



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

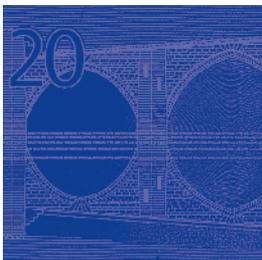
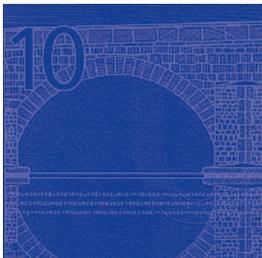
**BOLLETTINO MENSILE
APRILE**





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



BOLLETTINO MENSILE APRILE 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 3 aprile 2012.*

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

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



INDICE

EDITORIALE

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

Il contesto esterno all'area dell'euro	
Gli andamenti monetari e finanziari	
Prezzi e costi	
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	

Riquadri:

1 Nuova definizione statistica dei fondi comuni monetari dell'area dell'euro	18
2 I fattori che incidono sui prestiti al settore privato e le prospettive a breve termine per le dinamiche della moneta e dei prestiti	22
3 Nuovi standard per le ponderazioni dello IAPC	42
4 Caratteristiche delle correzioni del conto corrente	50
5 Il nuovo approccio alla destagionalizzazione degli aggregati europei nelle statistiche congiunturali	54

ARTICOLI

L'analisi della sostenibilità del debito pubblico nell'area dell'euro	61
L'andamento dei prezzi e dei costi durante la recessione del 2008-2009	79
La rendicontazione contabile nell'Eurosistema	95

5 STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO

ALLEGATI

9 Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	
16 Pubblicazioni prodotte dalla Banca centrale europea	
40 Glossario	
48	

SI

I

V

VII

SIGLARIO

PAESI

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

ALTRE

BCE	Banca centrale europea
BCN	Banche centrali nazionali
b.d.p.	bilancia dei pagamenti
BRI	Banca dei regolamenti internazionali
CD	Certificati di deposito
CLUPM	Costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera
c.i.f.	costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore
ECU	Unità monetaria europea
EUR	euro
FMI	Fondo monetario internazionale
f.o.b.	franco a bordo al confine del paese dell'esportatore
HWWI	Istituto per l'economia internazionale di Amburgo
IAPC	Indice armonizzato dei prezzi al consumo
IFM	Istituzioni finanziarie monetarie
ILO	Organizzazione internazionale del lavoro
IME	Istituto monetario europeo
IPC	Indice dei prezzi al consumo
IPP	Indice dei prezzi alla produzione
MBP5	Manuale del FMI sulla bilancia dei pagamenti (5ª edizione)
NACE	classificazione statistica delle attività economiche nell'Unione europea
OCSE	Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico
PIL	Prodotto interno lordo
SEBC	Sistema europeo di banche centrali
SEC 95	Sistema europeo dei conti nazionali 1995
SITC rev. 4	Standard International Trade Classification (4ª revisione)
TCE	Tasso di cambio effettivo
UE	Unione europea
UEM	Unione economica e monetaria

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



EDITORIALE

Nella riunione del 4 aprile, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE. Le informazioni che si sono rese disponibili dagli inizi di marzo ne confermano sostanzialmente la precedente valutazione. È probabile che nel 2012 i tassi di inflazione si collochino oltre il 2 per cento, con il prevalere di rischi al rialzo. Nell'orizzonte rilevante per la politica monetaria il Consiglio direttivo si aspetta che l'evoluzione dei prezzi si mantenga in linea con la relativa definizione di stabilità. Coerentemente con questo quadro, il ritmo dell'espansione monetaria di fondo rimane contenuto. Gli indicatori relativi alla crescita economica basati sulle indagini congiunturali si sono praticamente stabilizzati su livelli modesti nei primi mesi del 2012 e ci si attende una moderata ripresa dell'attività nel corso dell'anno. Le prospettive economiche restano soggette a rischi al ribasso.

Le aspettative di inflazione a medio termine per l'economia dell'area dell'euro devono continuare a essere saldamente ancorate in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. Negli ultimi mesi l'Eurosistema ha attuato misure di politica monetaria sia convenzionali che non convenzionali, la cui combinazione ha contribuito a stabilizzare il contesto finanziario e a migliorare la trasmissione della politica monetaria. Occorre tenere sotto attenta osservazione i futuri andamenti. Va altresì ricordato che tutte le misure di politica monetaria non convenzionali hanno natura temporanea e che sono disponibili tutti gli strumenti necessari a fronteggiare i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio termine con fermezza e tempestività.

Per quanto riguarda l'analisi economica, nel quarto trimestre del 2011 il PIL in termini reali dell'area dell'euro ha registrato una contrazione dello 0,3 per cento. I dati delle indagini congiunturali confermano lo stabilizzarsi dell'attività su un livello modesto agli inizi

del 2012. Il Consiglio direttivo continua ad attendersi una graduale ripresa dell'economia dell'area dell'euro nel corso dell'anno. Le prospettive per l'attività 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 per promuovere il buon funzionamento dell'economia dell'area. Vi è nondimeno l'aspettativa che la dinamica di fondo della crescita continui a essere frenata dalle tensioni residue nei mercati del debito sovrano dell'area dell'euro e dal loro impatto sulle condizioni di credito, nonché dal processo di risanamento dei bilanci nei settori finanziario e non finanziario e dall'elevata disoccupazione in parti dell'area.

