-1,6	-1,6	0,0	-0,2	-1,8

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
3° trim. 2011						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						584
Saldo commerciale ¹⁾						-20
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	1.108	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 ¹⁾	600	284	279	37	-1	
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto						6
Redditi da lavoro dipendente						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	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 ¹⁾	1.979	1.588	129	49	214	
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
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 ¹⁾	1.954	1.421	72	56	404	
Utilizzo del conto dei redditi						
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 ¹⁾	104	71	72	41	-80	1
Conto capitale						
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	0	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) ¹⁾	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
3° trim. 2011						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						564
<i>Saldo commerciale</i>						
Formazione del conto dei redditi						
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) ²⁾	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>						
Allocazione del conto dei redditi primari						
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>						
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
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>						
Utilizzo del conto dei redditi						
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>						
Conto capitale						
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
3° trim. 2011								
Bilancio di apertura: attività finanziarie								
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>								
Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie								
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>								
Conto delle altre variazioni: attività finanziarie								
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>								
Bilancio di chiusura: attività finanziarie								
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
3° trim. 2011								
Bilancio di apertura: passività finanziarie								
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	
Conto finanziario, transazioni in passività								
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
Conto delle altre variazioni: passività finanziarie								
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
Bilancio di chiusura: passività finanziarie								
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
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)								
Redditi da lavoro dipendente	4.278	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> ¹⁾	2.398	2.360	2.117	2.187	2.213	2.240	2.259	2.271
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Redditi da lavoro dipendente								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Redditi da capitale	3.689	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> ¹⁾	7.773	7.807	7.538	7.680	7.733	7.797	7.862	7.920
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
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> ¹⁾	7.679	7.705	7.430	7.565	7.621	7.684	7.750	7.810
Utilizzo del conto dei redditi								
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> ¹⁾	796	570	290	306	320	334	351	373
Conto capitale								
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) ¹⁾	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
Formazione del conto dei redditi								
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) ²⁾	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>								
Allocazione del conto dei redditi primari								
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>								
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
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>								
Utilizzo del conto dei redditi								
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>								
Conto capitale								
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
Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta								
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
= Reddito lordo disponibile	5.853	6.041	6.020	6.054	6.083	6.122	6.169	6.202
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
= Risparmio lordo	835	874	928	864	850	846	851	851
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
= Variazioni nella ricchezza netta	1.762	-1.539	64	1.346	1.339	1.065	934	346
Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta								
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 ¹⁾	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
= Variazioni nella ricchezza netta	1.762	-1.539	64	1.346	1.339	1.065	934	346
Bilancio finanziario								
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 ¹⁾	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
= Ricchezza finanziaria netta	40.071	38.532	38.596	39.673	39.934	39.913	40.045	40.019

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
Reddito e risparmio								
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
= Margine operativo lordo (+)	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
= Margine operativo netto (+)	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
= Reddito lordo di impresa (+)	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
= Risparmio netto	142	22	24	105	109	104	114	106
Investimento, finanziamento e risparmio								
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 ¹⁾	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
= Risparmio netto	142	22	24	105	109	104	114	106
Bilancio finanziario								
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 ¹⁾	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
Conto finanziario, transazioni finanziarie								
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 ¹⁾	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
= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni	13	58	53	6	-24	-32	-31	24
Conto delle altre variazioni								
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
= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta	-14	-77	49	69	23	-22	-11	-85
Bilancio finanziario								
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 ¹⁾	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
= Ricchezza finanziaria netta	-140	-159	-56	11	-57	-64	-57	-50

Fonte: BCE.

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

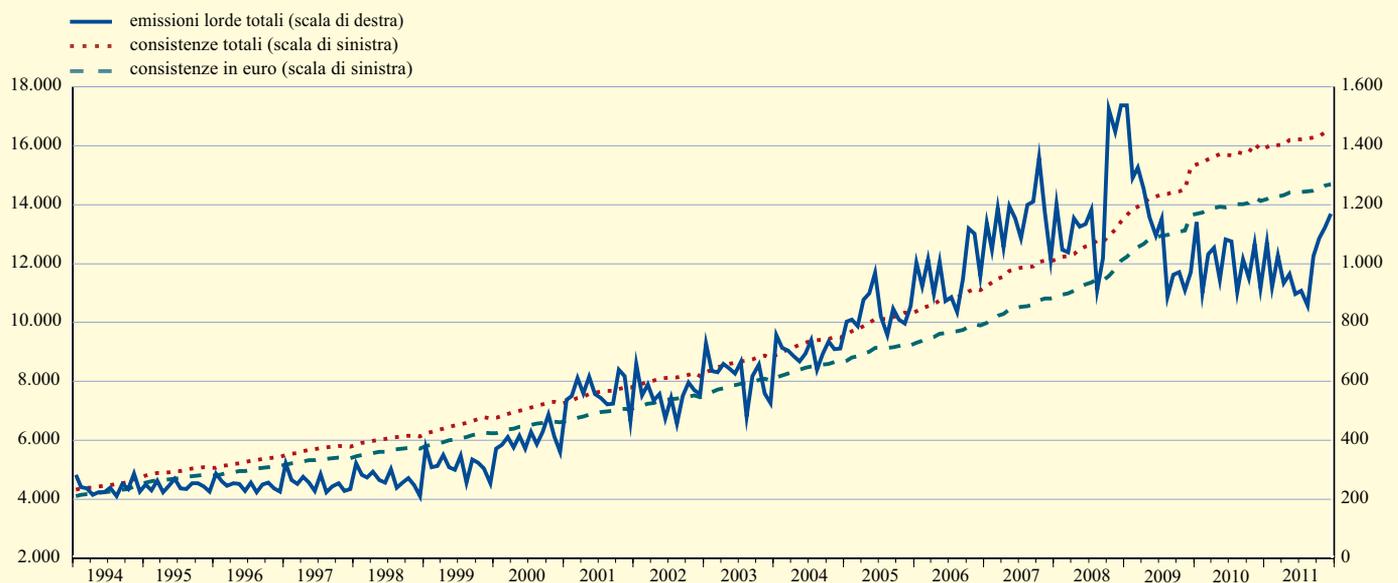


MERCATI FINANZIARI

4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione (miliardi di euro e tassi di crescita nel periodo; dati destagionalizzati; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

	Totale in euro ¹⁾			Residenti nell'area dell'euro								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute			Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati ²⁾	
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette		Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2010 dic.	16.292,8	876,6	-162,1	14.119,1	843,9	-144,8	15.877,7	916,4	-176,7	3,6	-56,8	4,6
2011 gen.	16.368,6	1.005,1	75,1	14.191,9	954,5	72,2	15.950,9	1.070,8	91,9	3,7	78,2	5,0
feb.	16.468,0	866,8	100,3	14.283,1	813,9	92,1	16.043,0	920,2	97,9	4,1	47,7	4,1
mar.	16.466,4	986,8	-1,3	14.274,1	919,9	-8,7	16.019,1	1.027,9	0,5	3,4	10,1	3,5
apr.	16.488,4	889,7	22,5	14.322,2	850,3	48,7	16.046,1	934,9	52,1	3,2	26,2	3,3
mag.	16.591,6	922,5	101,6	14.414,8	865,9	90,9	16.194,5	963,7	118,1	3,6	41,7	1,8
giu.	16.624,3	851,8	32,8	14.438,9	799,9	24,1	16.213,5	896,8	24,7	3,9	50,8	3,2
lug.	16.594,1	852,1	-30,8	14.428,7	824,8	-10,9	16.225,1	906,7	-11,6	3,7	13,8	2,4
ago.	16.624,0	806,2	30,1	14.459,4	771,8	31,0	16.232,5	857,7	18,7	3,3	47,4	2,4
set.	16.660,4	1.001,7	36,8	14.469,6	925,8	10,6	16.282,5	1.026,3	12,6	3,3	65,1	3,1
ott.	16.712,3	1.034,5	52,6	14.548,8	992,9	79,9	16.326,9	1.086,5	70,4	3,4	60,2	3,5
nov.	16.799,6	1.059,8	86,8	14.642,4	1.012,6	92,7	16.452,4	1.123,5	96,4	2,5	7,4	3,1
dic.	16.849,1	1.120,6	49,4	14.689,7	1.078,2	47,3	16.529,0	1.169,3	48,7	3,9	174,5	4,6
	A lungo termine											
2010 dic.	14.855,1	186,8	-39,1	12.772,6	179,6	-21,2	14.337,5	193,8	-40,9	4,8	19,6	5,6
2011 gen.	14.918,5	308,9	65,0	12.821,5	278,0	50,6	14.384,8	320,1	67,5	4,8	97,2	6,2
feb.	15.023,9	284,2	105,7	12.916,6	253,2	95,5	14.472,4	285,1	92,1	5,0	42,8	5,6
mar.	15.034,5	313,5	11,1	12.933,8	277,4	17,7	14.465,7	311,6	15,1	4,3	20,7	5,1
apr.	15.087,9	303,3	53,7	12.998,1	278,4	64,6	14.512,0	308,9	67,8	4,3	48,4	4,8
mag.	15.164,0	275,8	75,0	13.065,7	243,4	66,5	14.617,7	266,4	80,2	4,5	14,8	3,4
giu.	15.217,2	259,0	52,7	13.117,0	227,7	50,7	14.668,0	256,6	53,8	4,7	44,0	3,8
lug.	15.198,6	202,8	-20,9	13.105,5	191,6	-13,8	14.677,5	213,2	-13,4	4,4	25,3	2,7
ago.	15.193,4	121,6	-5,2	13.104,6	112,0	-0,9	14.657,5	122,0	-9,5	4,0	28,5	2,5
set.	15.188,6	229,2	-4,2	13.096,0	189,8	-7,9	14.689,8	213,9	-0,4	4,0	46,4	2,9
ott.	15.263,0	278,3	76,4	13.176,3	250,9	82,2	14.736,7	268,0	70,7	4,0	74,7	3,2
nov.	15.337,9	210,8	74,6	13.261,0	191,6	84,2	14.853,3	212,2	91,1	3,3	8,2	3,1
dic.	15.381,0	237,5	42,0	13.317,2	228,3	55,1	14.937,1	246,2	58,8	4,0	128,8	4,3

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



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

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

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

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

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

1. Consistenze ed emissioni lorde

	Consistenze						Emissioni lorde ¹⁾					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Totale												
2010	15.878	5.246	3.296	850	5.932	554	1.007	625	80	69	205	29
2011	16.529	5.528	3.293	868	6.216	624	999	609	98	62	191	39
2011 1° trim.	16.019	5.347	3.260	824	6.024	564	1.006	592	92	59	220	43
2° trim.	16.213	5.363	3.255	832	6.167	597	932	551	86	60	192	43
3° trim.	16.282	5.425	3.237	853	6.160	607	930	579	78	60	180	33
4° trim.	16.529	5.528	3.293	868	6.216	624	1.126	712	135	70	173	36
2011 set.	16.282	5.425	3.237	853	6.160	607	1.026	633	92	65	202	34
ott.	16.327	5.412	3.267	859	6.181	607	1.087	629	144	86	197	31
nov.	16.452	5.455	3.277	870	6.229	621	1.123	728	107	63	181	45
dic.	16.529	5.528	3.293	868	6.216	624	1.169	780	155	59	141	34
A breve termine												
2010	1.540	572	122	67	724	54	759	534	34	57	115	19
2011	1.592	699	106	77	634	77	747	510	47	53	107	29
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.	1.593	613	113	83	712	72	747	512	42	53	114	26
4° trim.	1.592	699	106	77	634	77	884	627	75	60	95	28
2011 set.	1.593	613	113	83	712	72	812	555	54	57	120	28
ott.	1.590	625	109	84	703	70	819	545	68	73	109	24
nov.	1.599	651	105	84	686	74	911	662	68	54	95	31
dic.	1.592	699	106	77	634	77	923	673	89	52	81	29
A lungo termine²⁾												
2010	14.338	4.674	3.174	783	5.207	499	248	91	46	12	90	9
2011	14.937	4.829	3.187	791	5.583	548	252	98	50	9	84	10
2011 1° trim.	14.466	4.729	3.147	752	5.325	512	306	130	50	10	102	13
2° trim.	14.668	4.781	3.131	759	5.465	532	277	111	55	9	90	12
3° trim.	14.690	4.812	3.124	770	5.448	535	183	67	36	7	66	7
4° trim.	14.937	4.829	3.187	791	5.583	548	242	85	60	10	78	8
2011 set.	14.690	4.812	3.124	770	5.448	535	214	78	39	9	82	6
ott.	14.737	4.788	3.158	776	5.478	537	268	84	76	13	88	7
nov.	14.853	4.804	3.173	786	5.544	547	212	65	39	9	85	13
dic.	14.937	4.829	3.187	791	5.583	548	246	107	66	7	61	4
di cui: a lungo termine con tasso fisso												
2010	9.481	2.633	1.103	671	4.697	377	156	50	13	10	77	6
2011	10.013	2.777	1.137	697	4.994	408	151	54	12	8	70	7
2011 1° trim.	9.641	2.700	1.111	655	4.787	387	195	78	13	8	87	9
2° trim.	9.866	2.743	1.144	666	4.912	401	173	62	20	8	74	8
3° trim.	9.888	2.773	1.150	677	4.887	400	112	35	8	6	58	5
4° trim.	10.013	2.777	1.137	697	4.994	408	123	42	7	9	61	5
2011 set.	9.888	2.773	1.150	677	4.887	400	144	47	10	8	75	3
ott.	9.892	2.758	1.145	682	4.903	403	132	47	4	11	66	4
nov.	9.972	2.765	1.146	692	4.962	407	117	29	7	9	64	8
dic.	10.013	2.777	1.137	697	4.994	408	119	48	8	7	53	3
di cui: a lungo termine con tasso variabile												
2010	4.386	1.761	1.966	106	432	121	78	34	29	1	10	4
2011	4.421	1.783	1.896	91	513	139	84	37	32	1	11	3
2011 1° trim.	4.333	1.741	1.918	93	458	123	90	42	32	1	11	4
2° trim.	4.302	1.765	1.841	89	477	129	84	42	23	1	13	4
3° trim.	4.297	1.767	1.817	88	491	133	56	26	21	0	5	3
4° trim.	4.421	1.783	1.896	91	513	139	107	36	51	1	15	3
2011 set.	4.297	1.767	1.817	88	491	133	55	26	24	0	3	3
ott.	4.339	1.754	1.861	89	503	133	121	27	70	2	20	3
nov.	4.368	1.762	1.871	90	507	138	81	28	28	1	19	5
dic.	4.421	1.783	1.896	91	513	139	118	54	55	1	7	1

Fonte: BCE.

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

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

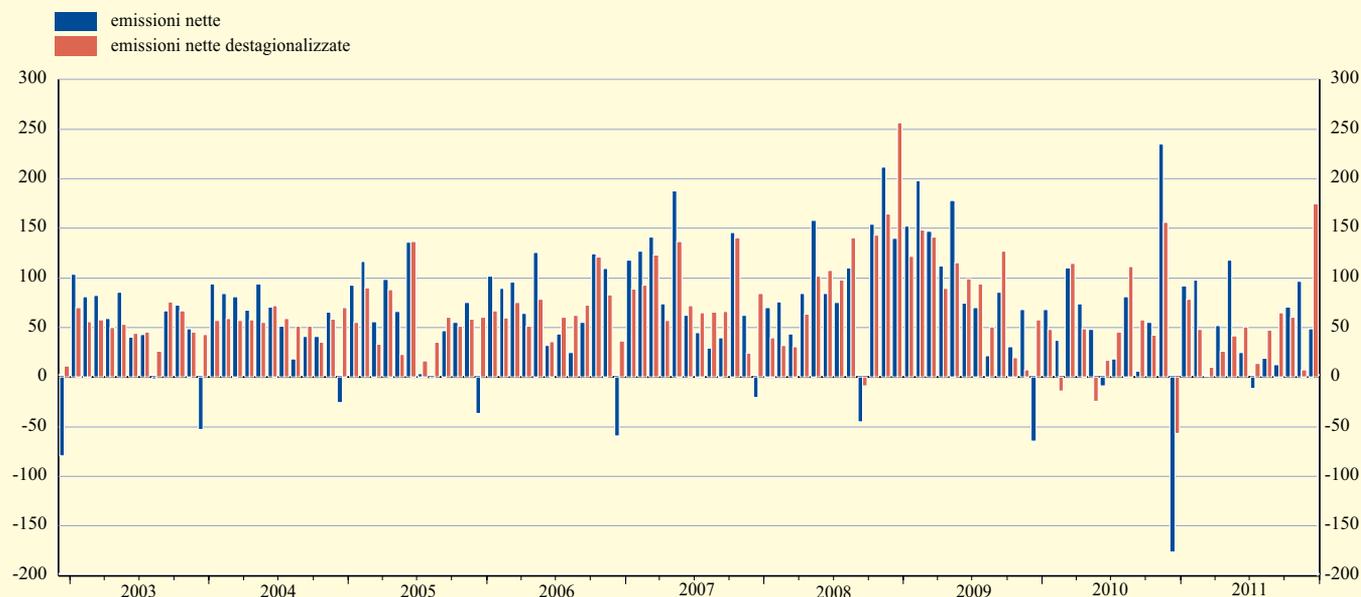
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

2. Emissioni nette

	Dati non destagionalizzati ¹⁾						Dati destagionalizzati ¹⁾					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Totale												
2010	45,5	-1,2	4,8	5,0	31,6	5,3	45,4	-1,4	4,9	5,0	31,8	5,1
2011	51,7	22,5	-3,5	3,7	23,4	5,6	51,9	22,9	-3,2	3,8	23,1	5,3
2011 1° trim.	63,5	43,0	-20,6	4,3	32,5	4,3	45,3	24,0	-4,1	2,8	16,7	5,9
2° trim.	64,9	5,0	-1,3	2,8	47,5	11,0	39,5	0,6	-6,5	-0,2	34,2	11,5
3° trim.	6,6	12,7	-8,9	4,5	-3,8	2,0	42,1	20,2	6,4	6,2	5,6	3,7
4° trim.	71,8	29,3	16,8	3,2	17,6	4,9	80,7	46,7	-8,8	6,4	36,1	0,3
2011 set.	12,6	13,7	-2,0	3,5	-8,9	6,3	65,1	32,0	39,9	4,8	-20,2	8,6
ott.	70,4	2,0	34,2	8,8	23,2	2,2	60,2	9,9	13,0	7,9	35,1	-5,7
nov.	96,4	28,0	5,3	6,8	45,1	11,1	7,4	20,5	-37,9	6,0	8,1	10,7
dic.	48,7	57,9	10,9	-5,9	-15,6	1,4	174,5	109,6	-1,5	5,4	65,2	-4,1
A lungo termine												
2010	54,2	1,9	2,2	5,3	41,3	3,5	54,5	1,9	2,4	5,3	41,4	3,5
2011	47,8	12,1	-2,0	2,7	31,0	3,9	48,3	12,3	-1,7	2,8	31,1	3,9
2011 1° trim.	58,2	27,4	-16,8	2,3	40,5	4,9	53,6	17,1	-1,8	2,5	31,2	4,6
2° trim.	67,2	16,7	-5,1	2,4	46,7	6,5	35,7	5,6	-9,4	-0,6	35,1	5,0
3° trim.	-7,8	2,9	-5,2	0,8	-6,9	0,6	33,4	10,8	8,6	2,2	9,1	2,7
4° trim.	73,5	1,5	19,1	5,4	43,8	3,6	70,6	15,7	-4,4	7,0	48,9	3,3
2011 set.	-0,4	7,0	2,6	2,4	-13,4	1,0	46,4	21,8	38,9	0,4	-16,9	2,2
ott.	70,7	-10,3	38,1	8,4	31,4	3,1	74,7	-3,4	21,2	9,4	45,2	2,3
nov.	91,1	3,3	9,2	6,8	63,4	8,4	8,2	7,7	-35,2	6,3	21,0	8,4
dic.	58,8	11,5	10,2	1,1	36,6	-0,6	128,8	42,7	0,9	5,4	80,5	-0,7

FI6 Emissioni nette di titoli non azionari: dati destagionalizzati e non destagionalizzati

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



Fonte: BCE.