Le prospettive economiche sono prevalentemente soggette 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 marzo l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si sarebbe portata al 2,6 per cento nell'area dell'euro, dopo il 2,7 dei tre mesi precedenti. È probabile che l'inflazione si collochi al di sopra del 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 dovrebbe rientrare al di sotto del 2 per cento agli inizi del 2013. In questo contesto, il Consiglio direttivo presterà particolare attenzione a qualsiasi segnale di trasmissione dei rincari dell'energia ai salari, ai profitti e in generale alla formazione dei prezzi. Nondimeno, in prospettiva, 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.

Lo scenario per l'inflazione al consumo appare ancora soggetto a rischi sostanzialmente bilanciati nei prossimi anni: i rischi al rialzo nel breve termine sono principalmente connessi a prezzi del petrolio e aumenti 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 permane moderato. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è stato in febbraio del 2,8 per cento, rispetto al 2,5 di gennaio. Sia in gennaio che in febbraio si è osservato un rafforzamento della raccolta da parte delle banche. Il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti al settore privato (corretto per cessioni e cartolarizzazioni) è rimasto contenuto, passando dall'1,5 all'1,1 per cento tra gennaio e febbraio.

In febbraio i tassi di variazione sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie (corretti per cessioni e le cartolarizzazioni) si sono collocati rispettivamente allo 0,6 e all'1,8 per cento. Il volume di prestiti delle IFM alle società non finanziarie e alle famiglie si è mantenuto praticamente invariato dal mese precedente.

I dati sulla moneta e sul credito fino a febbraio confermano che le condizioni finanziarie si sono sostanzialmente stabilizzate e dunque che è stata evitata una correzione brusca e disordinata dei bilanci degli enti creditizi, in linea con quanto si prefiggevano le misure dell'Eurosistema. Le condizioni di finanziamento per le banche mostrano un generale miglioramento; è aumentata l'attività di emissione e sono stati riaperti alcuni segmenti dei mercati della raccolta. La domanda di credito resta debole alla luce dell'attività economica ancora modesta e del processo di aggiustamento dei bilanci in corso nei settori non finanziari. Occorrerà del tempo affinché le misure non convenzionali dell'Eurosistema esplichino appieno i loro effetti favorevoli e abbiano ricadute positive sulla crescita dei prestiti quando si registrerà una ripresa della

domanda. A questo proposito va rilevato che la seconda operazione di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre anni è stata regolata appena lo scorso 1° marzo.

In seguito alla stabilizzazione 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 sia un'adeguata offerta di credito all'economia, sia la normalizzazione di tutti i canali di provvista.

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 scenario.

Per promuovere la fiducia, la crescita sostenibile e l'occupazione il Consiglio direttivo esorta i governi a ripristinare posizioni di bilancio solide e ad attuare riforme strutturali energiche. È necessario onorare appieno gli impegni assunti nel quadro del Patto di stabilità e crescita e affrontare con determinazione i punti di debolezza in termini di competitività. Le autorità nazionali devono dar prova della massima responsabilità per assicurare la sostenibilità dei conti pubblici, accrescere la capacità di aggiustamento dei mercati dei beni e servizi e del lavoro, incrementare la produttività e la competitività e garantire la solidità del sistema finanziario. In particolare, i paesi che hanno subito perdite di competitività di costo devono assicurare un aggiustamento salariale sufficiente e promuovere la crescita della produttività.

Va ricordato che la politica monetaria unica si incentra, per sua natura, sul mantenimento della stabilità dei prezzi in un orizzonte di medio periodo nell'insieme dell'area dell'euro. Spetta ai responsabili delle politiche nazionali promuovere andamenti interni che sostengano la competitività delle rispettive economie. Politiche di bilancio prudenti nonché

mercati dei beni e servizi e del lavoro flessibili e competitivi sono di cruciale importanza per il funzionamento dell'economia dell'area dell'euro.

Questo numero del Bollettino contiene tre articoli. Il primo presenta un'analisi delle pro-

blematiche inerenti alla sostenibilità del debito pubblico nell'area dell'euro, il secondo esamina gli andamenti dei prezzi e dei costi durante la recessione del 2008-2009, mentre il terzo descrive il regime di rilevazione e rendicontazione contabile dell'Eurosistema e i suoi principi fondamentali.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

In un contesto di generale allentamento delle pressioni nei mercati finanziari mondiali, emergono ulteriori segnali di stabilizzazione dell'economia globale. Nel mese trascorso il flusso di dati ha sostanzialmente confermato la graduale ripresa su scala internazionale. Nonostante il miglioramento delle prospettive mondiali a breve termine, tuttavia, impedimenti di natura strutturale continuano a frenare la crescita. L'inflazione è diminuita su scala internazionale negli ultimi mesi, riflettendo in parte il minor tasso di variazione sui dodici mesi della componente energetica all'interno degli indici dei prezzi al consumo.

I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

In un contesto di generale allentamento delle pressioni nei mercati finanziari mondiali, emergono ulteriori segnali di stabilizzazione dell'economia globale. Nel mese trascorso il flusso di dati ha sostanzialmente confermato la graduale ripresa su scala internazionale. Nonostante il miglioramento delle prospettive mondiali a breve termine, tuttavia, impedimenti di natura strutturale continuano a frenare la crescita a medio termine. In alcune delle principali economie avanzate i mercati del lavoro e delle abitazioni, sebbene in graduale recupero, restano deboli. Inoltre, nonostante i progressi compiuti, il processo di risanamento dei bilanci del settore pubblico e privato non è stato ancora portato a termine. Nei paesi emergenti, malgrado un lieve indebolimento dell'attività verso la fine dello scorso anno, la crescita è molto più rapida che in quelli avanzati e fornisce pertanto un solido contributo all'espansione dell'economia mondiale.

I risultati delle indagini congiunturali più recenti segnalano nell'insieme che il clima di fiducia delle imprese e dei consumatori ha continuato a migliorare nel primo trimestre di quest'anno, dopo i segnali incerti di stabilizzazione osservati verso la fine del 2011. In marzo l'indice mondiale dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero è rimasto quasi invariato a 52,7 (cfr. figura 1). Anche la componente più prospettica del PMI relativa ai nuovi ordinativi si è mantenuta

Figura 1 PMI manifatturiero mondiale

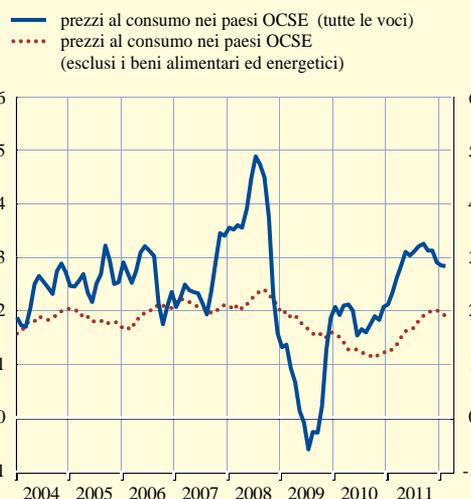
(indice di diffusione; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Markit.

Figura 2 Andamenti dei prezzi internazionali

(dati mensili; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: OCSE.

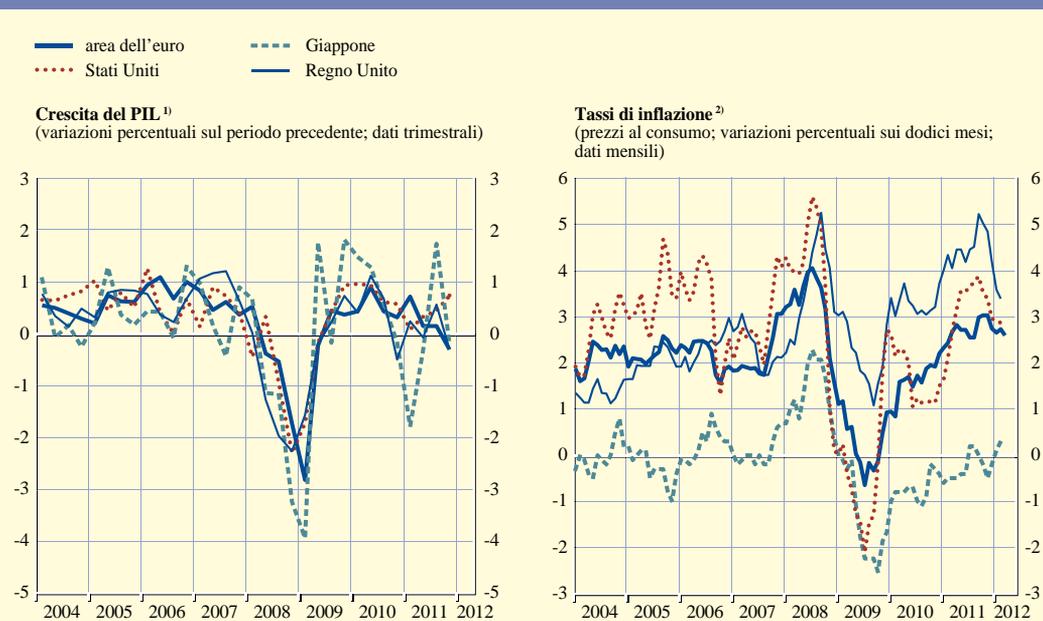
sostanzialmente invariata a 51,1, fornendo segnali favorevoli per le prospettive economiche mondiali a breve termine. Gli indicatori del clima di fiducia dei consumatori sono anch'essi migliorati. Nelle economie avanzate restano tuttavia inferiori alle medie storiche, mentre in quelle emergenti hanno evidenziato una buona tenuta.

La dinamica inflazionistica si è moderata nel periodo recente in tutte le economie principali. Nell'area dell'OCSE l'inflazione sui dodici mesi è stata pari al 2,8 per cento a febbraio 2012, dopo un graduale calo rispetto al massimo del 3,3 per cento di settembre 2011. Tale risultato va in parte ricondotto a effetti base favorevoli, che hanno riflesso la minore variazione sui dodici mesi della componente energetica all'interno degli indici dei prezzi al consumo (7,9 per cento in febbraio, contro il 14,2 di settembre). Il tasso calcolato al netto dei prodotti alimentari ed energetici è stato pari all'1,9 per cento, invariato rispetto a gennaio. Anche nelle economie emergenti l'inflazione è diminuita nel periodo recente.