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

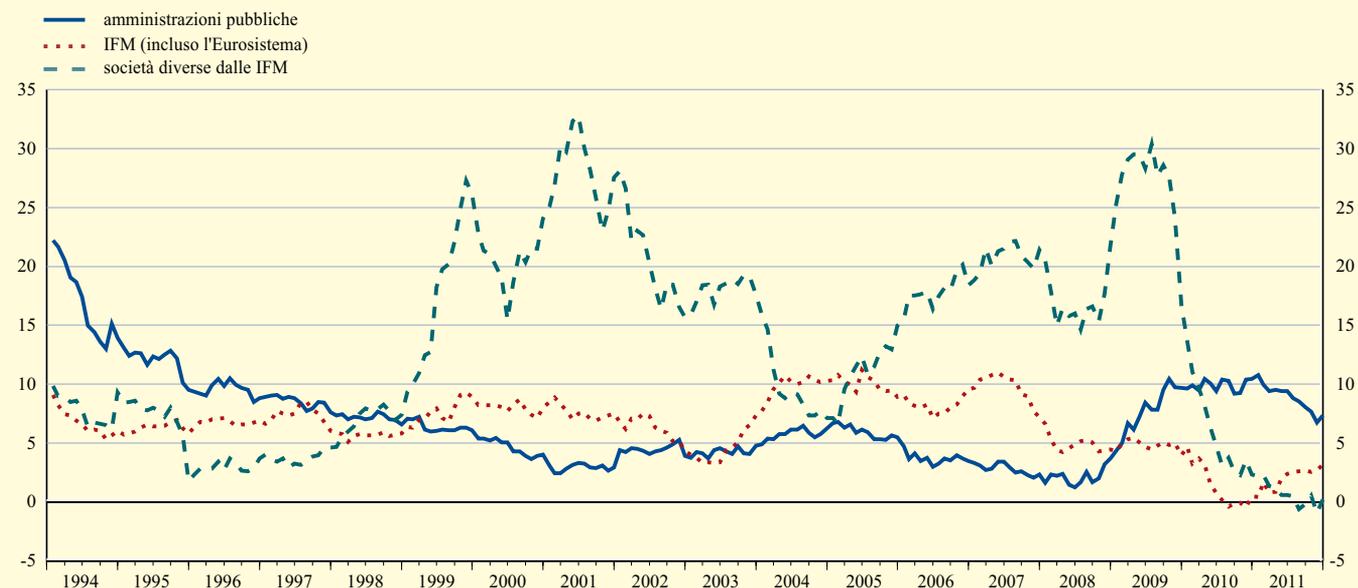
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	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 dic.	3,6	-0,3	1,8	7,5	7,0	13,2	4,6	0,6	3,2	6,9	8,0	13,3
2011 gen.	3,7	0,0	1,8	7,2	7,1	13,4	5,0	2,3	3,8	6,9	7,3	10,9
feb.	4,1	1,6	2,3	5,5	6,7	11,9	4,1	2,5	1,4	6,1	6,4	9,4
mar.	3,4	0,8	1,2	4,8	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	0,6	4,3	6,5	16,1	3,2	2,8	-1,9	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	16,0
ago.	3,3	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	-0,5	4,8	5,1	14,2	3,1	2,3	0,0	4,4	4,0	16,8
ott.	3,4	2,9	0,0	4,7	4,7	12,8	3,5	2,9	0,7	7,0	4,2	12,9
nov.	2,5	3,1	-2,0	5,1	3,0	13,6	3,1	3,3	-0,2	6,5	3,4	11,0
dic.	3,9	5,2	-1,3	5,4	4,7	12,1	4,6	7,6	-0,4	9,3	4,1	4,0
	A lungo termine											
2010 dic.	4,8	0,5	0,8	8,7	10,5	9,2	5,6	1,9	1,8	7,4	11,2	6,8
2011 gen.	4,8	0,4	0,8	8,0	11,0	8,3	6,2	3,7	2,0	7,5	10,9	7,5
feb.	5,0	1,7	1,3	6,4	10,1	8,6	5,6	4,1	0,2	6,1	10,0	8,5
mar.	4,3	0,8	0,3	5,7	9,4	9,0	5,1	3,3	-2,0	5,6	11,0	9,4
apr.	4,3	0,9	0,2	5,0	9,5	9,5	4,8	3,5	-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.	4,7	2,4	-0,3	4,4	9,4	9,4	3,8	2,9	-2,1	1,5	7,8	11,9
lug.	4,4	2,5	-0,5	4,8	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	1,2	-3,9	2,8	6,8	12,1
set.	4,0	2,7	-1,0	3,4	7,9	9,4	2,9	2,1	-0,1	1,2	5,0	9,3
ott.	4,0	2,6	-0,1	3,5	7,6	8,7	3,2	1,7	1,3	3,0	5,3	8,5
nov.	3,3	2,7	-2,1	4,0	6,4	10,0	3,1	1,9	0,6	4,8	4,9	9,1
dic.	4,0	3,1	-0,8	4,4	7,2	9,4	4,3	3,4	0,8	7,4	6,5	7,0

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

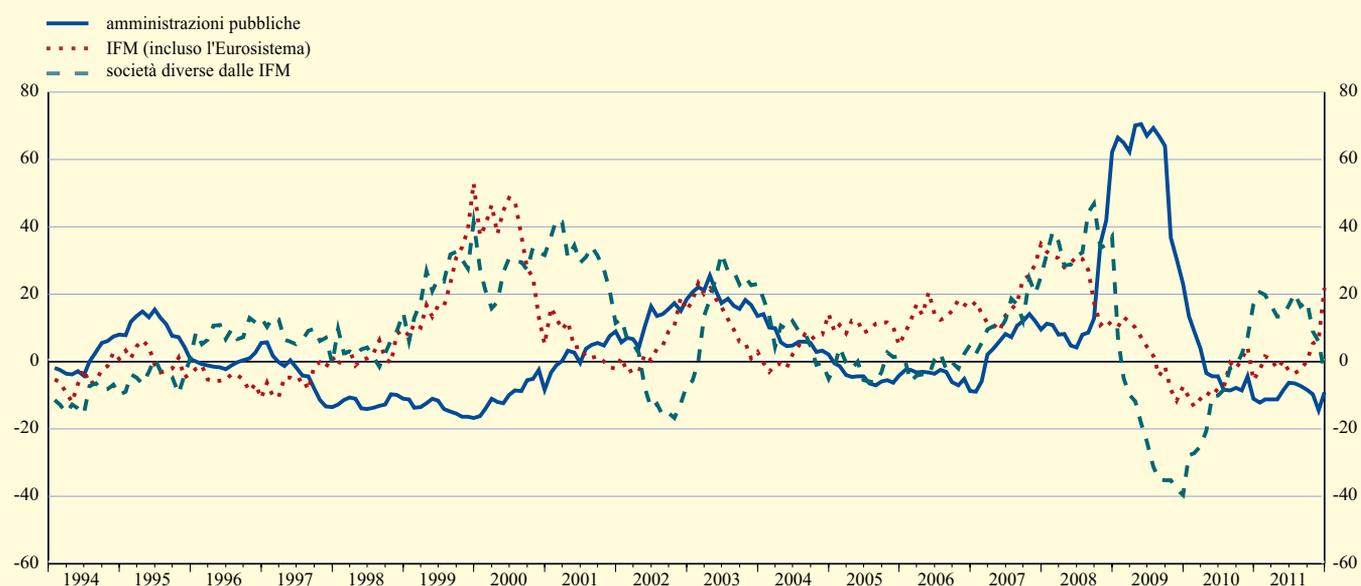
1) Per i dettagli del calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche. I tassi di crescita sui sei mesi sono stati annualizzati.

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

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
	13	14	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche	19	20	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24		
Tutte le valute												
2010	8,8	5,7	6,4	19,6	9,9	8,8	-0,6	-3,9	0,7	-1,5	6,4	27,5
2011	6,4	5,0	3,5	6,3	7,8	7,7	-0,6	-1,4	-5,2	-1,9	22,3	16,1
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	3,8	6,4	8,2	7,9	-0,4	-2,1	-4,6	-1,5	23,5	18,4
3° trim.	6,6	6,2	4,3	5,2	7,4	8,9	-1,4	-1,4	-7,7	-2,3	25,7	13,0
4° trim.	5,6	5,6	2,7	4,5	6,1	8,1	-0,9	-0,5	-6,6	-2,5	21,0	13,9
2011 lug.	6,8	6,2	4,5	5,6	7,7	9,0	-1,3	-1,3	-7,2	-1,9	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	6,4	4,7	4,3	6,4	8,3	-1,5	-1,2	-8,2	-3,7	28,3	13,4
ott.	5,7	5,7	3,5	4,2	6,2	7,5	-0,5	-1,0	-6,1	-2,9	25,8	12,7
nov.	5,2	5,2	1,7	4,6	5,8	8,5	-1,6	0,0	-7,5	-2,3	14,6	15,1
dic.	5,5	5,7	1,1	5,0	6,3	8,0	0,6	0,4	-4,0	-1,0	18,7	14,4
Euro												
2010	9,1	5,6	7,4	19,9	10,0	8,3	-0,3	-3,3	0,5	-1,9	5,9	26,2
2011	6,5	4,2	3,7	6,6	8,1	7,2	-0,1	0,0	-5,7	-2,8	22,2	15,3
2011 1° trim.	7,0	2,2	3,4	9,6	9,9	4,5	1,0	-0,1	-2,7	-1,7	19,1	21,0
2° trim.	6,7	3,8	4,1	6,5	8,5	7,3	0,3	-0,6	-4,7	-2,6	23,5	18,1
3° trim.	6,7	5,4	4,5	5,9	7,6	8,6	-1,1	-0,2	-8,4	-3,5	25,6	11,1
4° trim.	5,7	5,4	2,7	4,7	6,4	8,6	-0,5	1,0	-7,3	-3,6	20,8	12,3
2011 lug.	6,9	5,4	4,8	6,3	7,9	8,4	-1,2	-0,2	-8,2	-3,3	24,3	10,7
ago.	6,6	5,6	4,1	6,1	7,4	9,0	-1,6	-0,5	-9,1	-3,7	25,6	11,5
set.	6,2	5,7	4,5	4,8	6,6	8,4	-1,4	0,0	-9,5	-4,6	28,3	11,4
ott.	5,8	5,4	3,5	4,5	6,4	8,2	0,0	0,5	-6,6	-3,9	25,6	11,0
nov.	5,5	5,2	1,9	4,7	6,1	9,0	-1,2	1,5	-8,0	-3,4	14,3	13,7
dic.	5,7	5,7	0,9	5,0	6,5	8,7	0,9	1,9	-4,9	-2,1	18,4	13,1

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

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

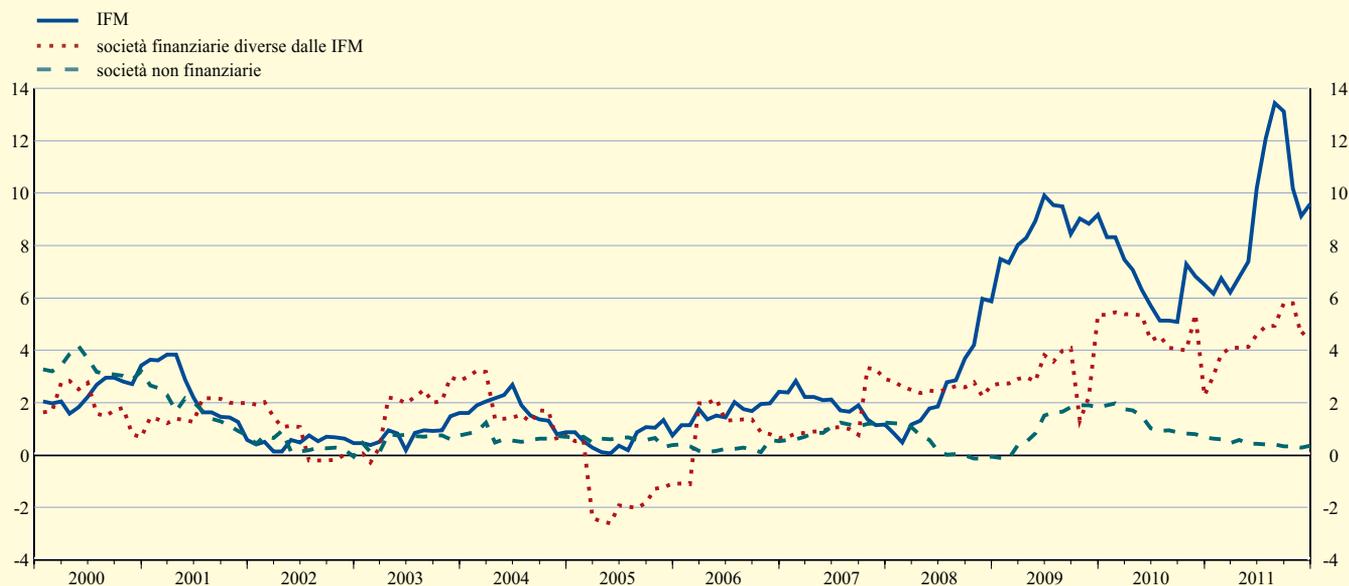
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 2008=100	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2009 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	3.880,5	0,4
lug.	4.504,3	105,7	1,9	458,8	12,1	325,5	4,9	3.720,0	0,4
ago.	3.975,3	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	3.394,7	0,3
nov.	3.893,4	106,0	1,5	330,6	9,1	271,5	4,6	3.291,3	0,3
dic.	3.906,8	106,1	1,6	340,1	9,6	270,7	4,9	3.296,0	0,4

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

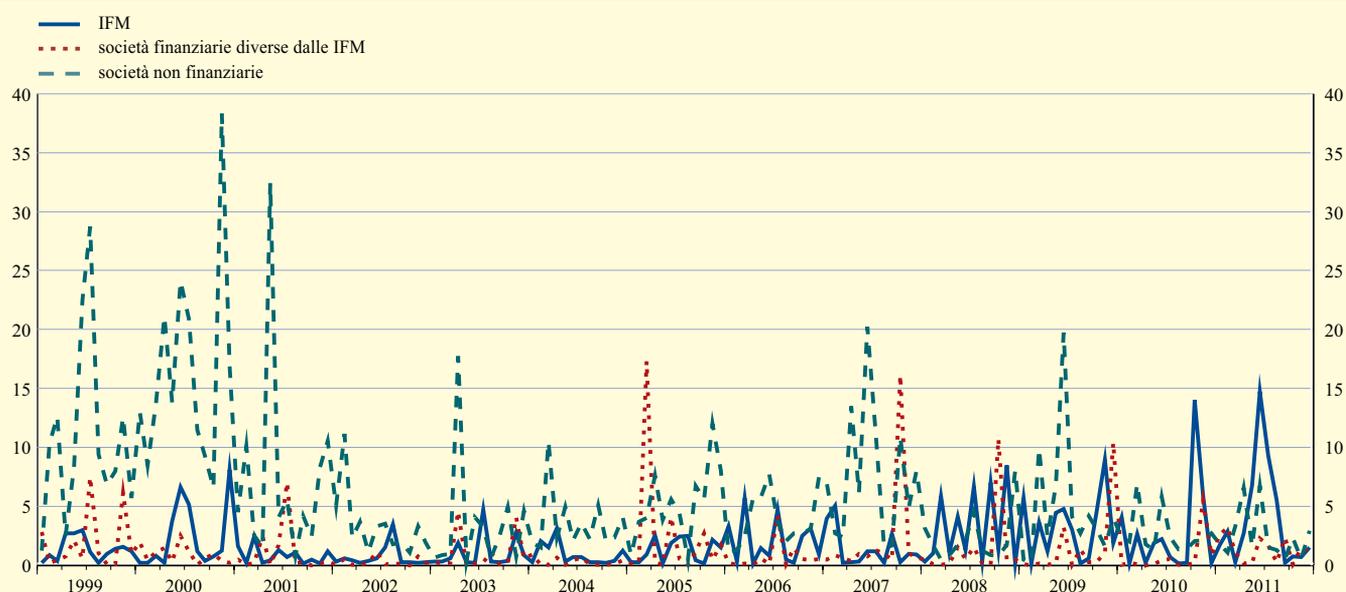
(miliardi di euro; valori di mercato)

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 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.	9,4	0,5	8,8	2,7	0,0	2,7	0,1	0,0	0,1	6,5	0,5	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
dic.	5,6	1,0	4,6	1,5	0,0	1,5	1,2	0,0	1,2	2,9	1,0	1,9

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

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



Fonte: BCE.

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

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

1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso ²⁾		A vista	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2011 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	3,06	1,81	1,97	0,65	1,50	2,76	2,90	1,38
2012 gen.	0,53	2,96	3,48	3,14	1,83	1,96	0,61	1,27	2,95	2,92	1,22

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

	Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Debiti da carte di credito revolving ²⁾	Credito al consumo				(TAEG) ⁴⁾	Prestiti per acquisto di abitazione				(TAEG) ⁴⁾	Prestiti a imprese individuali e a società di persone		
			Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso variabile e fino a 1 anno		Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso variabile e fino a 1 anno		Periodo iniziale di determinazione del tasso		
			oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	oltre 1 e fino a 5 anni			oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni	oltre 1 e fino a 5 anni			oltre 5 anni		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2011 feb.	8,09	16,81	5,37	6,13	7,83	7,30	2,95	3,83	4,06	3,92	3,89	3,36	4,63	4,30	
mar.	8,04	16,88	5,43	6,22	7,82	7,32	3,00	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	17,17	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	17,11	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.	8,37	17,08	5,26	6,44	7,64	7,16	3,49	3,74	3,81	3,95	4,02	4,13	4,84	3,92	
2012 gen.	8,46	17,06	5,63	6,58	8,08	7,57	3,50	3,71	3,75	4,03	4,03	3,88	4,76	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
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2011 feb.	4,12	3,98	4,20	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	4,38	4,63	4,99	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	3,64	3,99	3,87	4,06
set.	4,54	4,59	4,94	4,79	4,94	4,46	4,31	2,84	3,44	3,69	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	3,78	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	3,42	3,92	3,60	3,71
dic.	4,67	4,89	5,15	4,98	5,05	4,58	4,27	3,02	3,74	3,11	3,95	3,73	3,75
2012 gen.	4,64	4,93	5,35	4,78	5,04	4,40	4,33	2,66	3,70	3,06	3,45	2,70	3,80

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 ^{1) *}
(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)

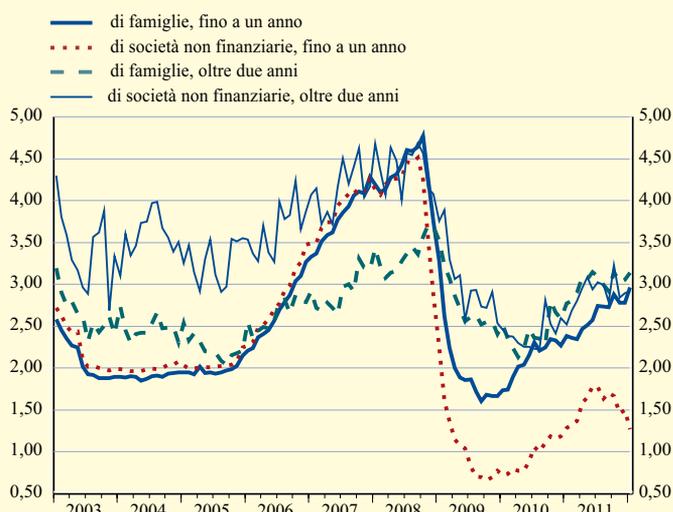
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista ²⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ^{2), 3)}		A vista ²⁾	Con durata prestabilita			
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2011 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	2,70	2,80	1,80	1,96	0,67	2,17	3,16	2,24	
dic.	0,54	2,73	2,78	1,81	1,97	0,65	2,14	3,13	2,37	
2012 gen.	0,53	2,76	2,77	1,83	1,96	0,61	2,09	3,16	2,47	

5. Tassi di interesse sui prestiti (consistenze)

	Prestiti alle famiglie						Prestiti a società non finanziarie		
	Prestiti per acquisto di abitazione con durata prestabilita			Credito al consumo e altri prestiti con durata prestabilita			Con durata prestabilita		
	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2011 feb.	3,67	3,81	3,82	7,88	6,43	5,20	3,64	3,47	3,46
mar.	3,71	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	3,79	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	6,44	5,34	4,20	3,90	3,76
dic.	4,12	3,74	3,89	8,11	6,43	5,31	4,26	3,87	3,72
2012 gen.	4,06	3,71	3,87	8,14	6,39	5,28	4,23	3,80	3,68

F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

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

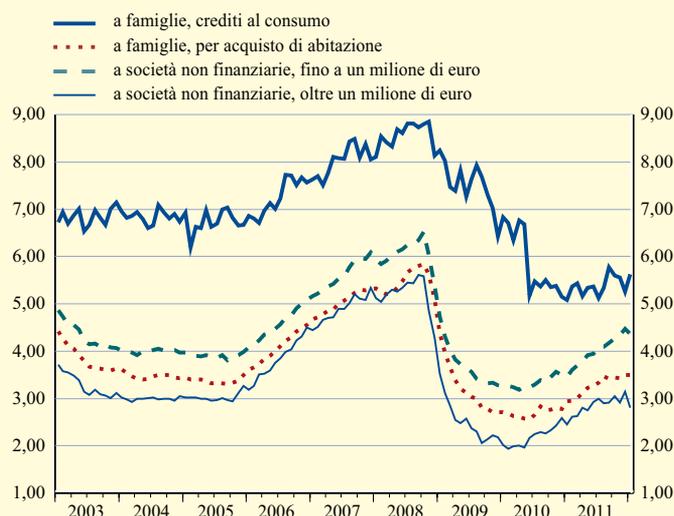


Fonte: BCE.