STATI UNITI

Negli Stati Uniti l'economia ha continuato a recuperare nell'ultimo trimestre del 2011. La terza stima del Bureau of Economic Analysis segnala che in tale periodo la crescita del PIL in termini reali è salita al 3,0 per cento in ragione d'anno (0,7 per cento sul periodo precedente), dall'1,8 per cento del terzo trimestre. L'accelerazione del prodotto è principalmente ascrivibile alla variazione delle scorte nel settore privato e della spesa per consumi. 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 alla crescita. Le statistiche relative al primo trimestre del 2012 mostrano che l'economia ha continuato a migliorare. L'incremento dell'occupazione dipendente nel settore non agricolo agli inizi del 2012 si è intensificato, rivelandosi superiore alle attese degli analisti di mercato, e ha contribuito

Figura 3 I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



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

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

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

in misura sostanziale al miglioramento del clima di fiducia. Il vigore delle vendite di prodotti al dettaglio e di autoveicoli sta a indicare che i consumi hanno continuato a espandersi. Al tempo stesso il mercato immobiliare evidenzia segnali di stabilizzazione, pur rimanendo complessivamente debole.

In febbraio l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è stata pari al 2,9 per cento, invariata rispetto al mese precedente. Ciò costituisce la risultante di andamenti opposti della componente alimentare e di quella energetica: il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni alimentari è diminuito, mentre quello dei prodotti energetici è aumentato e ha di fatto riassorbito il calo della seconda metà del 2011. L'inflazione calcolata al netto di queste due componenti è scesa al 2,2 per cento, dopo essere salita dagli inizi del 2011.

Il 13 marzo 2012 il Federal Open Market Committee (FOMC) ha dichiarato che le tensioni nei mercati finanziari mondiali si sono allentate e che l'economia statunitense registra una crescita moderata. Ha altresì rilevato che le condizioni nel mercato del lavoro sono ulteriormente migliorate, ma che il settore delle abitazioni rimane depresso. 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 l'attività economica continua a evidenziare alcuni segnali incerti di ripresa dopo la temporanea stagnazione alla fine del 2011, anche se le statistiche di più recente pubblicazione sono piuttosto contrastanti. A febbraio la produzione industriale ha subito un calo inaspettato dopo due mesi di crescita positiva, ma per i due mesi successivi le imprese del settore manifatturiero ne prevedono un aumento. Anche il PMI relativo a tale settore in marzo segnalava un tasso di incremento positivo (seppur modesto) della produzione manifatturiera, trainato in larga misura dal perdurante aumento dei nuovi ordinativi. D'altro canto, l'indagine Tankan trimestrale di marzo pubblicata dalla Banca del Giappone mostrava sorprendentemente un clima di fiducia delle grandi imprese del settore manifatturiero invariato rispetto a dicembre 2011. I consumi privati continuano a rafforzarsi, grazie in parte all'impatto positivo fornito dagli incentivi per l'acquisto di autoveicoli. La ripresa delle esportazioni di beni in termini reali dalla fine del 2011 è stata finora piuttosto contenuta, mentre le importazioni di beni in termini reali si sono ridimensionate in febbraio rispetto ai tassi di crescita precedenti. Il saldo commerciale nominale mensile (basato sulle statistiche relative al commercio doganale) è rimasto negativo in termini destagionalizzati a febbraio, ma il disavanzo si è ridotto rispetto a novembre 2011.

Con riferimento ai prezzi, in febbraio l'inflazione generale sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita a 0,3 per cento (da 0,1 in gennaio). Anche il tasso calcolato al netto degli alimentari freschi è aumentato, a 0,1 per cento (da -0,1 in gennaio), mentre quello ottenuto escludendo i beni alimentari ed energetici è stato pari a -0,5 per cento (-0,8 in gennaio). Nella riunione di politica monetaria più recente, tenutasi il 13 marzo, 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 il rafforzamento del programma di prestiti con lo scopo di consolidare le basi della crescita economica.

REGNO UNITO

Nel Regno Unito i risultati delle indagini congiunturali nel primo trimestre del 2012 sono stati relativamente positivi, ma la produzione industriale e i volumi di vendite al dettaglio hanno evidenziato alcuni segnali di debolezza. La situazione nel mercato del lavoro è rimasta debole, poiché la disoc-



cupazione è relativamente elevata (8,4 per cento nella media dei tre mesi fino a gennaio). Si prevede che le condizioni di credito restrittive, il processo di aggiustamento dei bilanci delle famiglie e il sostanziale inasprimento fiscale continueranno ad agire da freno sulla crescita della domanda interna. È altresì probabile che le prospettive per la domanda estera pesino sulla dinamica delle esportazioni.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è rimasta relativamente elevata, ma ha continuato a ridursi per il graduale venir meno di alcuni fattori temporanei (i precedenti rincari dei beni energetici e l'incremento dell'aliquota IVA da gennaio 2011). In febbraio il tasso complessivo è sceso al 3,4 per cento (dal 3,6 di gennaio) e quello calcolato al netto dei beni energetici e dei prodotti alimentari non trasformati è rimasto invariato al 2,9 per cento. È probabile che l'inflazione continui a ridursi nel breve periodo, anche se il recente rincaro del petrolio potrebbe esercitare alcune pressioni al rialzo. Più a lungo termine, l'esistenza di un ampio margine di capacità inutilizzata e il lento recupero dell'attività economica dovrebbero favorire il contenimento delle spinte inflazionistiche. L'8 marzo il Monetary Policy Committee della Bank of England ha mantenuto il tasso ufficiale corrisposto sulle riserve delle banche commerciali invariato allo 0,5 per cento e lo stock previsto dal programma di acquisto di titoli finanziato con l'emissione di riserve della banca centrale a un totale di 325 miliardi di sterline.