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

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

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



4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

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

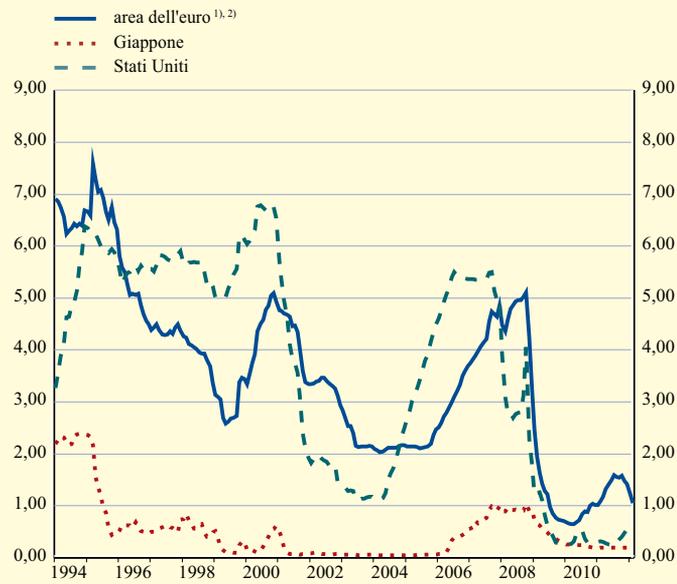
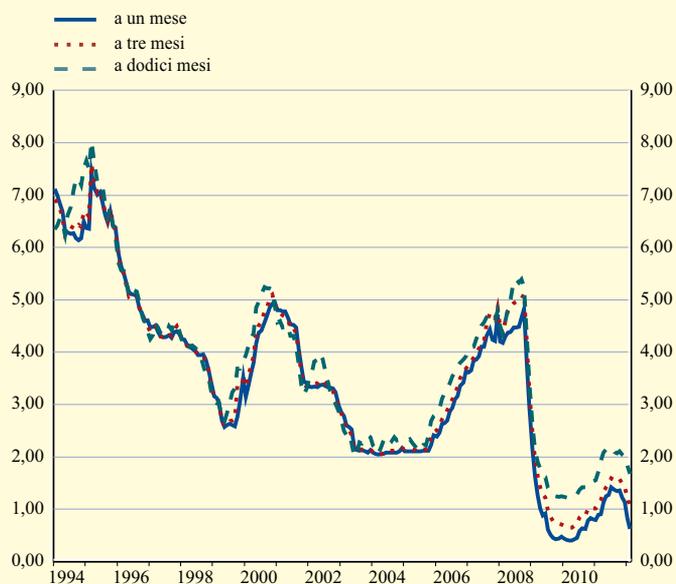
	Area dell'euro ^{1),2)}					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 1	Depositi a un mese (Euribor) 2	Depositi a tre mesi (Euribor) 3	Depositi a sei mesi (Euribor) 4	Depositi a dodici mesi (Euribor) 5	Depositi a tre mesi (Libor) 6	Depositi a tre mesi (Libor) 7
2009	0,71	0,89	1,22	1,43	1,61	0,69	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 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
feb.	0,37	0,63	1,05	1,35	1,68	0,50	0,20

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

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

F24 Tassi di interesse del mercato monetario a tre mesi

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



Fonte: BCE.

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

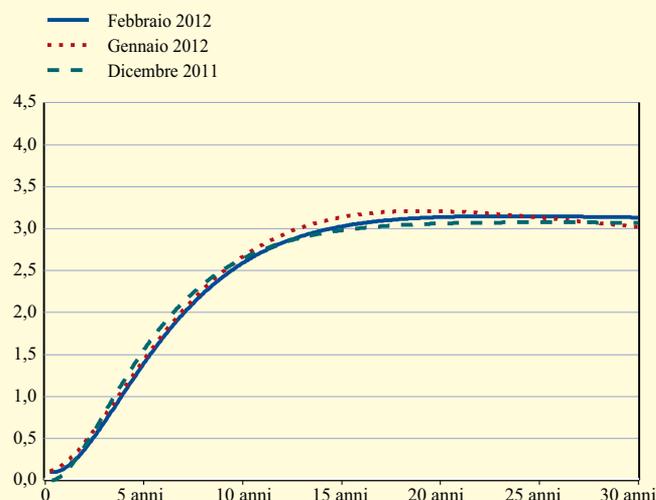
4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro¹⁾

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

	Tassi a pronti								Tassi istantanei a termine			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	7 anni	10 anni	10 anni- 3 mesi (spread)	10 anni- 2 anni (spread)	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 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
feb.	0,11	0,15	0,37	1,39	1,99	2,59	2,49	2,22	0,29	0,95	3,06	4,06

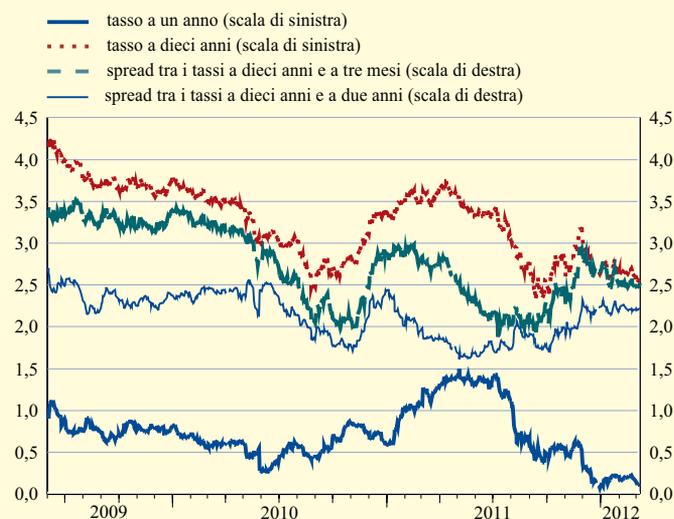
F25 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro²⁾

(valori percentuali su base annua; fine periodo)



F26 Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro²⁾

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



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

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

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

4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx ¹⁾												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	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 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
feb.	247,2	2.508,2	507,2	152,1	377,3	327,0	134,4	336,3	223,9	254,6	300,1	477,6	1.352,5	9.242,3

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

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

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



PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati ²⁾	
	Indice 2005 = 100	Totale	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	81,8	58,5	41,5	100,0	11,9	7,2	28,5	11,0	41,5	88,2	11,8
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	0,2	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	0,0	6,3	0,5	2,4	3,3
2° trim.	113,1	2,8	1,8	3,3	1,9	0,9	1,1	0,4	0,5	2,8	0,6	2,6	3,6
3° trim.	112,9	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	0,7	1,0	0,9	0,9	1,5	0,3	2,9	3,5
2011 set.	113,5	3,0	2,0	3,7	1,9	0,5	0,4	0,2	1,2	0,9	0,0	2,9	3,5
ott.	113,9	3,0	2,0	3,9	1,8	0,2	0,5	0,4	0,0	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	0,0	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.	113,4	2,6	1,9	3,2	1,9	0,3	0,3	-0,4	0,0	2,6	0,2	2,5	3,5
feb. ³⁾		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	19,1	11,9	7,2	39,5	28,5	11,0	10,1	6,0	6,5	3,1	14,5	7,3
	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	3,3	-1,8	2,3	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 ago.	2,7	3,6	1,1	3,1	0,0	11,8	1,8	1,5	3,5	-1,8	2,3	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	2,1	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
2012 gen.	3,1	4,1	1,6	3,2	0,9	9,2	1,8	1,5	2,8	-2,4	2,1	2,6

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 ¹⁾	Prezzi degli immobili residenziali ²⁾
	Totale (indice 2005 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici		
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo						
						Totale	Durevoli	Non durevoli				
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	3,2	.
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	11,3	2,6	.
2011 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	5,3	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	1,6	3,4	2,5	3,5	12,3	-	-
nov.	119,5	5,4	4,7	2,9	3,4	1,4	3,4	2,5	3,6	12,4	-	-
dic.	119,2	4,3	3,7	2,5	2,7	1,6	3,1	2,3	3,2	9,4	-	-
2012 gen.	120,1	3,7	3,3	1,9	1,6	1,3	3,0	2,4	3,0	9,2	-	-

3. Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

in perc. del totale	Prezzo del petrolio ³⁾ (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche						Deflatori del PIL							
		Ponderati in base alle importazioni ⁴⁾			Ponderati in base all'utilizzo ⁵⁾			Totale (destagionalizzato; indice 2000=100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ⁶⁾	Importazioni ⁶⁾
		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	2,0	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	2,0	-0,4	-3,4	-6,0
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	1,0	2,8	5,0
2011	79,7	12,2	22,4	7,7	12,9	20,7	7,5	109,4	1,4	2,2	2,5	1,0	2,0	3,6	5,7
2010 4° trim.	64,4	48,6	36,6	54,7	48,7	48,4	48,9	108,3	1,0	1,8	2,2	0,7	1,5	4,1	6,4
2011 1° trim.	77,3	42,9	46,1	41,4	41,0	47,2	36,6	108,8	1,3	2,4	2,5	0,8	2,2	5,2	8,0
2° trim.	81,3	11,6	28,8	4,6	13,3	26,2	5,1	109,3	1,4	2,2	2,5	1,0	1,9	3,7	5,7
3° trim.	79,3	3,8	16,7	-1,6	4,9	11,7	0,3	109,7	1,5	2,3	2,5	1,0	1,9	3,2	5,3
4° trim.	80,7	-2,5	3,6	-5,2	-1,7	4,4	-6,0	109,9	1,5	2,2	2,5	1,4	2,0	2,7	4,5
2011 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	-	-	-	-	-	-	-	-
feb.	89,7	-7,5	-10,6	-6,0	-6,5	-6,5	-6,5	-	-	-	-	-	-	-	-

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

- 1) 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
Costo del lavoro per unità di prodotto¹⁾												
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	1,8
2011 1° trim.	109,7	0,3	0,5	-1,4	0,0	-1,3	1,8	3,0	4,4	3,1	0,8	2,0
2° trim.	110,4	1,2	-0,5	0,6	0,1	0,0	3,2	3,6	3,5	3,4	0,6	3,3
3° trim.	110,2	1,3	-1,8	0,1	-0,8	1,7	3,6	1,2	3,3	2,9	0,8	2,9
Redditi per occupato												
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
Produttività del lavoro per occupato²⁾												
2009	99,8	-2,5	1,9	-8,8	0,0	-3,6	1,6	3,7	3,4	-4,2	0,0	-0,2
2010	102,2	2,4	2,9	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	3,7	8,0	1,0	2,7	3,3	0,5	0,6	-0,5	-0,5	-1,3
2011 1° trim.	103,4	2,1	3,8	5,8	4,6	3,3	0,2	-1,0	-2,1	-0,4	0,4	-0,7
2° trim.	103,3	1,2	4,0	3,8	2,4	1,7	-0,9	-0,5	-1,5	-0,7	0,8	-1,2
3° trim.	103,6	1,0	5,3	2,9	3,6	0,6	-0,7	1,7	0,1	-0,2	0,8	-0,8
Redditi per ora lavorata												
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
Produttività per ora lavorata³⁾												
2009	102,2	-0,8	2,8	-4,9	1,6	-2,5	2,1	5,4	4,5	-2,9	0,3	1,2
2010	104,1	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	1,9	3,3	5,7	1,5	3,1	3,7	0,8	-0,4	-0,5	-0,3	-0,5
2011 1° trim.	105,0	1,6	1,4	3,4	3,0	3,5	0,0	-1,1	-2,7	-0,5	0,1	-0,6
2° trim.	105,2	1,3	4,9	2,8	2,5	2,1	-0,8	-0,2	0,3	-0,4	0,6	-1,1
3° trim.	105,2	0,8	6,3	2,1	3,1	0,5	-1,6	1,9	0,6	-0,5	0,5	-1,7

5. Indicatori del costo del lavoro³⁾

	Totale (indice dest.) 2008 = 100)	Totale	Per componente			Per settore di attività			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ⁴⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore 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	8	
2010	104,3	1,6	1,5	1,9	1,0	1,8	1,8	1,7	
2011								2,0	
2011 1° trim.	106,2	2,5	2,3	3,3	2,4	1,9	2,6	2,0	
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	
4° trim.								2,0	

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 ¹⁾			
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>									
2008	9.244,3	9.159,0	5.207,1	1.898,9	1.989,7	63,2	85,3	3.882,1	3.796,8
2009	8.930,1	8.812,0	5.127,3	1.986,8	1.741,4	-43,5	118,1	3.273,6	3.155,5
2010	9.160,9	9.046,1	5.261,6	2.013,7	1.751,0	19,8	114,9	3.747,8	3.632,9
2011	9.425,8	9.293,6	5.406,2	2.036,1	1.811,7	39,6	132,2	4.120,5	3.988,2
2010 4° trim.	2.311,3	2.282,8	1.333,7	504,7	440,5	4,0	28,5	979,6	951,1
2011 1° trim.	2.340,2	2.318,4	1.343,6	508,0	451,9	14,9	21,9	1.009,1	987,3
2° trim.	2.353,6	2.325,5	1.346,9	509,2	453,8	15,6	28,2	1.023,9	995,8
3° trim.	2.365,0	2.326,4	1.355,6	509,5	453,3	8,1	38,7	1.044,3	1.005,6
4° trim.	2.362,9	2.321,0	1.358,6	510,4	451,9	0,1	41,9	1.042,1	1.000,2
<i>in percentuale del PIL</i>									
2011	100,0	98,6	57,4	21,6	19,2	0,4	1,4	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2010 4° trim.	0,3	0,2	0,4	0,0	-0,3	-	-	1,5	1,5
2011 1° trim.	0,8	0,5	0,1	0,1	1,7	-	-	1,3	0,7
2° trim.	0,1	-0,2	-0,4	0,1	-0,1	-	-	1,2	0,4
3° trim.	0,1	-0,2	0,3	-0,2	-0,3	-	-	1,4	0,7
4° trim.	-0,3	-0,7	-0,4	-0,2	-0,7	-	-	-0,4	-1,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2008	0,4	0,3	0,4	2,3	-1,1	-	-	1,0	0,9
2009	-4,3	-3,7	-1,2	2,6	-12,1	-	-	-12,7	-11,7
2010	1,9	1,1	0,9	0,5	-0,5	-	-	11,3	9,6
2011	1,4	0,5	0,2	0,1	1,4	-	-	6,1	3,9
2010 4° trim.	2,0	1,5	1,1	-0,1	1,3	-	-	11,8	11,1
2011 1° trim.	2,4	1,6	0,9	0,4	3,5	-	-	9,9	8,1
2° trim.	1,6	0,7	0,3	0,3	1,5	-	-	6,3	4,2
3° trim.	1,3	0,3	0,3	0,0	1,0	-	-	5,5	3,3
4° trim.	0,7	-0,5	-0,6	-0,3	0,6	-	-	3,6	0,6
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>									
2010 4° trim.	0,3	0,2	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	-	-
2011 1° trim.	0,8	0,5	0,0	0,0	0,3	0,1	0,3	-	-
2° trim.	0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,1	0,3	-	-
3° trim.	0,1	-0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,3	-	-
4° trim.	-0,3	-0,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	0,3	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>									
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	-	-
2011	1,4	0,5	0,1	0,0	0,3	0,1	1,0	-	-
2010 4° trim.	2,0	1,5	0,6	0,0	0,3	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	0,2	0,1	0,3	0,1	0,9	-	-
3° trim.	1,3	0,3	0,1	0,0	0,2	0,0	1,0	-	-
4° trim.	0,7	-0,5	-0,3	-0,1	0,1	-0,3	1,3	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

5.2 Produzione e domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

2. Valore aggiunto per branca di attività economica

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività di 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>												
2008	8.299,0	141,8	1.652,7	560,8	1.597,9	358,6	384,9	930,3	859,4	1.520,8	291,9	945,3
2009	8.037,1	125,5	1.465,2	537,0	1.517,6	360,5	427,3	904,2	817,8	1.581,9	300,1	893,0
2010	8.222,0	137,4	1.550,7	512,6	1.561,3	357,7	437,5	922,2	830,6	1.609,1	302,8	938,9
2011	8.455,2	143,9	1.633,0	519,3	1.615,9	355,0	435,5	959,6	853,8	1.630,4	308,7	970,6
2010 4° trim.	2.073,9	35,2	395,7	127,2	395,5	89,0	108,6	234,4	209,8	402,3	76,2	237,4
2011 1° trim.	2.098,4	37,0	402,9	130,7	402,5	88,6	107,6	235,5	210,9	405,9	76,9	241,8
2° trim.	2.109,5	36,9	406,2	130,1	404,6	88,5	108,1	238,6	212,4	407,6	76,5	244,1
3° trim.	2.121,4	35,6	412,0	129,8	405,6	88,8	109,7	240,4	213,7	408,2	77,5	243,6
4° trim.	2.122,8	35,3	406,8	131,0	406,6	88,8	110,2	241,8	215,0	408,9	78,4	240,2
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2011	100,0	1,7	19,3	6,1	19,1	4,2	5,2	11,3	10,1	19,3	3,7	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2010 4° trim.	0,3	0,7	1,3	-1,2	0,4	0,9	-0,3	0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,1
2011 1° trim.	0,7	1,6	1,2	1,4	1,2	-1,0	1,2	-0,3	1,0	0,4	0,2	1,0
2° trim.	0,1	0,4	0,4	-0,3	0,0	0,3	0,1	0,1	0,4	0,2	-0,8	0,1
3° trim.	0,2	0,5	0,3	-0,6	0,1	0,3	0,8	0,1	0,4	0,1	0,8	-0,5
4° trim.	-0,2	0,4	-2,0	-0,2	0,0	1,4	-0,2	0,4	0,0	0,1	0,5	-0,9
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2008	0,6	1,9	-2,3	-1,2	1,1	2,7	1,0	1,2	1,8	1,9	1,5	-1,4
2009	-4,3	-0,3	-13,4	-6,8	-5,4	0,7	3,8	0,6	-6,6	1,4	0,9	-4,0
2010	2,0	2,0	6,6	-4,4	2,5	2,5	0,9	0,5	1,7	0,8	0,2	1,0
2011	1,5	1,7	3,3	-0,7	2,1	0,8	0,3	0,7	2,4	0,5	0,0	1,3
2010 4° trim.	2,1	2,3	6,8	-2,9	3,0	2,7	-0,5	0,4	2,3	0,3	-0,3	1,2
2011 1° trim.	2,2	1,3	5,5	0,7	3,6	0,9	-1,0	0,4	2,8	0,6	0,2	3,5
2° trim.	1,6	2,3	3,9	-0,9	2,7	0,3	-0,6	0,3	2,5	0,7	-0,8	1,5
3° trim.	1,4	3,2	3,3	-0,7	1,7	0,5	1,8	0,1	1,9	0,7	0,1	0,6
4° trim.	0,8	2,8	-0,1	0,3	1,3	1,0	1,9	0,4	1,8	0,8	0,7	-0,2
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2010 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.	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
3° trim.	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
4° trim.	-0,2	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2008	0,6	0,0	-0,5	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,3	0,1	-
2009	-4,3	0,0	-2,7	-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	-
2011	1,5	0,0	0,6	0,0	0,4	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2010 4° trim.	2,1	0,0	1,2	-0,2	0,6	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,0	-
2011 1° trim.	2,2	0,0	1,0	0,0	0,7	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,1	0,0	-
2° trim.	1,6	0,0	0,7	-0,1	0,5	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,0	-
3° trim.	1,4	0,1	0,6	0,0	0,3	0,0	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	-
4° trim.	0,8	0,0	0,0	0,0	0,2	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	Industria escluse le costruzioni												Costruzioni
	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Industria escluse le costruzioni e i beni energetici									Beni energetici		
		Totale	Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo						
							Totale	Durevoli	Non durevoli				
100,0	77,8	77,8	69,2	68,7	28,1	22,3	18,3	2,6	15,7	9,1	22,2		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2009	-13,7	90,7	-14,8	-15,9	-16,0	-19,0	-20,9	-4,9	-17,3	-2,9	-5,3	-6,8	
2010	4,5	97,4	7,4	7,8	7,8	10,1	9,1	3,4	2,5	3,5	3,8	-7,2	
2011	2,8	100,9	3,6	4,8	4,8	4,2	8,8	0,9	0,6	1,0	-4,8	-0,5	
2011 1° trim.	5,0	100,8	6,6	8,2	8,2	9,0	13,3	1,4	2,9	1,2	-2,3	-1,5	
2° trim.	2,5	101,1	4,1	5,4	5,4	4,3	9,4	2,2	1,1	2,4	-5,4	-4,4	
3° trim.	3,8	101,9	4,0	4,9	4,9	3,8	9,9	0,9	1,9	0,8	-3,2	2,1	
4° trim.	0,1	99,9	-0,2	0,9	1,0	0,0	3,7	-0,7	-3,1	-0,4	-8,3	2,2	
2011 lug.	4,4	102,1	4,3	5,2	5,3	4,2	11,8	-0,1	4,2	-0,7	-4,1	3,0	
ago.	5,4	103,2	6,0	7,0	7,1	5,4	13,1	2,8	3,0	2,8	-2,1	2,6	
set.	2,0	100,4	2,2	2,9	2,9	2,2	6,0	0,3	-1,0	0,4	-3,4	0,9	
ott.	0,3	100,6	1,0	1,9	1,8	0,4	4,9	0,2	-3,1	0,8	-5,0	-2,0	
nov.	0,4	100,2	0,1	1,1	1,2	-0,2	4,9	-1,6	-3,0	-1,3	-6,5	1,3	
dic.	-0,5	99,0	-2,0	-0,2	-0,2	-0,3	1,1	-0,9	-3,2	-0,6	-12,5	8,6	
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2011 lug.	1,5	-	1,5	1,4	1,6	0,8	3,5	0,1	7,0	-0,5	0,1	1,9	
ago.	0,5	-	1,1	1,2	1,2	0,7	1,6	0,9	-2,5	1,4	0,9	1,0	
set.	-2,2	-	-2,7	-2,5	-2,8	-1,8	-3,8	-1,6	-3,6	-1,5	-2,0	-1,4	
ott.	-0,1	-	0,2	0,1	0,2	-0,6	1,0	0,6	-1,2	0,7	-0,7	-0,9	
nov.	0,2	-	-0,4	-0,3	-0,1	0,3	0,1	-1,4	0,1	-1,6	-0,2	2,0	
dic.	-1,3	-	-1,2	-1,0	-1,0	-1,5	-1,7	0,2	0,0	0,0	-1,9	-1,9	