CINA

In Cina gli indicatori disponibili segnalano che l'economia ha continuato a decelerare nei primi due mesi dell'anno. In presenza di condizioni esterne meno favorevoli e di un rallentamento della domanda interna, sia le esportazioni sia le importazioni si sono indebolite e il saldo commerciale ha riportato un disavanzo cumulato di 4,2 miliardi di dollari statunitensi nei primi due mesi del 2012. La produzione industriale ha rallentato negli ultimi mesi e la stima rapida del PMI relativo al settore manifatturiero in marzo mostrava un peggioramento delle condizioni produttive. Gli utili delle imprese statali sono scesi dell'11 per cento sui dodici mesi a febbraio 2012. La correzione in atto nel settore immobiliare pesa altresì sulla domanda interna. Le vendite di immobili residenziali a gennaio e febbraio 2012 sono state di oltre il 10 per cento inferiori rispetto agli stessi mesi dell'anno precedente, anche se le statistiche relative a febbraio stanno a indicare il graduale esaurimento della fase calante. Per quanto concerne i prezzi, a febbraio le pressioni inflazionistiche si sono ulteriormente allentate. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa al 3,2 per cento e quella dei prezzi alla produzione è rimasta invariata rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. La banca centrale della Repubblica popolare cinese ha continuato ad allentare le condizioni monetarie innalzando i massimali per il rapporto prestiti/depositi di due fra le più grandi banche statali. Le autorità hanno fissato l'obiettivo di crescita del PIL nel 2012 al 7,5 per cento, inferiore rispetto all'8 per cento dello scorso anno, e hanno lasciato quello per l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC invariato al 4 per cento.

I.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

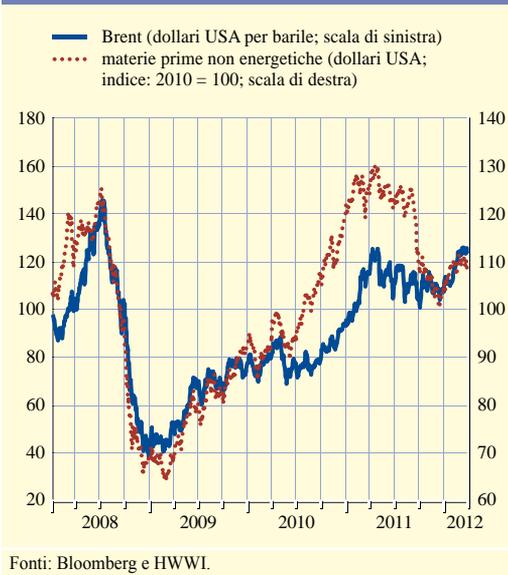
In marzo i prezzi del petrolio sono rimasti sostanzialmente stabili. Il 3 aprile il greggio di qualità Brent veniva quotato a 123,4 dollari per barile, un livello superiore dello 0,8 per cento rispetto ai primi di marzo e del 14,7 nel confronto con gli inizi dell'anno (cfr. figura 4). In prospettiva, gli operatori si attendono prezzi inferiori nel medio periodo, viste le quotazioni dei contratti future con scadenza a dicembre 2013 che si collocano a 112,5 dollari per barile.

Le spinte sui prezzi restano elevate per i perduranti timori di possibili interruzioni dell'offerta connesse all'imminente embargo dell'UE sulle importazioni di greggio dall'Iran. Ciò risulta ulteriormente amplificato dalle attuali tensioni nell'equilibrio tra domanda e offerta, come riflesso nel fatto

che le scorte industriali di greggio all'interno dell'OCSE sono rimaste inferiori alle medie storiche per il settimo mese consecutivo. Le pressioni sui prezzi potrebbero in prospettiva attenuarsi, almeno temporaneamente, qualora si rivelasse fondata le voci di un possibile rilascio delle riserve strategiche di petrolio o di un impegno dell'Arabia Saudita ad accrescere la produzione.

I corsi delle materie prime non energetiche sono anch'essi rimasti sostanzialmente stabili a marzo. Mentre i prezzi dei semi oleosi e degli oli sono stati trainati principalmente dal calo dell'offerta del Sud America, dovuto alle condizioni meteorologiche, quelli dei metalli hanno risentito negativamente delle prospettive per l'economia cinese. Alla fine di marzo l'indice aggregato dei prezzi in dollari delle materie prime non energetiche era superiore del 6 per cento rispetto agli inizi dell'anno.

Figura 4 Principali andamenti dei mercati delle materie prime

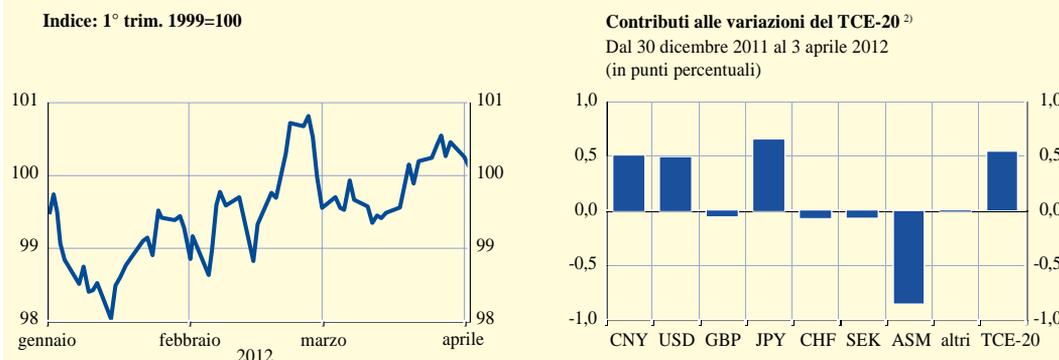


1.3 TASSI DI CAMBIO

Nel primo trimestre del 2012 l'euro ha registrato un lieve apprezzamento complessivo, in presenza di un calo costante della volatilità. Il 3 aprile il tasso di cambio effettivo nominale della moneta unica – misurato rispetto alle divise dei 20 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro – era superiore dello 0,5 per cento al livello di fine dicembre e inferiore del 3,2 per cento alla media del 2011 (cfr. figura 5).