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 ¹⁾ (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	A prezzi costanti						Migliaia (dest.) ²⁾	Totale	
	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Totale	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari		Carburante			
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici				
100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	38,4	51,0	9,0	12,8	10,6	13	14	
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	100,5	-2,5	-1,7	-2,4	-1,9	-4,2	-5,7	925	3,3
2010	102,7	17,6	105,3	10,2	2,1	101,5	0,9	0,5	1,8	2,2	1,1	-2,8	843	-8,5
2011	111,4	8,5	114,7	8,8	1,6	100,9	-0,5	-0,9	0,0	-1,4	0,0	-3,2	838	-1,1
2011 1° trim.	111,9	18,5	113,9	13,7	2,1	101,4	0,1	-1,1	1,2	-0,2	1,7	-1,2	867	-3,1
2° trim.	114,1	11,6	114,6	9,8	1,7	100,8	-0,5	-0,5	0,0	1,7	-1,2	-3,4	825	-1,8
3° trim.	110,8	5,3	115,8	8,8	1,7	101,2	-0,5	-0,8	0,1	-2,3	-0,1	-4,3	824	2,9
4° trim.	108,8	-0,5	114,4	3,7	0,9	100,3	-1,1	-1,1	-1,0	-4,1	-0,2	-3,7	836	-1,7
2011 ago.	112,9	5,9	117,1	10,3	2,0	101,4	-0,1	0,1	0,4	-1,1	-1,3	-3,0	823	6,1
set.	107,4	1,5	114,1	6,6	1,5	100,8	-1,2	-0,1	-1,8	-8,4	-0,4	-4,1	833	1,3
ott.	108,9	1,4	114,2	4,8	1,8	100,7	-0,7	-0,4	-1,0	-4,1	-0,4	-4,3	822	-0,6
nov.	106,9	-2,4	114,7	3,8	1,1	100,4	-1,4	-1,5	-1,0	-4,3	-1,2	-3,9	828	-3,3
dic.	110,5	-0,6	114,2	2,5	-0,1	99,9	-1,3	-1,3	-1,0	-3,9	0,9	-2,9	857	-1,1
2012 gen.	.	.	.	.	0,8	100,2	0,0	-0,9	1,1	.	.	.	752	-13,3
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>														
2011 set.	-	-4,9	-	-2,6	-0,2	-	-0,6	0,0	-1,1	-5,4	-0,1	-0,4	-	1,2
ott.	-	1,4	-	0,1	0,2	-	-0,1	0,0	0,2	3,4	0,2	-0,3	-	-1,3
nov.	-	-1,8	-	0,5	-0,1	-	-0,3	-0,7	-0,1	0,4	-0,9	-0,4	-	0,6
dic.	-	3,3	-	-0,4	-0,3	-	-0,5	-0,8	-0,4	-0,1	1,1	-0,5	-	3,6
2012 gen.	-	.	-	.	0,1	-	0,3	0,5	0,5	.	.	.	-	-12,2

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 percentuali¹⁾, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico ²⁾ (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata ³⁾ (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie				
		Clima di fiducia					Totale ⁴⁾	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale ⁴⁾	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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	80,4	-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 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	-7,0	-16,4	6,5	1,9	80,0	-20,7	-10,9	-27,4	33,1	-11,6
feb.	94,4	-5,8	-14,2	6,0	2,9	-	-20,3	-10,0	-24,2	36,2	-10,7

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale ⁴⁾	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale ⁴⁾	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale ⁴⁾	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
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	2,2	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	6,5
4° trim.	-27,4	-32,5	-22,3	-11,1	-13,6	14,0	-5,7	-1,6	-6,4	-1,7	3,3
2011 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	-0,7	3,9
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	-2,6	3,3
2012 gen.	-28,1	-33,2	-22,9	-15,5	-18,3	16,3	-11,9	-0,7	-7,3	0,6	4,7
feb.	-24,5	-31,3	-17,7	-14,3	-14,6	16,9	-11,2	-0,9	-6,8	-1,0	5,1

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

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

5.3 Mercato del lavoro ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

1. Occupazione

	Per status occupazionale			Per settore di attività									
	Totale	Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Ammin. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persone occupate													
<i>livelli (migliaia)</i>													
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
Ore lavorate													
<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
Ore lavorate per persona occupata													
<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

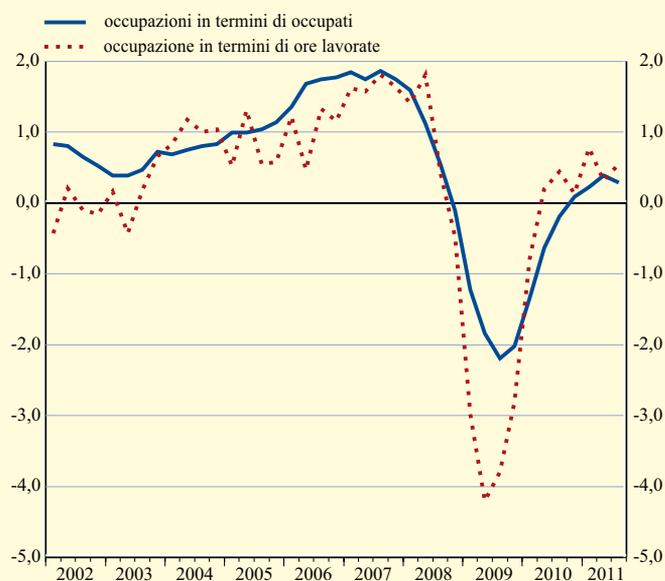
(dati destagionalizzati salvo diversa indicazione)

2. Disoccupazione e posti vacanti¹⁾

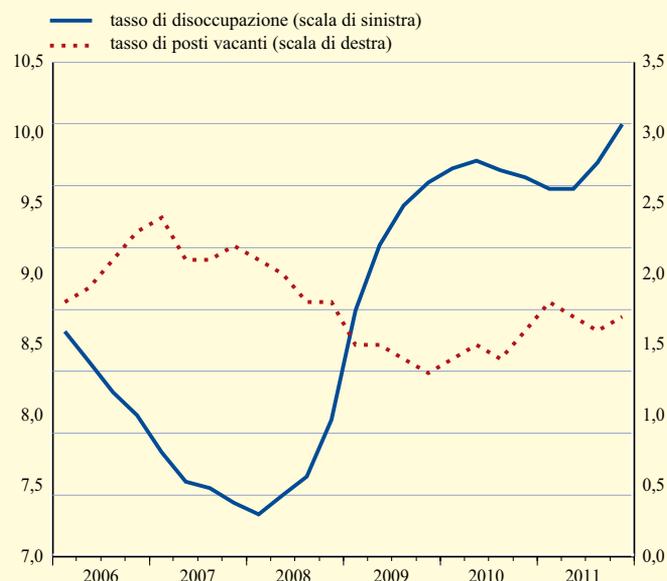
	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti ²⁾ in perc. del totale dei posti di lavoro
	Totale		Per età ³⁾				Per genere ⁴⁾				
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
in perc. del totale nel 2010	100,0		79,5		20,5		54,0		46,0		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008	11,971	7,6	9,295	6,6	2,676	16,0	6,045	7,0	5,927	8,5	1,9
2009	15,052	9,6	11,768	8,4	3,285	20,3	8,147	9,4	6,905	9,8	1,4
2010	15,927	10,1	12,655	8,9	3,271	20,9	8,594	10,0	7,333	10,3	1,5
2011	16,030	10,2	12,817	9,0	3,213	20,9	8,535	9,9	7,495	10,5	1,7
2010 4° trim.	15,830	10,1	12,633	8,9	3,197	20,6	8,466	9,8	7,364	10,4	1,6
2011 1° trim.	15,690	10,0	12,509	8,8	3,181	20,6	8,344	9,7	7,345	10,3	1,8
2° trim.	15,731	10,0	12,560	8,8	3,170	20,6	8,372	9,7	7,358	10,3	1,7
3° trim.	16,092	10,2	12,884	9,0	3,208	20,8	8,534	9,9	7,557	10,5	1,6
4° trim.	16,607	10,5	13,313	9,3	3,294	21,4	8,890	10,3	7,717	10,8	1,7
2011 ago.	16,045	10,2	12,860	9,0	3,185	20,7	8,504	9,9	7,540	10,5	-
set.	16,272	10,3	13,032	9,1	3,240	21,0	8,639	10,0	7,633	10,6	-
ott.	16,437	10,4	13,174	9,2	3,263	21,2	8,784	10,2	7,653	10,7	-
nov.	16,644	10,5	13,327	9,3	3,317	21,5	8,883	10,3	7,761	10,8	-
dic.	16,740	10,6	13,437	9,4	3,303	21,5	9,002	10,4	7,738	10,8	-
2012 gen.	16,925	10,7	13,611	9,5	3,314	21,6	9,118	10,5	7,807	10,9	-

F28 Occupazione: occupati e ore lavorate

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



F29 Tasso di disoccupazione e tasso di posti vacanti²⁾



Fonte: Eurostat.

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



FINANZA PUBBLICA

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

1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette					Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE	Contributi sociali		Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale		
		Famiglie	Imprese	Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti									
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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 ³⁾		
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE			
													A carico delle istituzioni dell'UE	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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 ⁴⁾							
	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 (+) ⁵⁾

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2007	-0,3	0,2	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 ¹⁾
(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: per strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ²⁾			Altri creditori ³⁾	
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie		Altri settori
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	68,2	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 ⁴⁾				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Ammini- strazioni centrali	Ammini- strazioni statali	Ammini- strazioni locali	Enti di previ- denza e assistenza sociale	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute
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 ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: per fonte, strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Fonte della variazione			Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori ⁶⁾
		Fabbisogno ²⁾	Effetti di rivalutazione ³⁾	Altre variazioni in volume ⁴⁾	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ⁵⁾	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 (+) ⁷⁾	Raccordo disavanzo-debito ⁸⁾											Altro ⁹⁾	
		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 ¹⁰⁾	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 ¹⁾
(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate trimestrali

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	Imposte in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
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 ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario ²⁾

	Totale 1	Strumento finanziario				5
		Banconote, monete e depositi 2	Prestiti 3	Titoli a breve termine 4	Titoli a lungo termine	
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	

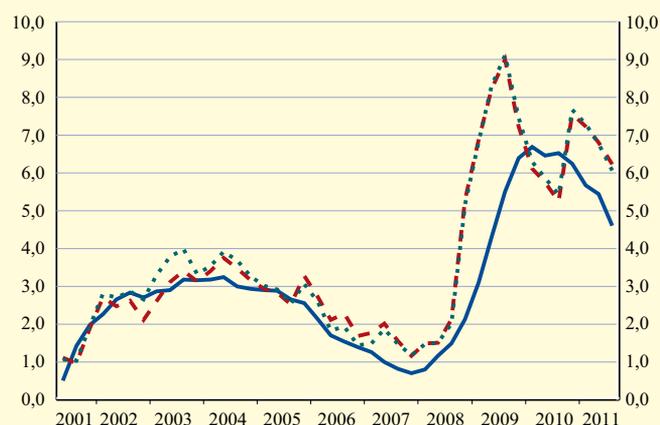
2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

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

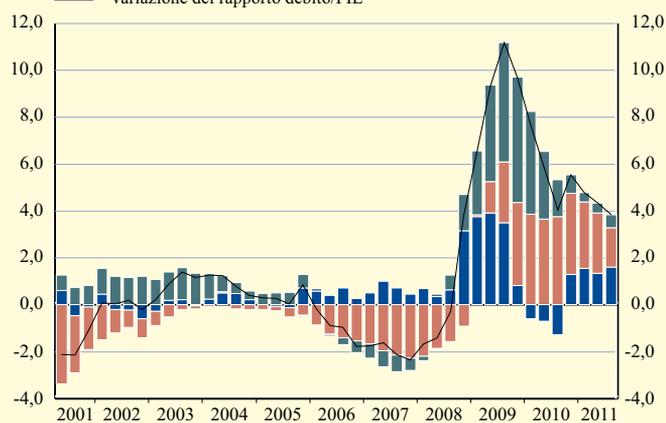
- disavanzo
- - - variazione del debito
- ... fabbisogno



F31 Debito (definizione di Maastricht)

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

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



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

1) Dati relativi agli Euro 17. I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati.

2) I dati sulle consistenze nel trimestre *t* sono espressi in percentuale della somma del PIL nel trimestre *t* e nei tre trimestri precedenti.



TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

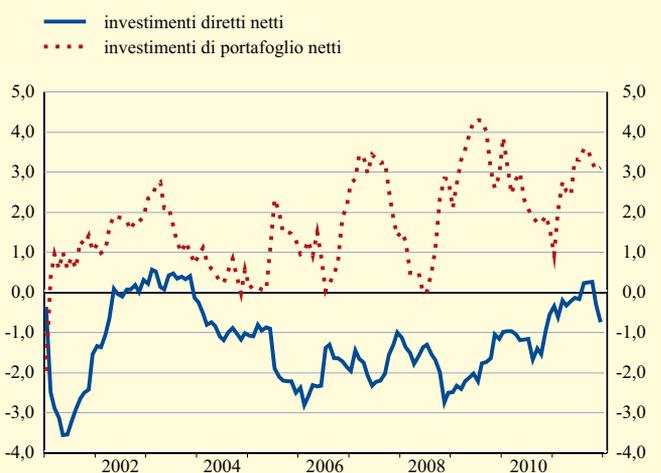
7.1 Bilancia dei pagamenti ¹⁾ (miliardi di euro; transazioni nette)

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario						Errori e omissioni
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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
2011	-31,5	6,0	59,6	7,5	-104,5	9,8	-21,6	9,3	-69,8	293,4	-23,4	-180,9	-10,1	12,4
2010 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
4° trim.	20,8	18,9	13,7	7,1	-18,8	5,1	25,9	-34,7	-14,4	-23,0	-7,3	16,8	-6,8	8,8
2010 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.	1,9	6,7	3,0	1,8	-9,5	2,2	4,1	-6,7	-8,0	1,5	0,6	-0,5	-0,2	2,5
dic.	16,3	10,5	5,4	2,1	-1,7	1,4	17,7	-23,0	1,3	2,0	-7,1	-13,7	-5,4	5,3
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2011 dic.	-31,5	6,0	59,6	7,5	-104,5	9,8	-21,6	9,3	-69,8	293,4	-23,4	-180,9	-10,1	12,4
<i>flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>														
2011 dic.	-0,3	0,1	0,6	0,1	-1,1	0,1	-0,2	0,1	-0,7	3,1	-0,2	-1,9	-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)



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



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

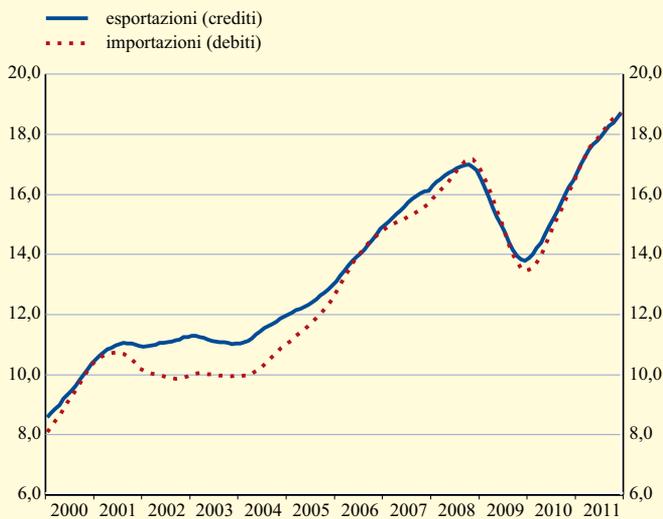
7.2 Conto corrente e conto capitale (miliardi di euro; transazioni)

1. Conto corrente e conto capitale: principali voci

	Conto corrente													Conto capitale	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti				Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti		Debiti			
											Rimesse dei lavoratori		Rimesse dei lavoratori		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
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
2011	2.879,8	2.911,3	-31,5	1.768,6	1.762,5	542,7	483,1	480,1	472,6	88,4	.	193,0	.	23,3	13,4
2010 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
4° trim.	752,8	731,9	20,8	461,9	443,0	139,6	125,9	123,1	116,0	28,2	.	47,0	.	9,4	4,4
2011 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.	247,7	245,8	1,9	159,5	152,9	43,3	40,3	39,1	37,3	5,8	.	15,3	.	3,1	0,9
dic.	261,4	245,1	16,3	150,0	139,5	49,6	44,2	47,0	45,0	14,8	.	16,5	.	3,9	2,5
	Dati destagionalizzati														
2011 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	.	.	.
4° trim.	729,0	734,4	-5,5	450,7	442,3	136,9	122,7	120,3	121,6	21,0	.	47,9	.	.	.
2011 ott.	241,2	247,8	-6,6	147,0	151,0	46,4	41,1	39,1	40,0	8,7	.	15,7	.	.	.
nov.	244,9	245,8	-0,9	152,7	147,6	45,1	40,4	41,8	41,2	5,3	.	16,6	.	.	.
dic.	242,8	240,8	2,0	150,9	143,6	45,5	41,2	39,5	40,4	7,0	.	15,6	.	.	.
	flussi cumulati sui 12 mesi														
2011 dic.	2.877,3	2.907,9	-30,6	1.765,5	1.761,4	542,0	482,6	480,3	471,1	89,5	.	192,8	.	.	.
	flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL														
2011 dic.	30,5	30,9	-0,3	18,7	18,7	5,8	5,1	5,1	5,0	1,0	.	2,0	.	.	.

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

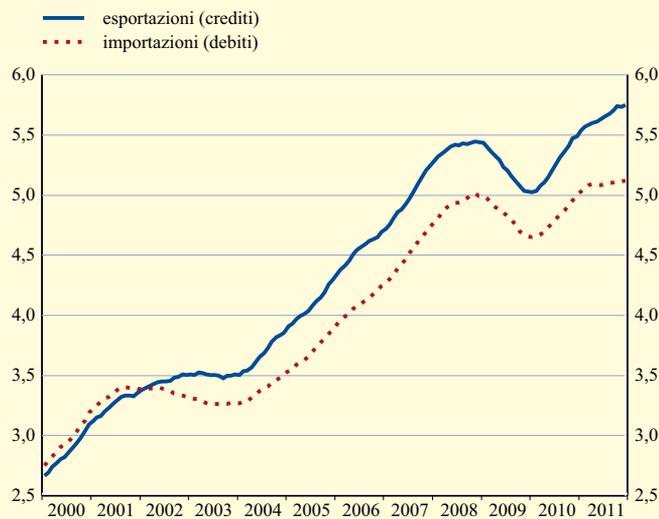
(dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

F35 B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei servizi

(dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



7.2 Conto corrente e conto capitale

(miliardi di euro)

2. Conto dei redditi

(transazioni)

	Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale													
	Crediti	Debiti	Totale		Investimenti diretti						Investimenti di portafoglio				Altri investimenti	
			Crediti	Debiti	Su azioni e altre partecipazioni				Su debito		Dividendi		Interessi		Crediti	Debiti
					Crediti	Debiti	Utili reinvestiti	Utili reinvestiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5											6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
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
	Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	Crediti															
Conto corrente	2.832,7	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
Conto capitale	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
	Debiti															
Conto corrente	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
Conto capitale	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
	Saldo															
Conto corrente	-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
Conto capitale	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 ¹⁾			Totale in perc. del PIL			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze (posizioni patrimoniali sull'estero)														
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	177,1	-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	163,9	178,1	-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	164,5	178,3	-13,8	4.960,3	3.850,3	4.574,8	7.511,6	-46,0	5.296,3	5.363,3	646,7
Variazioni nelle consistenze														
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	6,0	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	5,6	0,9	55,1	48,7	-187,8	-129,9	2,6	218,5	214,0	65,7
Transazioni														
2008	429,9	551,3	-121,3	19,3	24,6	-5,2	336,6	105,5	5,0	266,4	84,5	0,5	179,4	3,4
2009	-128,9	-114,9	-14,0	-6,1	-5,4	-0,7	334,7	231,9	94,0	355,3	-21,1	-531,9	-702,1	-4,6
2010	490,0	534,1	-44,1	21,7	23,6	-1,9	174,9	125,0	145,6	293,6	-17,4	176,7	115,5	10,3
2011	381,7	391,0	-9,3	16,6	17,1	-0,5	237,1	167,4	-60,3	233,1	23,4	171,4	-9,5	10,1
2011 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
4° trim.	-148,4	-183,1	34,7	-6,1	-7,6	1,4	51,2	36,8	-55,9	-78,8	7,3	-157,8	-141,1	6,8
2011 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.	-47,5	-54,1	6,7	.	.	.	13,2	5,2	-23,2	-21,7	-0,6	-37,1	-37,6	0,2
dic.	-38,1	-61,1	23,0	.	.	.	19,7	21,0	3,4	5,3	7,1	-73,7	-87,4	5,4
Altre variazioni														
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
Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio														
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
Altre variazioni dovute ad altre rettifiche														
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
Altre variazioni dovute ad altre rettifiche														
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
Tassi di crescita delle consistenze														
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 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
4° trim.	2,5	2,4	-	.	.	.	5,0	4,5	-1,4	3,1	.	3,5	-0,1	1,6

Fonte: BCE.

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

7.3 Conto finanziario

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

2. Investimenti diretti

	All'estero da residenti						Nell'area dell'euro da non residenti							
	Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
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
Transazioni														
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 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
4° trim.	51,2	44,8	0,0	44,8	6,4	1,0	5,5	36,8	17,3	1,2	16,2	19,5	-0,1	19,6
2011 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.	13,2	16,2	-0,8	17,0	-3,0	0,3	-3,2	5,2	2,1	0,7	1,4	3,1	0,0	3,1
dic.	19,7	14,5	0,7	13,8	5,2	0,5	4,7	21,0	10,1	0,4	9,7	10,9	0,0	10,9
Tassi di crescita														
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 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
4° trim.	5,0	5,5	5,7	5,5	3,2	-19,7	3,5	4,5	5,4	5,9	5,4	1,6	-31,6	2,1

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

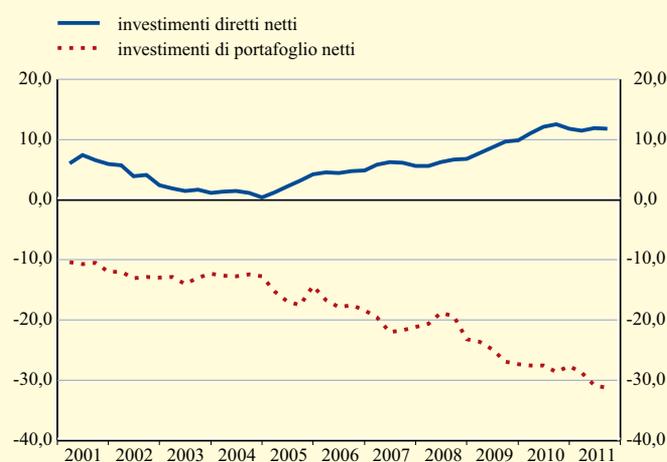
(importi in essere a fine periodo; in percentuale del PIL)



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		non IFM	Obbligazioni e note					Strumenti di mercato monetario				
		Totale	IFM	Euro-sistema	non IFM		Totale	IFM	Euro-sistema	non IFM	Amministrazioni pubbliche	Totale	IFM	Euro-sistema	non IFM	Amministrazioni pubbliche
						1											2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)																
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
Transazioni																
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 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
4° trim.	-55,9	-26,6	-4,0	-0,3	-22,6	.	-27,4	-26,5	0,6	-0,9	.	-1,9	-7,0	-0,8	5,1	.
2011 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.	-23,2	-14,1	-0,7	0,0	-13,4	.	-12,1	-14,6	0,4	2,5	.	3,0	0,6	-1,1	2,4	.
dic.	3,4	-6,0	-0,1	-0,2	-6,0	.	-2,8	-5,3	-0,4	2,5	.	12,2	14,9	6,6	-2,7	.
Tassi di crescita																
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 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° trim.	-1,4	-3,6	-15,3	-17,6	-3,0	.	-0,6	-8,3	16,3	2,9	.	4,3	1,9	23,2	12,1	.

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
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)												
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 2° 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
3° 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
Transazioni												
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 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
4° trim.	-78,8	-6,9	8,8	-15,8	-24,3	-16,6	-7,7	.	-47,6	-6,6	-41,0	.
2011 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	-16,5	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.	-21,7	-5,8	9,8	-15,6	-2,5	-4,1	1,7	.	-13,5	7,4	-20,8	.
dic.	5,3	8,9	-3,1	12,0	17,4	11,3	6,0	.	-20,9	-9,3	-11,7	.
Tassi di crescita												
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 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
4° trim.	3,1	0,9	-0,5	1,2	4,9	6,5	4,3	.	4,7	54,1	-5,0	.

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

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

5. Altri investimenti: attività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Banconote, monete e depositi 11	12	13	14	Banconote, monete e depositi 15
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
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
Transazioni															
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 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
4° trim.	-157,8	-8,7	.	.	-171,1	.	.	16,5	.	.	12,9	5,5	.	.	9,2
2011 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.	-37,1	-3,4	.	.	-47,4	.	.	9,4	.	.	6,8	4,3	.	.	6,7
dic.	-73,7	-1,9	.	.	-51,0	.	.	0,3	.	.	-1,5	-21,0	.	.	-17,5
Tassi di crescita															
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 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
4° trim.	3,5	-7,2	.	.	1,3	.	.	2,1	.	.	45,9	7,6	.	.	10,8

6. Altri investimenti: passività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
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
Transazioni															
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 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
4° trim.	-141,1	90,3	.	.	-259,6	.	.	4,9	.	.	.	23,4	.	.	.
2011 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.	-37,6	-2,8	.	.	-38,8	.	.	-0,2	.	.	.	4,2	.	.	.
dic.	-87,4	100,6	.	.	-186,8	.	.	2,2	.	.	.	-3,4	.	.	.
Tassi di crescita															
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 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
4° trim.	-0,1	51,4	.	.	-9,2	.	.	45,2	.	.	.	7,8	.	.	.

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

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

7. Riserve ufficiali¹⁾

	Riserve ufficiali													Per memoria					
	Totale	Oro monetario		DSP	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera								Altre attività	Altre attività in valuta estera	Deflussi previsti netti a breve termine di valuta estera	Assegnazione di DSP		
		in miliardi di euro	in milioni di once			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli				Strumenti finanziari derivati						
		1	2				3	4	5	6	7	8						9	10	11	12	13
	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 dic.	667,1	422,1	346,846	54,0	30,1	160,9	5,3	7,8	148,1	-	-	-	-0,4	0,0	97,4	-86,0	55,9		
2012 gen.	702,4	459,1	346,845	53,5	29,7	159,8	4,7	9,0	146,4	-	-	-	-0,2	0,2	95,5	-79,3	55,5		
	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 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	-	-	-	-	-
4° trim.	6,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	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 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	-	-	-	-	-	-	-
4° trim.	1,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

8. Debito estero lordo

	Totale	Per strumento					Per settore (esclusi gli investimenti diretti)				
		Prestiti, banconote, monete e depositi	Strumenti di mercato monetario	Obbligazioni e note	Crediti commerciali	Altre passività	Investimenti diretti: prestiti intersocietari	Amministrazioni pubbliche	Eurosistema	IFM (escluso l'Eurosistema)	Altri settori
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	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.	117,5	51,3	5,4	40,7	2,2	2,4	15,4	24,2	2,9	49,7	25,3
2° trim.	119,4	50,8	5,9	42,6	2,3	2,3	15,5	25,1	3,0	49,8	26,0
3° trim.	123,0	52,3	6,0	44,3	2,3	2,6	15,4	26,0	3,4	50,9	27,3

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
2010	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
Investimenti diretti	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
Investimenti di portafoglio: attività	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
Altri investimenti	-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
dal 4° trim. 2010 al 3° trim. 2011	Transazioni cumulate														
Investimenti diretti	-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
Investimenti di portafoglio: attività	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
Altri investimenti	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 ¹⁾

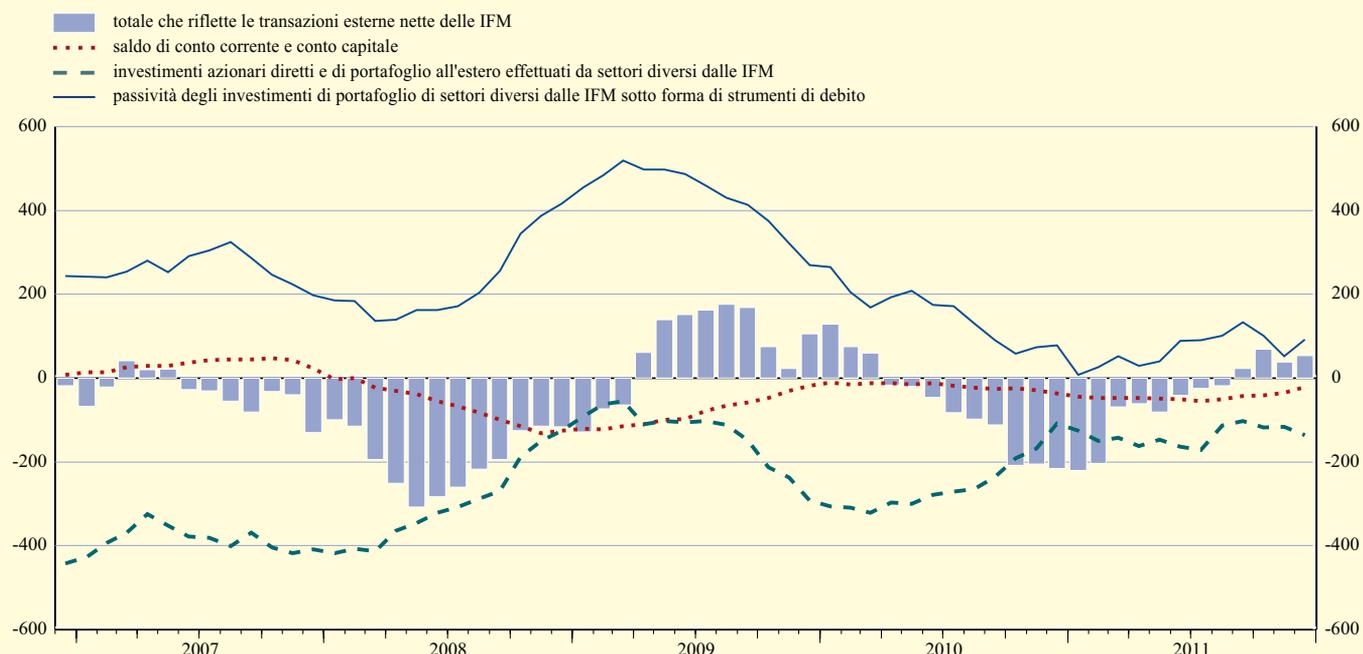
(miliardi di euro; transazioni)

Voci di bilancia dei pagamenti che riflettono le transazioni nette delle IFM

	Totale	Saldo di conto corrente e conto capitale	Transazioni di istituzioni diverse dalle IFM								Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni
			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio				Altri investimenti			
			All'estero da residenti	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività		Passività		Attività	Passività		
					Azioni	Strumenti di debito	Azioni	Strumenti di debito				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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
2011	53,8	-21,6	-225,1	166,5	49,2	-62,1	32,9	91,6	-139,1	172,6	-23,4	12,4
2010 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
4° trim.	-27,0	25,9	-50,3	35,8	22,6	-4,3	-15,8	-48,7	-22,0	28,2	-7,3	8,8
2010 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.	-38,0	4,1	-13,8	4,5	13,4	-5,0	-15,6	-19,2	-13,7	4,0	0,6	2,5
dic.	50,0	17,7	-18,5	20,6	6,0	0,2	12,0	-5,6	20,7	-1,2	-7,1	5,3
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2011 dic.	53,8	-21,6	-225,1	166,5	49,2	-62,1	32,9	91,6	-139,1	172,6	-23,4	12,4

F38 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM ¹⁾

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)



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

7.5 Commercio di beni
1. Esportazioni e importazioni in valore e in volume, per categoria merceologica¹⁾
(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Settore manifatturiero	Totale			Per memoria: Settore mani- fatturiero	Petrolio		
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2010	20,0	22,5	1.533,4	765,6	311,3	420,1	1.269,4	1.547,6	946,6	230,0	348,5	1.018,4	247,4
2011	12,7	12,2	1.735,7	.	.	.	1.422,1	1.740,5	.	.	.	1.093,9	.
2011 1° trim.	21,5	24,0	427,1	214,5	86,1	116,1	350,1	436,0	276,3	59,8	91,8	277,7	75,6
2° trim.	13,0	12,8	429,2	216,0	86,9	116,2	350,7	436,2	280,8	58,8	89,7	275,1	78,8
3° trim.	9,5	9,5	436,8	219,1	87,4	118,8	358,9	439,9	282,0	58,9	91,5	275,3	81,8
4° trim.	8,4	4,2	442,5	.	.	.	362,3	428,4	.	.	.	265,7	.
2011 lug.	5,1	7,5	141,9	71,4	28,3	38,4	116,5	145,5	93,7	19,5	29,9	90,6	27,6
ago.	13,9	12,6	148,1	74,2	29,9	40,4	122,6	149,8	95,9	20,3	31,1	94,9	27,3
set.	9,9	8,5	146,8	73,5	29,2	40,0	119,8	144,5	92,4	19,2	30,6	89,8	26,8
ott.	5,8	7,9	143,7	72,5	27,8	39,5	116,9	143,2	91,2	19,6	30,4	89,1	26,8
nov.	10,1	3,9	149,3	74,0	30,9	40,2	121,7	143,3	91,5	19,5	29,8	89,0	26,8
dic.	9,3	0,8	149,5	.	.	.	123,7	142,0	.	.	.	87,6	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2009	-16,4	-13,6	119,6	115,0	119,0	128,1	115,9	109,8	101,0	115,7	136,7	111,1	101,8
2010	14,9	10,7	136,8	132,5	138,5	143,7	133,9	120,9	113,0	131,1	143,3	127,8	100,9
2010 4° trim.	15,1	10,3	142,9	137,6	149,7	148,4	139,5	123,8	116,5	134,5	145,4	132,1	102,9
2011 1° trim.	13,3	7,7	146,1	141,2	149,7	152,6	143,1	125,2	117,8	133,0	145,1	133,9	98,7
2° trim.	8,2	2,6	146,8	140,9	152,3	154,3	144,0	123,8	116,7	133,7	143,3	134,1	94,6
3° trim.	5,2	2,6	148,1	142,2	152,1	155,4	146,3	124,7	117,6	134,5	142,9	133,5	100,4
2011 giu.	0,2	-4,5	142,4	137,8	147,4	147,2	140,0	119,9	113,3	126,5	140,2	129,3	93,6
lug.	1,3	1,4	144,6	139,1	147,8	150,8	142,5	124,5	117,9	134,1	141,1	132,2	101,9
ago.	9,1	4,6	150,6	144,1	156,5	158,6	149,6	126,6	119,2	138,7	143,9	137,4	100,4
set.	5,5	1,9	149,1	143,5	152,0	156,7	146,6	123,1	115,8	130,8	143,8	130,8	99,0
ott.	0,2	0,4	144,8	139,8	144,7	153,4	141,4	121,2	113,7	133,5	141,1	129,0	98,1
nov.	4,8	-4,6	151,3	144,6	158,6	156,5	148,0	121,0	113,8	131,1	138,1	129,4	97,0

2. Prezzi²⁾
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (f.o.b.) ³⁾							Prezzi all'importazione dei prodotti industriali (c.i.f.)						
	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Settore mani- fatturiero	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Settore mani- fatturiero		
		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			
in perc. del totale	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	4,9	0,9	1,8	25,5	3,9	118,7	8,0	3,0	-1,5	2,9	26,8	2,8
4° trim.	110,6	3,7	3,8	1,8	2,3	20,3	3,6	119,7	7,4	0,4	0,6	3,4	24,3	2,6
2011 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	3,4	27,1	2,8
dic.	110,8	3,1	3,1	1,8	2,2	14,6	3,1	120,1	5,5	-1,0	0,7	2,8	18,0	1,6
2012 gen.	111,9	3,1	2,3	1,9	2,5	17,7	3,1	122,2	5,5	-1,2	1,0	2,4	17,9	1,7

Fonte: Eurostat.

- I raggruppamenti dei prodotti seguono la classificazione per destinazione economica (*Broad Economic Categories* - BEC). A differenza dei raggruppamenti della tavola 2, i beni intermedi e i beni di consumo comprendono i prodotti agricoli ed energetici.
- I raggruppamenti di prodotti seguono la classificazione dei "Raggruppamenti principali di industrie". A differenza dei raggruppamenti della tavola 1, i beni intermedi e di consumo non includono i prodotti agricoli ed energetici. Il settore manifatturiero ha una composizione diversa rispetto ai dati indicati nelle colonne 7 e 12 della tavola 1. I dati riportati sono indici dei prezzi che indicano variazioni pure dei prezzi per un paniere di prodotti e non sono semplici rapporti dei valori e dei volumi indicati nella tavola 1, i quali risentono delle variazioni della composizione e della qualità dei beni scambiati. Questi indici differiscono dai deflatori del PIL per le importazioni e le esportazioni (cfr. tavola 3 della sezione 5.1), poiché questi ultimi comprendono tutti i beni e i servizi nonché anche il commercio transfrontaliero all'interno dell'area dell'euro.
- I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono agli scambi diretti tra produttori interni e clienti non nazionali. A differenza dei dati riportati nella tavola 1 per i valori e i volumi, non sono incluse le esportazioni da parte di grossisti e le reimportazioni.