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

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

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

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

Tavola 1 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 3 aprile 2012	apprezzamento (+)/deprezzamento (-) dell'euro al 3 aprile 2012		
			da: 30 dicembre 2011	3 gennaio 2011	rispetto a: media del 2011
Renminbi cinese	18,8	8,378	2,7	-4,7	-6,9
Dollaro statunitense	16,9	1,332	2,9	-0,2	-4,3
Sterlina britannica	14,9	0,833	-0,3	-3,3	-4,1
Yen giapponese	7,2	109,3	9,1	0,6	-1,5
Franco svizzero	6,5	1,204	-1,0	-3,4	-2,4
Zloty polacco	6,2	4,136	-7,2	4,5	0,4
Corona ceca	5,0	24,62	-4,5	-1,9	0,1
Corona svedese	4,7	8,794	-1,3	-1,6	-2,6
Won sudcoreano	3,9	1,497	-0,1	-0,3	-2,9
Fiorino ungherese	3,2	293,8	-6,6	5,5	5,2
TCEN ²⁾		100,1	0,5	-1,4	-3,2

Fonte: BCE.

1) Tassi di cambio bilaterali in ordine decrescente in base al peso dell'interscambio commerciale di 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).

In termini bilaterali, negli ultimi tre mesi l'euro si è generalmente apprezzato rispetto a gran parte delle divise principali. Fra il 30 dicembre 2011 e il 3 aprile 2012 si è rafforzato nei confronti del dollaro statunitense, dello yen giapponese e del renminbi cinese (rispettivamente del 2,9, 9,1 e 2,7 per cento) ed è rimasto sostanzialmente stabile rispetto alla sterlina britannica. Nel periodo in esame la moneta unica si è complessivamente deprezzata sulle altre valute europee e più in particolare sul fiorino ungherese e lo zloty polacco (rispettivamente, del 6,6 e 7,2 per cento), oltre che sulla corona ceca (del 4,5 per cento) (cfr. tavola 1). La volatilità di mercato misurata in base ai prezzi delle opzioni su valute ha continuato a scendere dagli inizi dell'anno e si colloca attualmente al di sotto dei livelli medi di lungo periodo per gran parte dei cambi bilaterali.

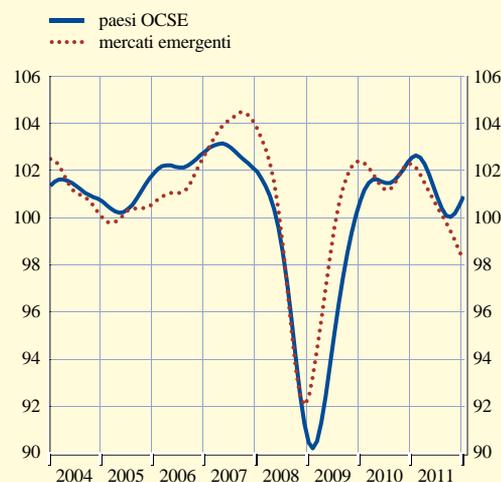
Fra il 30 dicembre 2011 e il 3 aprile 2012 le valute all'interno degli AEC II si sono mantenute sostanzialmente stabili rispetto all'euro, su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali. Il lat lettone è rimasto nell'area di apprezzamento del corridoio di oscillazione del ± 1 per cento fissato unilateralmente.

1.4 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

In prospettiva, gli indicatori anticipatori segnalano che la crescita dell'economia mondiale si è rafforzata negli ultimi mesi. A gennaio 2012 l'indicatore anticipatore composito dell'OCSE è aumentato per il terzo mese consecutivo, sorret-

Figura 6 Indicatore anticipatore composito dell'OCSE

(dati mensili corretti per l'ampiezza)



Fonte: OCSE.

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

to in particolare dagli andamenti negli Stati Uniti e in Giappone. Nonostante l'incertezza che caratterizza l'economia mondiale, le prospettive per il contesto esterno all'area dell'euro rimangono bilanciate. Mentre i rischi verso il basso sono principalmente connessi agli sbilanci che persistono in alcune economie e agli ulteriori aumenti dei prezzi delle materie prime, i segnali più recenti lasciano presagire per le principali economie avanzate una ripresa leggermente più sostenuta di quanto inizialmente atteso.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