7.5 Commercio di beni

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

3. Scomposizione per area geografica

	Totale	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia		Africa	America Latina	Altri paesi	
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Esportazioni (f.o.b.)															
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	18,0
2011	1.735,7	.	.	.	.	79,9	108,6	56,6	197,5	405,5	115,3	39,4	111,0	84,5	.
2010 3° trim.	397,2	7,6	13,4	50,0	53,8	17,1	23,9	12,1	47,8	92,2	24,0	8,9	26,8	19,0	4,1
4° trim.	404,9	8,2	14,1	50,2	56,3	17,4	24,7	13,3	46,2	93,3	25,5	9,0	27,5	19,2	3,9
2011 1° trim.	427,1	8,0	15,0	53,1	59,2	18,7	25,9	15,3	49,9	99,5	28,9	9,3	28,0	20,1	0,3
2° trim.	429,2	8,2	15,4	52,1	60,2	20,0	26,5	14,3	48,1	98,5	27,3	9,5	27,1	21,0	3,6
3° trim.	436,8	8,3	15,6	53,4	60,9	20,6	28,2	13,6	48,5	101,6	28,6	10,2	27,6	21,3	2,9
4° trim.	442,5	.	.	.	.	20,5	28,0	13,4	51,0	105,9	30,5	10,5	28,3	22,1	.
2011 lug.	141,9	2,8	5,2	17,2	19,8	6,6	9,0	4,5	15,6	33,0	9,2	3,2	9,0	6,9	1,3
ago.	148,1	2,8	5,3	18,4	20,8	7,0	9,5	4,5	17,1	34,6	9,9	3,5	9,2	7,3	0,2
set.	146,8	2,8	5,1	17,9	20,3	7,1	9,7	4,5	15,8	34,0	9,6	3,4	9,4	7,0	1,4
ott.	143,7	2,8	4,7	17,7	19,9	6,5	9,4	4,4	15,7	34,4	10,2	3,6	9,3	6,9	1,3
nov.	149,3	2,8	4,7	18,2	20,3	7,0	9,3	4,3	17,4	35,4	10,2	3,5	9,5	7,3	1,8
dic.	149,5	.	.	.	.	7,0	9,3	4,7	17,9	36,0	10,1	3,4	9,5	7,9	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2011	100,0	.	.	.	.	4,6	6,3	3,3	11,4	23,4	6,6	2,3	6,4	4,9	.
Importazioni (c.i.f.)															
2010	1.547,6	27,4	47,3	147,8	195,6	112,7	73,4	30,9	129,8	494,6	208,6	51,4	119,2	75,3	-50,0
2011	1.740,5	.	.	.	.	137,6	80,2	34,8	139,0	546,3	216,8	52,4	128,5	90,2	.
2010 3° trim.	400,7	6,9	12,5	37,5	50,1	28,2	18,7	7,8	34,3	130,4	55,6	13,2	29,7	19,4	-10,9
4° trim.	407,6	7,0	12,5	38,6	52,5	30,2	18,3	8,3	34,1	128,5	54,2	13,1	32,6	21,0	-14,5
2011 1° trim.	436,0	7,2	13,2	40,9	55,7	35,4	18,9	9,0	35,4	136,2	54,9	13,7	35,8	21,5	-17,4
2° trim.	436,2	7,5	13,3	40,8	56,3	35,1	19,6	8,9	34,1	139,6	55,9	12,7	30,6	21,9	-15,3
3° trim.	439,9	7,4	13,9	42,2	57,2	32,5	21,8	8,5	34,4	138,4	54,3	13,2	30,9	23,4	-11,8
4° trim.	428,4	.	.	.	.	34,6	19,9	8,4	35,1	132,1	51,6	12,8	31,2	23,4	.
2011 lug.	145,5	2,4	4,5	14,0	18,7	11,9	6,7	2,9	11,0	46,7	18,1	4,5	9,6	7,7	-5,3
ago.	149,8	2,4	4,8	14,1	19,1	10,1	7,9	2,9	11,6	47,3	19,0	4,5	10,8	8,1	-2,4
set.	144,5	2,5	4,6	14,2	19,3	10,5	7,3	2,8	11,8	44,4	17,2	4,3	10,5	7,6	-4,0
ott.	143,2	2,5	4,1	13,6	19,0	11,7	6,8	2,8	11,9	44,6	17,5	4,3	10,4	7,7	-6,4
nov.	143,3	2,6	4,3	13,9	19,5	11,7	6,6	2,8	11,7	43,8	17,0	4,3	10,3	7,7	-6,0
dic.	142,0	.	.	.	.	11,2	6,5	2,9	11,6	43,7	17,2	4,3	10,5	8,0	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2011	100,0	.	.	.	.	7,9	4,6	2,0	8,0	31,4	12,5	3,0	7,4	5,2	.
Saldo															
2010	-14,2	2,7	5,3	46,9	13,1	-49,3	19,3	16,5	50,8	-138,6	-113,8	-16,8	-14,4	-1,8	68,0
2011	-4,8	.	.	.	.	-57,8	28,4	21,8	58,5	-140,8	-101,4	-13,0	-17,5	-5,8	.
2010 3° trim.	-3,6	0,6	0,9	12,5	3,7	-11,2	5,2	4,4	13,6	-38,1	-31,6	-4,3	-2,9	-0,4	15,0
4° trim.	-2,7	1,2	1,5	11,6	3,7	-12,8	6,3	5,0	12,0	-35,2	-28,7	-4,1	-5,1	-1,8	18,5
2011 1° trim.	-8,9	0,8	1,8	12,2	3,5	-16,7	7,0	6,3	14,5	-36,7	-26,0	-4,4	-7,7	-1,3	17,7
2° trim.	-7,0	0,7	2,0	11,3	3,9	-15,1	6,9	5,4	14,0	-41,1	-28,6	-3,2	-3,5	-0,9	18,9
3° trim.	-3,1	1,0	1,8	11,3	3,7	-11,9	6,4	5,0	14,1	-36,8	-25,7	-3,1	-3,3	-2,2	14,7
4° trim.	14,1	.	.	.	.	-14,1	8,1	5,0	15,9	-26,2	-21,1	-2,4	-3,0	-1,4	.
2011 lug.	-3,6	0,4	0,6	3,2	1,1	-5,4	2,3	1,7	4,6	-13,6	-9,0	-1,2	-0,7	-0,7	6,7
ago.	-1,7	0,3	0,6	4,3	1,7	-3,2	1,6	1,6	5,5	-12,8	-9,1	-1,0	-1,6	-0,8	2,6
set.	2,2	0,3	0,6	3,7	1,0	-3,4	2,5	1,7	4,0	-10,4	-7,6	-0,8	-1,0	-0,6	5,4
ott.	0,5	0,3	0,6	4,1	0,9	-5,3	2,6	1,6	3,8	-10,2	-7,3	-0,7	-1,1	-0,9	7,7
nov.	6,1	0,2	0,4	4,3	0,9	-4,7	2,7	1,6	5,8	-8,3	-6,8	-0,8	-0,9	-0,4	7,7
dic.	7,5	.	.	.	.	-4,2	2,8	1,8	6,3	-7,7	-7,1	-0,9	-1,0	-0,1	.

Fonte: Eurostat.



TASSI DI CAMBIO

8.1 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

	TCE-20						TCE-40	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM reale	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
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	96,7
2° trim.	105,2	102,6	99,3	97,0	108,9	97,8	113,5	99,0
3° trim.	103,5	100,7	97,6	95,0	107,7	95,5	112,5	97,8
4° trim.	102,1	99,4	96,2	-	-	-	111,6	97,0
2011 feb.	102,4	99,7	96,9	-	-	-	110,6	96,4
mar.	104,1	101,6	98,5	-	-	-	112,3	98,1
apr.	105,9	103,4	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	98,8
lug.	104,0	101,1	98,1	-	-	-	112,4	97,7
ago.	103,9	100,9	97,9	-	-	-	112,9	98,1
set.	102,8	100,0	96,8	-	-	-	112,0	97,5
ott.	103,0	100,3	97,0	-	-	-	112,6	97,9
nov.	102,6	99,9	96,7	-	-	-	112,1	97,3
dic.	100,8	98,1	95,0	-	-	-	110,3	95,7
2012 gen.	98,9	96,4	93,0	-	-	-	108,0	93,7
feb.	99,6	97,1	93,5	-	-	-	108,4	94,0
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2012 feb.	0,7	0,7	0,5	-	-	-	0,3	0,3
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2012 feb.	-2,7	-2,7	-3,5	-	-	-	-2,0	-2,5

F39 Tassi di cambio effettivi

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)

- TCE-20 nominale
- TCE-20 deflazionato sulla base dell'IPC reale



F40 Tassi di cambio bilaterali

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)

- USD/EUR
- JPY/EUR
- - - GBP/EUR



Fonte: BCE.

1) Per la definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali.

8.2 Tassi di cambio bilaterali

(medie nel periodo indicato; unità di valuta nazionale per euro)

	Lev bulgaro	Corona ceca	Corona danese	Lat lettone	Litas lituano	Fiorino ungherese	Zloty polacco	Nuovo leu romeno	Corona svedese	Sterlina britannica	Kuna croata	Nuova lira turca
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 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
feb.	1,9558	25,042	7,4341	0,6988	3,4528	290,68	4,1835	4,3513	8,8196	0,83696	7,5815	2,3264
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2012 feb.	0,0	-1,9	0,0	0,0	0,0	-5,4	-4,4	0,2	-0,3	0,6	0,4	-2,1
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2012 feb.	0,0	3,2	-0,3	-0,7	0,0	7,2	6,5	2,5	0,4	-1,1	2,2	7,2
	Dollaro australiano	Real brasiliano	Dollaro canadese	Yuan renminbi cinese	Dollaro di Hong Kong	Corona islandese ¹⁾	Rupia indiana ²⁾	Rupia indonesiana	Shekel israeliano	Yen giapponese	Ringgit malese	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
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 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	
feb.	1,2327	2,2729	1,3193	8,3314	10,2553	-	65,0589	11,913,82	4,9474	103,77	3,9978	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2012 feb.	-0,6	-1,5	0,9	2,3	2,4	-	-1,5	1,7	0,7	4,5	-0,4	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2012 feb.	-9,0	-0,2	-2,2	-7,3	-3,5	-	4,9	-2,1	-0,9	-8,0	-3,8	
	Peso messicano	Dollaro neozelandese	Corona norvegese	Peso filippino	Rublo russo	Dollaro di Singapore	Rand sudafricano	Won sudcoreano	Franco svizzero	Baht thailandese	Dollaro statunitense	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	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 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	
feb.	16,9159	1,5845	7,5522	56,419	39,4232	1,6585	10,1289	1,485,58	1,2071	40,614	1,3224	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2012 feb.	-2,3	-1,8	-1,6	0,4	-2,5	0,5	-2,0	0,7	-0,3	-0,3	2,5	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2012 feb.	2,7	-11,6	-3,4	-5,3	-1,3	-4,8	3,2	-2,6	-7,0	-3,1	-3,1	

Fonte: BCE.

1) Il tasso di cambio più recente relativo alla corona islandese si riferisce al 3 dicembre 2008.

2) Per questa valuta la BCE calcola e pubblica tassi di cambio di riferimento per l'euro dal 1° gennaio 2009. I dati precedenti vanno intesi come indicativi.



INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO

9.1 Indicatori economici e finanziari negli altri Stati membri dell'UE (variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Bulgaria	Repubblica Ceca	Danimarca	Lettonia	Lituania	Ungheria	Polonia	Romania	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
IACP										
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 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
2012 gen.	1,9	3,8	2,8	3,4	3,4	5,6	4,1	2,8	0,7	3,6
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL										
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
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL										
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
Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno; media nel periodo										
2011 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
2012 gen.	5,30	3,39	1,74	5,74	5,35	9,51	5,68	7,02	1,70	1,47
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno; media nel periodo										
2011 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
2012 gen.	3,34	1,17	1,01	1,79	1,48	8,54	4,99	5,26	2,61	1,09
PIL a prezzi costanti										
2010	0,4	2,7	1,3	-0,3	1,4	1,3	3,9	-1,7	6,1	2,1
2011	1,7	.	1,0	.	5,9	1,7	4,3	2,5	3,9	0,8
2011 2° trim.	2,2	2,0	1,5	5,1	6,4	1,7	4,6	1,9	4,8	0,5
3° trim.	1,6	1,2	0,0	5,7	6,7	1,5	4,2	4,4	4,4	0,4
4° trim.	1,6	.	0,7	5,3	5,4	1,5	4,3	.	1,2	0,7
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL										
2009	-7,6	-1,0	3,3	11,1	7,8	1,0	-2,2	-3,6	6,9	-1,5
2010	-0,5	-3,0	5,6	4,9	4,2	2,9	-2,8	-4,2	6,5	-3,1
2011 2° trim.	1,3	-5,9	7,1	1,3	-1,7	3,3	-2,1	-7,5	6,6	-1,4
3° trim.	12,0	-5,6	8,5	2,4	6,0	4,2	-3,6	-4,3	9,2	-4,4
4° trim.	-3,5	.	6,1	.	-3,1	.	-0,5	-1,7	6,1	.
Debito estero lordo in percentuale del PIL										
2009	108,3	51,6	188,5	156,5	87,0	144,7	59,4	68,5	210,0	416,9
2010	102,7	55,8	190,7	165,4	87,4	143,4	66,0	75,8	188,9	413,9
2011 1° trim.	98,0	55,2	185,4	158,0	85,5	137,3	68,3	73,3	187,1	417,0
2° trim.	96,2	55,4	181,4	154,6	85,8	137,0	68,7	76,6	188,2	417,5
3° trim.	93,5	57,5	182,7	151,4	82,6	146,3	72,4	76,2	196,0	434,4
Costo del lavoro per unità di prodotto										
2010	5,9	-0,7	-1,0	-10,2	-7,3	-3,2	2,2	-3,5	-1,9	1,7
2011	.	.	0,1	.	.	.	.	.	-0,9	0,8
2011 2° trim.	-0,4	0,6	-0,9	2,5	-1,1	5,9	0,1	-1,2	-1,0	0,7
3° trim.	2,7	0,4	0,5	2,2	-0,9	6,2	2,0	-1,0	-0,9	1,7
4° trim.	.	.	1,1	.	.	.	.	.	0,4	1,3
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)										
2010	10,3	7,3	7,5	18,6	17,8	11,1	9,6	7,3	8,4	7,8
2011	11,1	6,8	7,6	.	15,4	10,9	9,7	7,4	7,5	.
2011 3° trim.	11,0	6,6	7,5	14,7	15,3	10,9	9,7	7,5	7,3	8,3
4° trim.	11,0	6,7	7,8	.	14,3	10,8	10,0	7,5	7,5	.
2011 nov.	11,0	6,7	7,8	.	14,3	10,7	10,0	7,6	7,5	8,4
dic.	11,2	6,8	7,9	.	14,3	10,9	10,1	7,5	7,5	.
2012 gen.	11,5	6,9	7,9	.	.	10,9	10,1	7,2	7,6	.

Fonti: BCE, Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali, Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

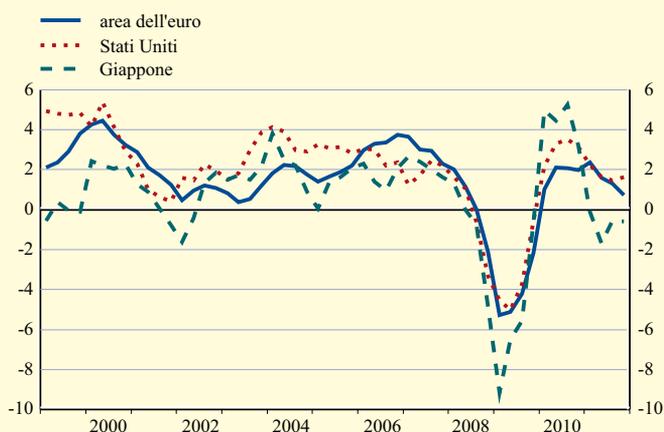
9.2 Indicatori economici e finanziari negli Stati Uniti e in Giappone

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione, in percentuale della forza lavoro ²⁾ (dest.)	Aggregato monetario ampio ³⁾	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi ⁴⁾	Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero; ⁵⁾ dati di fine periodo	Tasso di cambio ⁶⁾ (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo ⁶⁾ 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	4,5	8,7	9,5	0,48	2,10	1,3482	.	.
2011 ott.	3,5	-	-	4,6	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	-	-	4,7	8,5	9,6	0,56	2,10	1,3179	-	-
2012 gen.	2,9	-	-	4,7	8,3	10,2	0,57	1,97	1,2905	-	-
feb.	.	-	-	.	.	.	0,50	2,15	1,3224	-	-
Giappone											
2008	1,4	1,3	-1,1	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-1,9	162,9
2009	-1,4	2,9	-5,5	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	-8,8	180,0
2010	-0,7	-2,8	4,5	16,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-8,4	188,4
2011	-0,3	.	-0,7	-3,6	4,6	2,8	0,19	1,00	110,96	.	.
2010 4° trim.	-0,3	-2,5	3,2	6,0	5,0	2,5	0,19	1,18	112,10	.	.
2011 1° trim.	-0,5	0,4	-0,1	-2,6	4,7	2,5	0,19	1,33	112,57	.	.
2° trim.	-0,4	1,6	-1,7	-6,9	4,6	2,8	0,20	1,18	117,41	.	.
3° trim.	0,1	0,6	-0,5	-2,1	4,4	2,8	0,19	1,04	109,77	.	.
4° trim.	-0,3	.	-0,6	-2,9	4,5	3,0	0,20	1,00	104,22	.	.
2011 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	-	-	-4,4	4,6	3,2	0,20	1,00	102,55	-	-
2012 gen.	0,1	-	-	-1,2	.	3,1	0,20	0,98	99,33	-	-
feb.	.	-	-	.	.	.	0,20	1,01	103,77	-	-

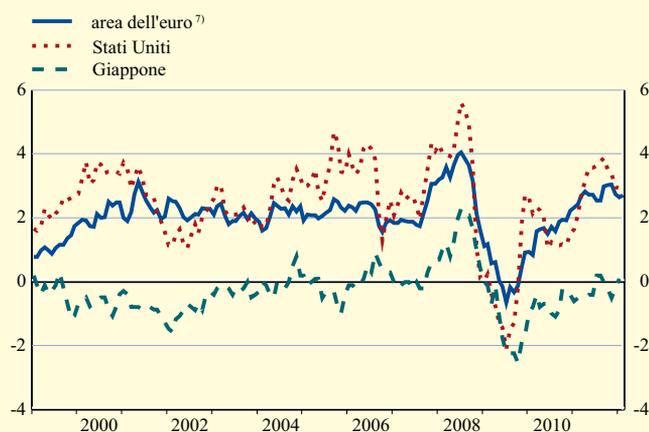
F41 PIL a prezzi costanti

(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) 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 ¹⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando

X-12-ARIMA ²⁾. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette ³⁾. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

SEZIONI DA 3.1 A 3.5

UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella sezione 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per le transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle

- 1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione "Monetary and financial statistics".
- 2) Per ulteriori dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual e*, Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia *model-based* di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall *Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.
- 3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ovvero dicembre 2008) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

passività. Nel conto delle altre variazioni e nel bilancio finanziario, il totale delle attività finanziarie risulta pari al totale delle passività per ciascuna categoria di strumento finanziario, con la sola eccezione dell'oro monetario e dei diritti speciali di prelievo che, per definizione, non sono una passività per alcun settore.

CALCOLO DEI SALDI

I saldi alla fine di ciascun conto nelle sezioni 3.1, 3.2 e 3.3 sono calcolati nei modi seguenti.

Il saldo commerciale è pari alle importazioni meno le esportazioni di beni e servizi nei confronti del resto del mondo relativamente all'area dell'euro.

Il margine operativo netto e reddito misto è definito solo per i settori residenti e viene calcolato come valore aggiunto lordo (prodotto interno lordo a prezzi di mercato per l'area dell'euro) meno redditi da lavoro dipendente (impieghi) meno altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (impieghi) meno consumo di capitale fisso (impieghi).

Il reddito nazionale netto è definito solo per i settori residenti. È calcolato come somma di margine operativo netto e reddito misto più i redditi da lavoro dipendente (risorse) più imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti più i redditi da capitale netti (risorse meno impieghi).

Anche il reddito netto disponibile è definito solo per i settori residenti ed è pari al reddito nazionale netto più imposte correnti nette sul reddito e sul patrimonio (risorse meno impieghi) più i contributi sociali netti (risorse meno impieghi) più le prestazioni sociali nette diverse dai trasferimenti sociali in natura (risorse meno impieghi) più gli altri trasferimenti correnti netti (risorse meno impieghi).

Il risparmio netto è definito per i settori residenti ed è calcolato come il reddito netto disponibile più la correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione (risorse meno impieghi) meno le spese per consumi

finali (impieghi). Per il resto del mondo, il conto corrente verso l'estero viene compilato come somma del saldo commerciale più tutti i redditi netti (risorse meno impieghi).

L'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:

$$(l) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(m) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza intende indicare che il metodo utilizzato per ottenere le “emissioni nette” nelle statistiche sulle emissioni di titoli differisce da quello impiegato per calcolare le equivalenti “transazioni” nel caso degli aggregati monetari.

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

$$(n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze nozionali al mese t . Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(o) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono riclassificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione per le emissioni totali di titoli è effettuata in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti per settore e per scadenza.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze nozionali. Le stime ottenute dei fattori stagionali vengono poi applicate alle consistenze, dalle quali si derivano le emissioni nette destagionalizzate. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

Come nelle formule l) e m), il tasso di crescita a_t per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei sei mesi che terminano nel mese t – può

4) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione “Statistics” del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione “Monetary and financial statistics”.

essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(p) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(q) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

TAVOLA 1 DELLA SEZIONE 5.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni industriali non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici viene aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

TAVOLA 2 DELLA SEZIONE 7.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando

X-12-ARIMA oppure TRAMO-SEATS a seconda della voce. I dati grezzi sui beni, sui servizi, sui redditi e sui trasferimenti correnti vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle giornate lavorative. La correzione per il numero di giornate lavorative nel conto corrente dei beni e in quello dei servizi tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. La destagionalizzazione di queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del conto corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagionalizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti dell'area dell'euro. I fattori stagionali (e quelli relativi alle giornate lavorative) vengono rivisti con frequenza semestrale o qualora ritenuto necessario.

SEZIONE 7.3

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI E ANNUALI

Il tasso di crescita sui dodici mesi per il trimestre t si calcola sulla base delle posizioni (L_t) e delle transazioni trimestrali (F_t), utilizzando la seguente formula:

$$(r) \quad a_t = \left(\prod_{i=t-3}^t \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Il tasso di crescita per le serie annuali equivale al tasso di crescita dell'ultimo trimestre dell'anno.



NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie temporali più dettagliate e più lunghe, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu). È possibile consultare i dati nello *Statistical Data Warehouse* della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), predisposto con strumenti di ricerca e di *download*. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di *file* compressi in formato *Comma Separated Value* (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica statistics@ecb.europa.eu.

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 7 marzo 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 1999¹⁾ sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio fissi irrevocabili con l'euro adottati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano su dati espressi in termini di moneta nazionale.

Laddove necessario, sono stati utilizzati metodi di aggregazione e/o consolidamento (compreso il consolidamento tra paesi).

I dati più recenti sono in molti casi provvisori e potranno essere rivisti in futuro. Eventuali discrepanze tra i totali e la somma delle loro componenti possono derivare da arrotondamenti.

Il gruppo “Altri Stati membri dell'UE” è costituito da: Bulgaria, Repubblica Ceca, Danimarca, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, Svezia e Regno Unito.

Nella maggioranza dei casi, la terminologia impiegata nelle tavole è coerente con gli standard definiti a livello internazionale, come quelli del Sistema europeo dei conti (SEC 95) e il Manuale di bilancia dei pagamenti dell'FMI. Le transazioni fanno riferimento a scambi volontari (misurati direttamente o derivati), mentre i flussi includono anche variazioni delle consistenze dovuti a cambiamenti di prezzo o tasso di cambio, cancellazioni e altre variazioni.

Nelle tavole, la locuzione “fino a n anni” equivale a “non superiore a n anni”.