Le dinamiche della moneta e del credito sono rimaste contenute in febbraio, nonostante il considerevole afflusso registrato dall'aggregato monetario ampio, riconducibile principalmente agli andamenti delle passività a breve termine delle istituzioni creditizie. Dal lato delle contropartite, a febbraio le IFM dell'area dell'euro hanno accresciuto in modo consistente le principali attività da esse detenute acquistando titoli, mentre i prestiti bancari sono risultati sostanzialmente stabili. Gli andamenti osservati nei primi due mesi del 2012 confortano la valutazione secondo cui le pressioni sulle banche per ridurre i livelli di indebitamento si sono attenuate e il rischio di una disordinata riduzione della leva finanziaria si è notevolmente affievolito. Occorrerà tuttavia del tempo prima che l'impatto positivo delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre anni sull'offerta di prestiti al settore privato non finanziario si manifesti appieno.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è ulteriormente aumentato in febbraio, al 2,8 per cento dal 2,5 di gennaio (cfr. figura 7). L'andamento ha rispecchiato il nuovo forte afflusso mensile registrato dall'aggregato, il cui tasso di crescita sul mese precedente è stato dello 0,8 per cento in febbraio. Questo incremento non è stato connesso ad operazioni di prestito garantite nel mercato monetario condotte mediante controparti centrali situate nell'area dell'euro. Pertanto, correggendo per le operazioni pronti contro termine condotte tramite controparti centrali, anche le consistenze di M3 sono aumentate rispetto al mese precedente, e hanno segnato un tasso di variazione sui dodici mesi del 2,5 per cento, in aumento dal 2,0 di gennaio.

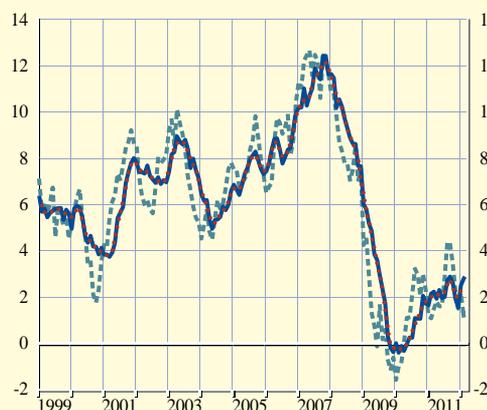
In febbraio si sono registrati afflussi mensili per tutte le componenti di M3 che rappresentano passività a breve termine delle istituzioni creditizie. In alcuni paesi queste ultime hanno cercato di attirare depositi offrendo tassi piuttosto vantaggiosi. La scomposizione settoriale conforta tale valutazione, poiché la ripresa segnata dal flusso mensile va largamente ascritta al settore privato non finanziario.

Dal lato delle contropartite, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) si è ridotto in febbraio, collocandosi all'1,1 per cento, dall'1,5 di gennaio. Alla flessione hanno contribuito tutti i settori. Le IFM hanno ridotto soprattutto i prestiti agli intermediari finanziari non monetari, mentre il flusso netto mensile di prestiti al settore privato non finanziario è stato prossimo allo zero. I dati relativi ai primi due mesi del 2012 avvalorano la valutazione secondo cui la tendenza al ribasso fatta osservare dai prestiti al settore privato non finanziario nel quarto trimestre del 2011, anche se in parte collegata a fattori speciali come le operazioni di fine anno di dicembre, è stata generalmente contenuta.

Figura 7 Crescita di M3

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

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



Fonte: BCE.

I dati monetari confermano altresì la più generale attenuazione delle pressioni a ridurre i livelli di indebitamento, come risulta evidente da altri elementi dei bilanci bancari, e quindi la notevole diminuzione del rischio di una disordinata riduzione della leva finanziaria. In febbraio, le IFM dell'area dell'euro (escluso l'Eurosistema) hanno aumentato notevolmente le proprie consistenze di attività principali, acquistando titoli e, in misura minore, prestiti tra IFM, mentre i prestiti bancari al settore privato sono rimasti sostanzialmente stabili.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

L'accelerazione di M3 a febbraio ha rispecchiato principalmente la dinamica più vivace delle componenti dell'aggregato che rappresentano passività a breve termine delle istituzioni creditizie. In termini di flusso mensile, il contributo maggiore è provenuto dai depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* (M2 meno M1), i quali includono generalmente operazioni che rispondono soprattutto a considerazioni di portafoglio e traducono, in parte, il tentativo delle istituzioni creditizie di favorire flussi stabili di depositi tramite tassi vantaggiosi.

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è salito al 2,5 per cento in febbraio, dal 2,1 del mese precedente. Sia i depositi *overnight* sia le banconote e monete in circolazione hanno registrato afflussi mensili. Per quanto concerne i primi, le consistenze detenute dagli intermediari finanziari non monetari sono aumentate in misura maggiore rispetto a quelle delle società non finanziarie. Per contro, le disponibilità delle famiglie si sono lievemente ridotte su base annua, per effetto del flusso mensile pari a zero in febbraio.

Il tasso di espansione sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* è aumentato al 3,1 per cento in febbraio dal 2,6 di gennaio, di riflesso all'accelerazione di entrambe le sue componenti. Gli afflussi mensili registrati dai depositi a termine a breve scadenza (depositi con durata prestabilita fino a due anni) sono stati particolarmente consistenti dall'inizio dell'anno. L'andamento andrebbe ricondotto in larga parte alle riallocazioni operate dalle famiglie in alcuni paesi a favore di strumenti monetari maggiormente remunerativi. Considerazioni di rendimento potrebbero essere state altresì all'origine del consistente afflusso evidenziato dai depositi a risparmio a breve termine (depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi) dall'inizio dell'anno.