PRINCIPALI INDICATORI

L'andamento dei principali indicatori economici per l'area dell'euro è sintetizzato in una tavola riassuntiva.

STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

La sezione 1.4 riporta le statistiche riguardanti riserva obbligatoria e fattori di liquidità. I periodi di mantenimento della riserva iniziano il giorno di regolamento della prima operazione di rifinanziamento principale (ORP) successiva alla riunione mensile in cui il Consiglio valuta la politica monetaria, per concludersi il giorno precedente la corrispondente data di regolamento del mese successivo. Le osservazioni a cadenza annuale e trimestrale si riferiscono ai valori medi dell'ultimo periodo di mantenimento delle riserve dell'anno/trimestre.

La tavola 1 nella sezione 1.4 mostra le componenti delle passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva. Le passività verso altre istituzioni creditizie dell'area dell'euro soggette all'obbligo di riserva, verso la BCE e le banche centrali nazionali partecipanti sono escluse dall'aggregato soggetto a riserva. Se un'istituzione creditizia non è in grado di fornire evidenza dell'ammontare delle proprie emissioni di obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute dalle istituzioni indicate, può dedurre una certa percentuale di queste passività dall'aggregato soggetto a riserva. La percentuale per il calcolo delle passività soggette a riserva era pari al 10 per cento fino a novembre 1999 e al 30 per cento nei mesi successivi.

La tavola 2 riporta i dati medi relativi ai periodi di mantenimento già terminati. L'ammontare della riserva dovuta da ogni istituzione creditizia è calcolato, in primo luogo, applicando alle passività soggette il corrispondente coefficiente di riserva, usando i dati di bilancio di fine mese. Successivamente, ogni istituzione creditizia sottrae da tale

ammontare una franchigia fissa di 100.000 euro. Gli ammontari positivi delle riserve dovute sono poi aggregati per il complesso dell'area dell'euro (colonna 1). I saldi di conto corrente si riferiscono alla media giornaliera aggregata dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie, comprensivi di quelli necessari al rispetto degli obblighi di riserva (colonna 2). Le riserve in eccesso sono pari alla media nel periodo dei saldi di conto corrente nel periodo di mantenimento in eccesso delle riserve dovute (colonna 3). Le inadempienze sono calcolate per le istituzioni creditizie che non hanno rispettato i loro obblighi di riserva come differenza media tra i saldi di conto corrente e le riserve dovute nel periodo di mantenimento (colonna 4). Il tasso di remunerazione della riserva obbligatoria (colonna 5) è pari alla media, nel periodo di mantenimento, del tasso della BCE (ponderato secondo il numero dei giorni di calendario) sulle operazioni principali di rifinanziamento dell'Eurosistema (ORP) (cfr. sezione 1.3).

La tavola 3 mostra la posizione di liquidità del sistema bancario, definita come il saldo dei conti correnti in euro detenuti dalle istituzioni creditizie situate nell'area dell'euro presso l'Eurosistema. Gli ammontari sono derivati dal bilancio consolidato dell'Eurosistema. Le altre operazioni di assorbimento della liquidità non includono l'emissione di certificati di debito da parte delle BCN iniziata nella Seconda fase dell'UEM (colonna 7). Gli altri fattori netti (colonna 10) rappresentano il saldo delle rimanenti voci del bilancio consolidato dell'Eurosistema. I conti correnti delle istituzioni creditizie (colonna 11) sono pari alla somma dei fattori di creazione di liquidità (colonne da 1 a 5) meno la somma dei fattori di assorbimento di liquidità (colonne da 6 a 10). La base monetaria (colonna 12) è calcolata come somma dei depositi *overnight* presso la banca centrale (colonna 6), delle banconote e monete in circolazione (colonna 8) e dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie (colonna 11).

MONETA, BANCHE E ALTRE SOCIETÀ FINANZIARIE

La sezione 2 presenta le statistiche sui bilanci delle IFM e di altre società finanziarie. Quest'ul-

tima categoria comprende i fondi di investimento (esclusi i fondi di mercato monetario che rientrano nel settore delle IFM), le società veicolo finanziarie, le società di assicurazione e i fondi pensione.

La sezione 2.1 riporta il bilancio aggregato del settore delle IFM, ovvero la somma dei bilanci armonizzati di tutte le IFM residenti nell'area dell'euro. Le IFM includono le banche centrali, le istituzioni creditizie come definite nella legislazione dell'UE, i fondi comuni monetari e le altre istituzioni la cui attività consista nel ricevere da soggetti diversi dalle IFM depositi e/o strumenti facilmente sostituibili a essi e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini economici). L'elenco completo delle IFM è consultabile sul sito Internet della BCE.

La sezione 2.2 presenta il bilancio consolidato del settore delle IFM che è ottenuto nettando il bilancio aggregato dalle posizioni fra IFM dell'area dell'euro. In conseguenza di alcune disomogeneità nelle prassi di registrazione contabile la somma delle posizioni fra IFM può non risultare necessariamente pari a zero; il saldo si trova nella colonna 10 dal lato delle passività della sezione 2.2. La sezione 2.3 presenta gli aggregati monetari e le contropartite dell'area dell'euro. Questi dati sono derivati dal bilancio consolidato delle IFM e includono le posizioni delle istituzioni diverse dalle IFM residenti nell'area dell'euro nei confronti delle IFM residenti nell'area; essi tengono anche conto di talune attività/passività delle amministrazioni centrali. Le statistiche sugli aggregati monetari e sulle contropartite sono presentate con riferimento a dati destagionalizzati e corretti per i giorni di apertura dei mercati. Nelle passività verso l'esterno dell'area, riportate nelle sezioni 2.1 e 2.2, sono inserite le posizioni detenute dai non residenti nell'area dell'euro in termini di: a) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro; b) titoli di debito emessi con scadenza fino a 2 anni da IFM site nell'area dell'euro. Nella sezione 2.3 queste poste sono tuttavia escluse dagli aggregati monetari e confluiscono nella voce "attività nette verso l'estero".

La sezione 2.4 fornisce un'analisi per settore, per tipo e per scadenza originaria dei prestiti conces-

si da IFM diverse dall'Eurosistema (ovvero il sistema bancario) residenti nell'area dell'euro. La sezione 2.5 presenta un'analisi settoriale e per tipo di strumento dei depositi detenuti presso il sistema bancario dell'area dell'euro. La sezione 2.6 riporta i titoli detenuti dal sistema bancario dell'area dell'euro per tipo di emittente.

La sezione 2.7 presenta una scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM.

Le sezioni da 2.2 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle transazioni.

Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche sono state raccolte e compilate sulla base di vari regolamenti della BCE relativi al bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie. Dal mese di luglio 2010 raccolta e compilazione vengono effettuate sulla base del Regolamento BCE/2008/32²⁾. Definizioni dettagliate sul settore sono contenute nella terza edizione della pubblicazione *Monetary Financial institutions and market statistics sector manual - Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, marzo 2007).

La sezione 2.8 riporta le consistenze in essere e le transazioni relative al bilancio dei fondi di investimento dell'area dell'euro (esclusi i fondi comuni monetari, che sono ricompresi nelle statistiche sui bilanci delle IFM). I fondi di investimento sono organismi che investono il capitale raccolto tra il pubblico in attività finanziarie e/o non finanziarie. Una lista completa dei fondi di investimento dell'area dell'euro è disponibile sul sito Internet della BCE. Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le attività le quote/partecipazioni emesse da altri fondi di investimento. Le quote/partecipazioni emesse dai fondi di investimento sono anche disaggregate per strategia d'investimento (fondi obbligazionari, fondi azionari, fondi misti, fondi immobiliari, *hedge fund* e altri fondi) e per tipo (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.9 fornisce ulteriori dettagli sui principali tipi di attività detenute dai fondi comuni di investimento dell'area dell'euro. La

sezione riporta una scomposizione geografica degli emittenti dei titoli di debito detenuti dai fondi d'investimento, nonché una disaggregazione per settore economico degli emittenti residenti nell'area dell'euro.

Da dicembre 2008 l'informazione statistica armonizzata è raccolta e compilata sulle base del Regolamento BCE/2007/8³⁾ relativo alle statistiche sulle attività e passività dei fondi di investimento. Ulteriori informazioni sulle statistiche relative ai fondi di investimento sono disponibili nel *Manual on investment fund statistics* (BCE, maggio 2009).

La sezione 2.10 presenta il bilancio aggregato delle società veicolo finanziarie (SVF) residenti nell'area dell'euro. Le SVF sono società costituite per effettuare operazioni di cartolarizzazione. La cartolarizzazione consiste tipicamente nel trasferimento di una attività o di un insieme di attività ad una SVF che iscrive tali attività nel proprio bilancio come prestiti cartolarizzati, titoli non azionari, altre attività cartolarizzate. Il rischio di credito collegato a una attività o a un insieme di attività può venir trasferito a una SVF anche mediante l'uso di *credit default swaps*, garanzie o altri meccanismi simili. Il collaterale detenuto dalle SVF a fronte di tali esposizioni è costituito da depositi presso le IFM oppure da titoli diversi dalle azioni. Le SVF di norma cartolarizzano prestiti originati dal settore delle IFM. Le SVF devono segnalare tali prestiti nel bilancio o, indipendentemente dalla facoltà prevista per le IFM dalle regole contabili di cancellare il prestito dal proprio bilancio. Trovano separata indicazione i dati relativi ai prestiti cartolarizzati dalle SVF che rimangono iscritti nei bilanci delle IFM (e sono quindi segnalati nelle statistiche di quest'ultime). Da dicembre 2009 la raccolta dei dati trimestrali viene effettuata sulla base del Regolamento BCE/2008/30⁴⁾.

La sezione 2.11 riporta il bilancio aggregato delle società di assicurazione e dei fondi pensione residenti nell'area dell'euro. Le società di

2) G.U. L. 15 del 20.1.2009, pag. 14.

3) G.U. L. 211 dell'11.8.2007, pag.8.

4) G.U. L. 15 del 20.1.2009, pag.1.

assicurazione includono sia il settore assicurativo sia quello riassicurativo, mentre tra i fondi pensione rientrano solo i fondi che hanno autonomia decisionale e sono tenuti a mantenere una contabilità completa (fondi pensione autonomi). Questa sezione presenta una suddivisione geografica e settoriale delle controparti emittenti titoli non azionari, detenuti dalle società di assicurazione e dai fondi pensione.

CONTI DELL'AREA DELL'EURO

Nella Sezione 3.1 vengono riportati i conti trimestrali aggregati per l'area dell'euro. Questi forniscono informazioni esaustive sull'attività economica di famiglie (incluse le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie), società non finanziarie e pubbliche amministrazioni nonché sulle interazioni fra tali settori, l'area dell'euro e il resto del mondo. I dati riportati, non destagionalizzati e a prezzi correnti, si riferiscono all'ultimo trimestre disponibile e vengono presentati in base ad una sequenza semplificata di conti conforme al quadro di riferimento metodologico del Sistema europeo dei conti 1995.

In breve, la sequenza di conti (transazioni) include: 1) la formazione del conto dei redditi che mostra come l'attività produttiva si traduca in varie categorie di reddito; 2) l'allocatione del conto dei redditi primari, che registra entrate e spese relative a varie forme di reddito da capitale (per l'economia nel suo insieme, il saldo del conto dei redditi primari e il reddito nazionale); 3) la distribuzione secondaria del conto dei redditi, che illustra come il reddito nazionale di un settore istituzionale subisca variazioni a causa dei trasferimenti correnti; 4) l'utilizzo del conto dei redditi, che dà conto di come il reddito disponibile viene speso per consumi o risparmiato; 5) il conto capitale, che presenta come i risparmi e i trasferimenti netti di capitale vengano spesi nell'acquisizione di attività non finanziarie (il saldo del conto capitale è l'accreditamento netto/indebitamento netto); 6) il conto finanziario che registra le acquisizioni nette di attività finanziarie e la variazione netta delle passività. Dal mo-

mento che ciascuna transazione non finanziaria si riflette in una transazione finanziaria, il saldo del conto finanziario concettualmente è anch'esso pari all'accreditamento netto/indebitamento netto che risulta dal conto capitale.

Inoltre, vengono presentati i bilanci di apertura e di chiusura che forniscono una istantanea della ricchezza finanziaria di ogni singolo settore in un preciso momento. Infine, vengono riportate anche le altre variazioni nelle attività e passività finanziarie (ad esempio, quelle risultanti dall'effetto delle variazioni dei prezzi delle attività).

La copertura per settore del conto finanziario e del bilancio finanziario è più dettagliata per le società finanziarie, per le quali è presente una scomposizione fra IFM, altri intermediari finanziari (che include gli ausiliari finanziari) e società di assicurazione e fondi pensione.

La sezione 3.2 riporta i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i conti non finanziari dell'area dell'euro (ovvero, i conti precedentemente identificati con i numeri da 1 a 5) sempre in base alla sequenza di conti semplificata.

La sezione 3.3 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) per i redditi delle famiglie, per i conti della spesa e dell'accumulazione e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario e non finanziario, presentati in uno schema più analitico. Le transazioni specifiche del settore e i saldi sono disposti in maniera tale da fornire una visione più chiaramente interpretabile delle decisioni di finanziamento e di investimento delle famiglie, pur rispettando le identità contabili riportate nelle sezioni 3.1 e 3.2.

La sezione 3.4 riporta flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i redditi e i conti dell'accumulazione delle società non finanziarie, e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in maggiore analisi.

La sezione 3.5 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) e consistenze in essere per i bilanci finanziari di società di assicurazione e fondi pensione.

MERCATI FINANZIARI

Le serie statistiche sui mercati finanziari per l'area dell'euro coprono gli stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono (composizione evolutiva); fanno eccezione le statistiche sulle emissioni di titoli (sezioni da 4.1 a 4.4) per le quali i dati si riferiscono agli Euro 16 per l'intera serie (composizione fissa).

Le statistiche sui titoli non azionari e sulle azioni quotate (sezioni da 4.1 a 4.4) sono realizzate dalla BCE mediante dati provenienti dal SEBC e dalla BRI. La sezione 4.5 riporta i tassi di interesse applicati dalle IFM sui depositi e i prestiti denominati in euro a soggetti residenti nell'area. Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario, sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario (sezioni da 4.6 a 4.8) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica.

Le statistiche sulle emissioni di titoli includono: a) i titoli non azionari ad esclusione dei derivati finanziari; b) le azioni quotate. I primi sono riportati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3, mentre le seconde sono riportate nella sezione 4.4. I titoli di debito sono suddivisi in titoli a breve e a lungo termine. I titoli "a breve termine" comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali). Sono classificati come "a lungo termine": i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali, la più lontana delle quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita. Le emissioni di titoli di debito a lungo termine sono ulteriormente suddivise fra tasso fisso e tasso variabile. Quelle a tasso fisso si riferiscono a titoli per i quali il tasso della cedola non varia per tutta la vita degli stessi. Quelle a tasso variabile includono tutti i titoli per i quali il valore della cedola viene periodicamente rideterminato in base a un indice o a un tasso di interesse di riferimento indipendente. Si stima che le statistiche coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali da parte di residenti nell'area dell'euro. I titoli denominati in

euro indicati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3 includono anche voci espresse nelle denominazioni nazionali dell'euro.

La sezione 4.1 riporta i titoli non azionari distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione. Essa contiene i dati sulle consistenze, sulle emissioni lorde e nette di titoli non azionari suddivisi in: a) titoli denominati in euro e in tutte le altre valute; b) titoli emessi da residenti nell'area dell'euro e totale dei titoli; c) scadenze di lungo termine e totale delle scadenze. Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti. Questa sezione presenta anche statistiche destagionalizzate, fra cui i tassi di crescita sui sei mesi annualizzati per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine. Questi ultimi sono calcolati sull'indice destagionalizzato delle consistenze nozionali che è stato depurato dagli effetti della stagionalità. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere, emissioni lorde ed emissioni nette di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95. La BCE è inclusa nell'Eurosistema.

I totali sulle consistenze in essere per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine nella colonna 1 della tavola 1 della sezione 4.2 corrispondono ai dati per le emissioni di titoli totali e a lungo termine da parte di residenti nell'area dell'euro riportati nella colonna 7 della sezione 4.1. Le consistenze per i titoli di debito emessi da IFM (colonna 2 nella tavola 1 della sezione 4.2) sono in linea di massima confrontabili con i dati relativi ai titoli di debito emessi dalle IFM che compaiono fra le passività nel bilancio consolidato delle IFM (tavola 2 della sezione 2.1, colonna 8). Il totale delle emissioni nette relativo al totale dei titoli di debito, riportato nella colonna 1 della tavola 2 della sezione 4.2, corrisponde al totale delle emissioni nette da parte di residenti nell'area dell'euro nella colonna 9 nella sezione 4.1. La differenza residua fra i titoli di debito a lungo termine e il totale dei titoli di debito a tas-

so fisso e variabile nella tavola 1 della sezione 4.2 è attribuibile alle obbligazioni a *zero coupon* e ad effetti di rivalutazione.

La sezione 4.3 riporta i tassi di crescita sui dodici mesi, corretti e non corretti per la stagionalità, per i titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro (suddivisi per scadenza, tipo di strumento, settore emittente e valuta di denominazione). Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto istituzionale contrae o redime una passività. I tassi di crescita sui dodici mesi, dunque, non includono riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni. I tassi di crescita corretti sono stati annualizzati a scopo di presentazione. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.4 riporta, alle colonne 1, 4, 6 e 8, le consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. I dati mensili per le azioni quotate emesse da società non finanziarie corrispondono alle serie trimestrali riportate nella sezione 3.4 (bilancio finanziario e azioni quotate).

Alle colonne 3, 5, 7 e 9 della tavola 1 della sezione 4.4 sono riportati i tassi di crescita sui dodici mesi delle consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto emittente emette o rimborsa azioni per cassa, ad esclusione degli investimenti in azioni proprie. Il calcolo dei tassi di crescita sui dodici mesi non tiene conto di riclassificazioni, rivalutazioni, e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

La sezione 4.5 presenta statistiche su tutti i tassi di interesse che le IFM residenti nell'area dell'euro applicano sui depositi e sui prestiti denominati in euro alle famiglie e alle società non finanziarie residenti nell'area. I tassi di interesse delle IFM dell'area dell'euro sono calcolati come media ponderata (in base al relativo volume di attività) dei tassi di interesse dei paesi dell'area dell'euro per ciascuna categoria.

Le statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono distinte per tipo di operazioni, per settore, per categoria e scadenza dello strumento, per periodo di preavviso o per periodo di determinazione iniziale del tasso di interesse. Le nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM sostituiscono le dieci serie statistiche transitorie sui tassi di interesse al dettaglio nell'area dell'euro pubblicate nel Bollettino mensile dal gennaio 1999.

La sezione 4.6 riporta i tassi di interesse del mercato monetario per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Per l'area dell'euro è coperta un'ampia gamma di tassi di interesse del mercato monetario, da quelli sui depositi a vista a quelli sui depositi a dodici mesi. Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Ad eccezione del tasso *overnight* precedente a gennaio 1999, i dati mensili, trimestrali e annuali sono medie nel periodo indicato. I tassi sui depositi a vista sono rappresentati dai tassi di interesse di fine periodo del mercato interbancario fino a dicembre 1998 incluso e successivamente da medie di periodo dell'Eonia (*euro overnight index average*). I tassi sui depositi a uno, tre, sei e dodici mesi sono rappresentati dai tassi interbancari lettera (Euribor) dal gennaio 1999; fino al dicembre 1998, dai tassi interbancari lettera sul mercato di Londra (Libor), laddove disponibili. Per gli Stati Uniti e il Giappone i tassi di interesse sui depositi a tre mesi sono rappresentati dal Libor.

La sezione 4.7 presenta i tassi di fine periodo stimati sulla base della curva dei rendimenti nominali a breve dei titoli di debito denominati in euro con *rating* AAA emessi dalle amministrazioni centrali dell'area dell'euro. Le curve dei rendimenti sono stimate sulla base del modello di Svensson⁵⁾. Sono disponibili anche gli *spread* tra i tassi a dieci anni e i tassi a tre mesi e a due anni. Ulteriori curve dei rendimenti (pubblicate giornalmente e corredate di figure e tavole) sono

5) Svensson, L. E. (1994), *Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994*, 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 termine⁶⁾. 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 specifici⁷⁾. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE Rev. 2 sezioni da B a E) dei "Raggruppamenti principali di industrie", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 656/2007 del 14 giugno 2007⁸⁾. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex fabrica* e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I due indici dei prezzi delle materie prime non energetiche presentati nella tavola 3, sezione 5.1 sono redatti utilizzando lo stesso insieme di materie prime, ma avvalendosi di due diversi schemi di ponderazione: uno basato sulle rispettive importazioni di materie prime dell'area dell'euro (colonne 2-4) e l'altro (colonne 5-7) basato su una stima della domanda interna dell'area dell'euro, o "utilizzo", tenendo conto delle informazioni sulle importazioni, esportazioni e della produzione interna di ciascuna materia prima (ignorando, per semplificare, le scorte ritenute relativamente stabili nel periodo osservato). L'indice dei prezzi delle materie prime ponderato in base alle importazioni è adeguato all'analisi degli sviluppi esterni, mentre quello ponderato in base all'utilizzo è adatto allo scopo specifico dell'analisi delle pressioni internazionali dei prezzi delle materie prime sull'inflazione dell'area dell'euro. Gli indici delle materie prime ponderati in base all'utilizzo rappresentano dati sperimentali. Per maggiori dettagli sulla compilazione degli indici dei prezzi delle

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 lavoro⁹⁾ e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003¹⁰⁾. Una scomposizione degli indicatori di costo del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. tavola 3 nella sezione 5.1) sulla base di dati a definizione nazionale non armonizzati.

I dati relativi alle componenti del costo del lavoro per unità di prodotto (tavola 4 della sezione 5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2 nella sezione 5.2), ai deflatori del PIL (tavola 3 nella sezione 5.1) e le statistiche sull'occupazione (tavole 1, 2 e 3 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95¹¹⁾. Il SEC 95 è stato modificato dal Regolamento (UE) della Commissione del 10 agosto 2010¹²⁾ che ha adottato la revisione della classificazione statistica delle attività economiche, NACE Revisione2. La pubblicazione dei conti nazionali dell'area dell'euro, sulla base della nuova classificazione, è stata avviata a dicembre 2011.

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 2000¹³⁾, 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 pubbliche¹⁴⁾. Nella sezione 6.5 vengono presentati i dati trimestrali sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche, sul raccordo disavanzo-debito e sul fabbisogno delle amministrazioni pubbliche. Queste statistiche vengono compilate utilizzando i dati forniti dagli Stati membri in base ai Regolamenti (CE) n. 501/2004 e n. 222/2004 e quelli forniti dalle BCN.

TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni da 7.1, a 7.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5^a edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 lu-

glio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)¹⁵⁾, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)¹⁶⁾. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p. e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (maggio 2007) e nei rapporti delle *Task Force Portfolio Investment Collection Systems* (giugno 2002), *Portfolio Investment Income* (agosto 2003) e *Foreign Direct Investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti (www.cmfb.org) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/Commissione europea (Eurostat) che analizza la qualità delle statistiche su bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale (giugno 2004). Il rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p./p.p.e. dell'area, basato sulle raccomandazioni della *Task Force* e sui principi di base dell'*ECB Statistics Quality Framework* di aprile 2008, è disponibile sul sito Internet della BCE.

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, Thailandia, Taiwan, Turchia e Venezuela. I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del prodotto interno lordo e i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera e nel totale dell'economia.

Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei TCE, cfr. la nota metodologica e l'Occasional Paper della BCE n. 2 (*The effective exchange rates of the euro*, Luca Buldorini, Stelios Makrydakis e Christian Thimann, febbraio 2002), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

I tassi di cambio bilaterali riportati nella sezione 8.2 sono medie mensili di quelli pubblicati giornalmente come tassi di riferimento per queste valute.

EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

Le statistiche sugli altri Stati membri dell'UE (cfr. sezione 9.1) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. Pertanto i dati sul conto corrente e sul conto capitale e sul debito estero lordo includono le società veicolo (*special-purpose vehicles*). I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. sezione 9.2) sono ottenuti da fonti nazionali.

ALLEGATI

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA ¹⁾



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.



8 MARZO 2012

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento

principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento.

IL SISTEMA TARGET (SISTEMA TRANS-EUROPEO AUTOMATIZZATO DI TRASFERIMENTO ESPRESSO CON REGOLAMENTO LORDO IN TEMPO REALE)



Target2¹⁾ è uno strumento determinante per favorire l'integrazione del mercato monetario dell'area dell'euro – presupposto per la conduzione efficace della politica monetaria unica – e fornisce altresì un contributo all'integrazione dei mercati finanziari dell'area dell'euro. Oltre 4.400 banche commerciali, nonché 23 banche centrali nazionali, fanno ricorso a Target2 per eseguire pagamenti per conto proprio o per conto della clientela. Considerando le filiali e le controllate, quasi 60.000 banche in tutto il mondo, e quindi i loro clienti, sono raggiungibili tramite Target2. I partecipanti si avvalgono di Target2 per i pagamenti urgenti di importo rilevante, inclusi quelli effettuati per il regolamento in altri sistemi interbancari di trasferimento fondi, ad esempio il Continuous Linked Settlement ed Euro1, nonché per il regolamento delle operazioni di mercato monetario, in valuta e in titoli. È inoltre utilizzato per pagamenti di minore importo disposti dalla clientela. Target2 garantisce la definitività del regolamento su base giornaliera delle transazioni, rendendo i fondi accreditati sul conto di un partecipante immediatamente disponibili per altri pagamenti.

I FLUSSI DI PAGAMENTO IN TARGET2

Nel quarto trimestre 2011 su Target2 sono state regolate 22.935.865 operazioni, per un valore totale di 169.681 miliardi di euro, che corrispondono, in termini di media giornaliera, a 358.373 operazioni per un valore di 2.651 miliardi di euro. Il picco di traffico del trimestre si è registrato il 30 dicembre, giorno in cui sono stati trattati in totale 484.267 pagamenti. Con una quota di mercato del 58 per cento in termini di volume e del 91 per cento in termini di valore, Target2 ha mantenuto la propria posizione di predominio nel mercato dei sistemi di pagamento di importo rilevante in euro. La stabilità della quota di mercato di Target2 conferma il forte interesse delle banche per il regolamento in moneta di banca centrale, in particolar modo in periodi di turbolenza dei mercati. La quota media dei pagamenti interbancari si è collocata al 40 per cento in termini di volume e al 94 per cento in termini di valore. Per i pagamenti interbancari trattati il valore medio è ammontato a 17,2 milioni di euro, mentre per i pagamenti per

la clientela è stato pari a 0,8 milioni di euro. Per il 67 per cento dei pagamenti l'importo unitario è risultato inferiore a 50.000 euro e l'11,3 per cento superiore a 1 milione di euro. Su base media giornaliera, 323 pagamenti hanno superato il valore di 1 miliardo di euro.

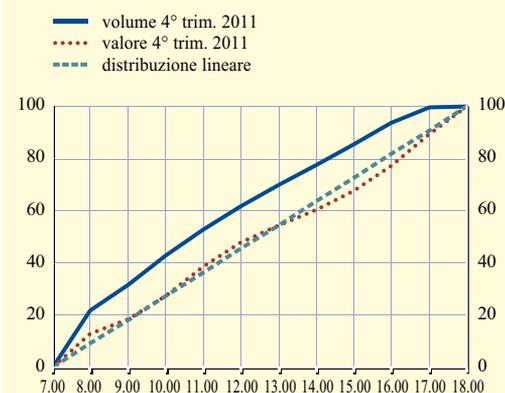
ANDAMENTO INFRAGIORNALIERO DEI VOLUMI E DEI VALORI

La figura mostra la distribuzione infragiornaliera di Target2, vale a dire la percentuale dei volumi e dei valori gestiti in diversi orari della giornata operativa, per il quarto trimestre 2011. In termini di volume, la curva è ampiamente al di sopra della distribuzione lineare, con il 70 per cento del volume già scambiato entro le 13.00 (ora dell'Europa centrale) e il 99,6 per cento un'ora prima della chiusura di Target2. Alle 13.00 il 54 per cento del valore scambiato in Target2 era già stato regolato, raggiungendo l'89 per cento un'ora prima della chiusura del sistema. In termini di valore, la curva è molto vicina alla distribuzione lineare; questo indica che le operazioni sono distribuite in maniera uniforme nel corso della giornata e che la liquidità circola in modo adeguato tra i partecipanti, assicurando il regolare svolgimento delle operazioni in Target2.

1) Target2, operativo dal 2007, è il sistema di seconda generazione subentrato a Target.

Andamento infragiornaliero

(percentuali)



Fonte: BCE.

Tavola 1 Pagamenti gestiti da Target2 e da Euro1: volume delle transazioni

(numero dei pagamenti)	2010 4° trim.	2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 4° trim.
Target2					
Volume totale	22.790.133	21.856.960	22.410.209	22.362.663	22.935.865
Media giornaliera	349.305	341.515	355.718	338.828	358.373
Euro1 (EBA)					
Volume totale	15.445.811	14.829.518	15.372.628	15.482.902	16.637.217
Media giornaliera	230.124	231.711	244.010	234.589	259.957

Tavola 2 Pagamenti gestiti da Target2 e da Euro1: valore delle transazioni

(miliardi di euro)	2010 4° trim.	2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 4° trim.
Target2					
Valore totale	150.795	146.071	142.356	154.829	169.681
Media giornaliera	2.285	2.282	2.260	2.346	2.651
Euro1 (EBA)					
Valore totale	15.563	15.261	15.222	16.322	17.215
Media giornaliera	241	238	242	247	269

DISPONIBILITÀ OPERATIVA E PERFORMANCE DI TARGET2

Nel quarto trimestre del 2011 Target2 ha registrato una disponibilità del 100 per cento. Gli incidenti presi in considerazione per calcolare la disponibilità di Target2 sono quelli che impediscono l'esecuzione dei pagamenti per un intervallo pari o superiore a dieci minuti tra le 7.00 e le 18.45 dei giorni feriali. Tuttavia, un incidente ha causato una riduzione del servizio senza influenzare

l'operatività nel suo insieme (ad esempio, rallentamenti). Di conseguenza, il 99,96 per cento di tutti i pagamenti sono stati regolati, in media, in meno di cinque minuti, soddisfacendo a pieno le aspettative riposte nel sistema. In tre occasioni, la chiusura di Target2 è stata ritardata di un'ora (per l'esattezza l'11 novembre, il 30 novembre e il 5 dicembre). Tali eventi sono da attribuire alle difficoltà tecniche di differenti sistemi ancillari critici.

PUBBLICAZIONI PRODOTTE DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA



La BCE produce numerose pubblicazioni che forniscono informazioni sulle sue competenze principali: la politica monetaria, le statistiche, i sistemi di pagamento e di regolamento, la stabilità finanziaria e la vigilanza, la cooperazione europea e internazionale, e le questioni giuridiche.

PUBBLICAZIONI STATUTARIE

- Rapporto annuale
- Rapporto sulla convergenza
- Bollettino mensile

LAVORI DI RICERCA

- *Legal Working Paper Series*
- *Occasional Paper Series*
- *Research Bulletin*
- *Working Paper Series*

ALTRE PUBBLICAZIONI

- *Enhancing monetary analysis*
- *Financial integration in Europe*
- *Financial Stability Review*
- *Statistics Pocket Book*
- *La Banca centrale europea: storia, ruolo e funzioni*
- *The international role of the euro*
- *L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro ("General Documentation")*
- *La politica monetaria della BCE*
- *The payment system*

La BCE pubblica anche *brochure* e materiale informativo su un'ampia varietà di tematiche, ad esempio le banconote e le monete in euro, nonché atti di seminari e conferenze.

Per una lista completa dei documenti (in formato PDF) pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, predecessore della BCE dal 1994 al 1998, si prega di visitare il sito Internet della BCE all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. I codici della lingua indicano in quali versioni ciascuna pubblicazione è disponibile.

Salvo diversa indicazione, le copie a stampa possono essere ottenute a titolo gratuito singolarmente o in abbonamento, fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo e-mail info@ecb.europa.eu.



GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Altri investimenti [*other investment*]: voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti, altri conti attivi e passivi.

Amministrazioni pubbliche [*general government*]: in base alla definizione del SEC 95, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato, fruibili dal singolo individuo e dalla collettività, e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

Area dell'euro [*euro area*]: l'area costituita dagli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato sul funzionamento dell'Unione europea

Asta a tasso fisso [*fixed rate tender*]: procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

Asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo [*fixed rate full allotment tender procedure*]: procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito dalla banca centrale (tasso fisso) e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi a quel tasso, sapendo in anticipo che tutte le richieste saranno soddisfatte (piena aggiudicazione dell'importo).

Asta a tasso variabile [*variable rate tender*]: procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

Attività nette sull'estero delle IFM [*MFI net external assets*]: le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

Azioni [*equities*]: titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria, come ad esempio le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [*balance of payments (b.o.p.)*]: prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo.

Bilancio consolidato del settore delle IFM [*consolidated balance sheet of the MFI sector*]: bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri

soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

Cancellazione [*write-off*]: rimozione del valore di un prestito dal bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto interamente irrecuperabile.

Cartolarizzazione [*securitisation*]: operazione o insieme di operazioni mediante le quali una attività o un *pool* di attività che producono flussi di cassa, prevalentemente crediti (mutui ipotecari, prestiti al consumo, ecc.), vengono trasferiti da un *originator* (di norma un ente creditizio) a una società veicolo finanziaria (SVF). La SVF di fatto converte queste attività in titoli negoziabili, emettendo strumenti di debito nei quali il servizio del capitale e degli interessi viene effettuato mediante i flussi di cassa prodotti dal *pool* di attività sottostanti.

Commercio con l'estero in beni [*external trade in goods*]: esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

Conti capitale [*capital accounts*]: parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che riporta le variazioni nette della ricchezza, del risparmio, dei trasferimenti in conto capitale e delle acquisizioni nette di attività non finanziarie.

Conto capitale [*capital account*]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutti i trasferimenti di capitale e le acquisizioni/dismissioni di attività non prodotte e non finanziarie fra residenti e non residenti.

Conto corrente [*current account*]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a beni e servizi, redditi e trasferimenti correnti fra residenti e non residenti.

Conto dei redditi [*income account*]: un conto della b.d.p. che ricomprende due tipi di transazioni nei confronti dei non residenti: (a) quelle che riguardano le retribuzioni da lavoro dipendente corrisposte a lavoratori non residenti (ad esempio, i transfrontalieri, gli stagionali e altri lavoratori a breve termine); (b) quelle che riguardano gli introiti e gli esborsi per investimenti su attività o passività finanziarie sull'estero, inclusi gli introiti e gli esborsi su investimenti diretti, di portafoglio e altri investimenti, nonché gli introiti sulle riserve valutarie.

Conto dei trasferimenti correnti [*current transfers account*]: un conto tecnico della b.d.p. sul quale vengono registrati il valore di risorse reali o finanziarie qualora queste vengano trasferite senza ricevere alcuna contropartita. I trasferimenti correnti ricomprendono tutti i trasferimenti diversi da quelli di capitale.

Conti finanziari [*financial accounts*]: parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che presenta le posizioni finanziarie (consistenze o bilanci), le transazioni finanziarie e altre variazioni dei diversi settori istituzionali di un'economia per tipologia di attività finanziaria.

Conto finanziario [*financial account*]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono le transazioni fra residenti e non residenti relative a investimenti diretti e di portafoglio, altri investimenti, prodotti finanziari derivati e attività di riserva.

Costo del lavoro per unità di prodotto [*unit labour costs*]: indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi per occupato e la produttività del lavoro (definita come PIL, in volume, a prezzi costanti per persona occupata).

Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [*MFI credit to euro area residents*]: prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (ivi incluse le amministrazioni pubbliche e il settore privato) e i titoli detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e titoli di debito) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

Curva dei rendimenti [*yield curve*]: rappresentazione grafica della relazione esistente, a una certa data, fra il tasso di interesse o il rendimento e la vita residua di titoli di debito con pari rischio di credito ma con differenti scadenze. L'inclinazione della curva può essere misurata come differenza fra i tassi di interesse o rendimenti per coppie di scadenze.

Debito (conti finanziari) [*debt (financial accounts)*]: i prestiti alle famiglie, nonché i prestiti, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie (risultanti dagli impegni assunti dai datori di lavoro nei confronti dei propri dipendenti finalizzati all'erogazione della pensione), valutati ai prezzi di mercato di fine periodo.

Debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt (general government)*]: il debito lordo (banconote, monete e depositi, prestiti e titoli di debito) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche.

Debito estero lordo [*gross external debt*]: consistenze delle passività correnti effettive (ossia non potenziali) di un'economia che implicano, in una data futura, il pagamento del capitale o degli interessi a non residenti.

Deflazione [*deflation*]: un calo marcato e persistente dei prezzi di un insieme molto ampio di beni e servizi di consumo che viene incorporato nelle aspettative degli operatori.

Depositi presso la banca centrale [*deposit facility*]: operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messe a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti idonee possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso la propria BCN. Tali depositi sono remunerati a un tasso di interesse prestabilito, che di norma rappresenta il limite minimo dei tassi di interesse del mercato *overnight*.

Disavanzo (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit (general government)*]: l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, vale a dire la differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche.

Disinflazione [*disinflation*]: processo di rallentamento dell'inflazione che può condurre a tassi di inflazione temporaneamente negativi.

Eonia [EONIA (*euro overnight index average*)]: misura del tasso di interesse effettivo prevalente nel mercato interbancario *overnight* dell'euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di

interesse sulle operazioni di prestito *overnight* non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

Euribor [EURIBOR (euro interbank offered rate)]: tasso applicato ai prestiti denominati in euro tra banche considerate di primario *standing*; viene calcolato quotidianamente, per scadenze varie, non superiori ai dodici mesi, sulla base dei tassi di un campione di banche selezionate.

Eurosistema [Eurosystem]: il sistema di banche centrali costituito dalla BCE e dalle BCN degli Stati membri dell'UE la cui moneta è l'euro.

Fabbisogno (riferito alle amministrazioni pubbliche) [borrowing requirement (general government)]: assunzione netta di debito da parte delle amministrazioni pubbliche.

Fattori autonomi di liquidità [autonomous liquidity factors]: fattori di liquidità quali, ad esempio, le banconote in circolazione, i depositi delle amministrazioni pubbliche presso la banca centrale e le attività nette sull'estero della banca centrale, che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria.

Fondi di investimento (esclusi i fondi comuni monetari) [investment funds (except money market funds)]: istituzioni finanziarie che gestiscono collettivamente portafogli di capitale raccolto tra il pubblico, investendolo in attività finanziarie e non finanziarie. Cfr. anche **IFM**.

Forze di lavoro [labour force]: il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

Garanzie [collateral]: attività costituite in pegno o trasferite in altra forma a garanzia del rimborso di un finanziamento, nonché attività cedute nell'ambito di operazioni pronti contro termine. I titoli conferiti in garanzia nell'ambito delle operazioni temporanee dell'Eurosistema devono soddisfare alcuni requisiti di idoneità.

IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [MFIs (monetary financial institutions)]: istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'area dell'euro. Esse includono: (a) l'Eurosistema; (b) gli enti creditizi residenti (come definiti nella legislazione dell'UE) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o altre forme di raccolta equiparabili ai depositi da enti diversi dalle IFM e, per proprio conto (almeno in termini economici), nel concedere credito e/o investire in titoli, nonché le istituzioni di moneta elettronica che sono che operano principalmente nell'intermediazione finanziaria sotto forma di emissione di moneta elettronica; (d) i fondi comuni monetari, ovvero società di investimento collettivo che investono in strumenti a breve termine e a basso rischio.

Impieghi disponibili [job vacancies]: termine collettivo che comprende i nuovi impieghi, gli impieghi liberi e quelli che si renderanno disponibili a breve scadenza, per i quali il datore di lavoro ha cercato attivamente e di recente di trovare un candidato idoneo.

Indagini della Commissione europea [European Commission surveys]: indagini armonizzate del clima di fiducia delle imprese e/o dei consumatori, condotte per conto della Commissione europea in ciascuno degli Stati membri dell'UE. Le indagini si basano su questionari e sono rivolte ai dirigenti di aziende del settore manifatturiero, delle costruzioni, del commercio al dettaglio e dei servizi nonché ai consumatori. Da ciascuna indagine mensile sono calcolati degli indicatori compositi che riassumono in un unico indicatore le risposte date a diverse domande (indicatori del clima di fiducia).

Indagine sul credito bancario [*Bank lending survey (BLS)*]: indagine trimestrale sulle politiche di erogazione del credito, condotta dall'Eurosistema a partire da gennaio 2003. Nell'ambito di tale indagine vengono poste, a un campione predefinito di banche dell'area dell'euro, alcune domande qualitative riguardanti i criteri per la concessione del credito, i termini e le condizioni praticate e la domanda di prestiti, con riferimento sia alle imprese sia alle famiglie.

Indagini presso i responsabili degli acquisti nell'area dell'euro [*Eurozone purchasing managers' surveys*]: indagini sulle condizioni dei settori manifatturiero e dei servizi condotte in diversi paesi dell'area dell'euro e i cui risultati vengono utilizzati per compilare degli indici. L'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero (*Manufacturing Purchasing Managers' Index – PMI*) dell'area dell'euro è un indicatore ponderato calcolato in base agli indici di produzione, nuovi ordinativi, occupazione, tempi di consegna dei fornitori e scorte di prodotti acquistati. L'indagine presso il settore dei servizi consiste in questionari riguardanti l'attività corrente, le aspettative di attività futura, l'ammontare di attività inevasa, le commesse in entrata, l'occupazione, i prezzi degli *input* e i prezzi applicati alla clientela. L'indice composito per l'area dell'euro viene calcolato combinando i risultati delle indagini sul settore manifatturiero e su quello dei servizi.

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.