In febbraio il tasso di variazione sui dodici mesi degli strumenti negoziabili è sceso al 3,1 per cento, dal 4,4 di gennaio. L'andamento ha celato dinamiche divergenti delle singole componenti: mentre un calo è stato registrato dalle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e dai contratti pronti contro termine, un deciso aumento è stato segnato dai titoli di debito con scadenza fino a due anni emessi dalle IFM. Le operazioni pronti contro termine condotte tramite controparti centrali hanno evidenziato afflussi mensili modesti, come in gennaio, mentre si sono registrati rimborsi netti di quote e partecipazioni in fondi comuni monetari da parte del settore detentore di moneta dell'area dell'euro (cfr. il riquadro 1 sulla nuova definizione statistica dei fondi del mercato monetario). Nel mese in esame, il settore detentore di moneta ha accresciuto le proprie disponibilità di titoli di debito a breve termine emessi da IFM. Più in generale, anche i soggetti non residenti nell'area dell'euro hanno ripreso gli acquisti di questi strumenti, segnalando pertanto il venir meno della diffusa sfiducia nei confronti dei titoli bancari osservata alla fine del 2011.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi di M3 – che comprendono i depositi a breve termine e i contratti pronti contro termine e che rappresentano l'aggregato monetario più ampio per cui è disponibile una tempestiva scomposizione per settore – è salito al 2,5 per cento in febbraio, dal 2,3 del mese precedente. L'afflusso mensile ha interessato in modo pressoché uniforme il settore finanziario e quello non finanziario. Per quanto concerne quest'ultimo, il tasso di incremento dei depositi

di M3 detenuti dalle famiglie è aumentato al 2,0 per cento in febbraio, dall'1,7 del mese precedente, mentre quello relativo ai depositi di M3 detenuti dalle società non finanziarie è cresciuto in misura più modesta, portandosi nello stesso periodo dallo 0,3 allo 0,4 per cento.

Riquadro I

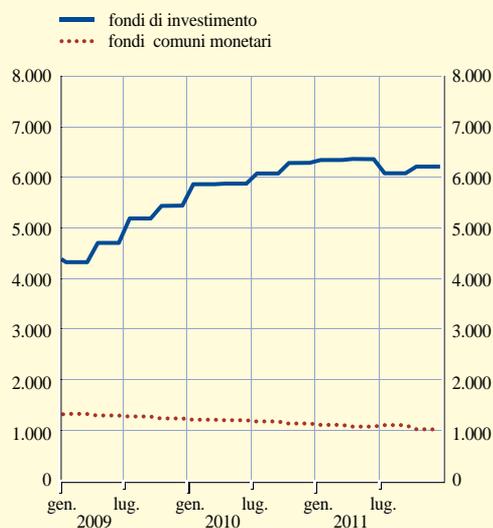
NUOVA DEFINIZIONE STATISTICA DEI FONDI COMUNI MONETARI DELL'AREA DELL'EURO

Nel maggio 2010 il Comitato delle autorità europee per la regolamentazione dei valori mobiliari (organo precursore dell'Autorità europea per gli strumenti finanziari e i mercati) ha pubblicato le linee guida per una nuova definizione comune, a fini di vigilanza, dei fondi comuni monetari europei. Tali indirizzi, attualmente in fase di recepimento nella maggior parte dei paesi dell'UE, accrescono la tutela degli investitori stabilendo precisi criteri quantitativi e qualitativi cui sono soggetti i fondi che si promuovono come fondi comuni monetari. L'obiettivo è limitare le varie tipologie di rischio associate ai fondi comuni monetari quali il rischio di tasso di interesse, di liquidità, di credito e di differenziale di credito. Nell'agosto 2011 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso, mediante un regolamento ¹⁾, di adottare anche a fini statistici la nuova definizione europea di fondi comuni monetari. Ai fini della segnalazione da parte delle istituzioni finanziarie monetarie, la nuova definizione doveva trovare attuazione nella raccolta dei dati per le statistiche monetarie al più tardi a partire dal 1° febbraio 2012. In questo contesto, il presente riquadro illustra brevemente l'impatto della nuova definizione sulle statistiche e sulle analisi monetarie.

I fondi comuni monetari rappresentano una quota significativa dei fondi di investimento (cfr. figura A). In generale, in considerazione delle caratteristiche di liquidità delle relative quote e partecipazioni e della loro strategia di investimento, sono considerati dagli investitori uno stretto sostituto dei depositi a breve

Figura A Attività totali dei fondi comuni monetari e dei fondi di investimento (esclusi i fondi comuni monetari) nell'area dell'euro

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

1) Cfr. il Regolamento BCE/2011/12 che modifica il regolamento (CE) n. 25/2009 relativo al bilancio del settore delle istituzioni finanziarie monetarie (BCE/2008/32). Secondo la nuova definizione, i fondi comuni monetari perseguono il preciso obiettivo d'investimento di mantenere il capitale del fondo e si propongono di offrire un rendimento in linea con i tassi del mercato monetario. Inoltre, i fondi comuni monetari possono investire unicamente in strumenti del mercato monetario di elevata qualità. Nell'assumere le decisioni di investimento, il gestore del fondo deve tenere in considerazione un'ampia gamma di fattori, tra cui anche: a) la qualità creditizia dello strumento; b) la natura della classe di attività dello strumento; c) il rischio operativo e di controparte intrinseco per gli strumenti finanziari strutturati; d) il profilo di liquidità. Il precedente regolamento della BCE definiva i fondi comuni monetari come quegli organismi di investimento collettivo 1) le cui partecipazioni presentavano un'elevata sostituibilità con i depositi; 2) che investivano principalmente in a) strumenti di mercato monetario, b) quote/partecipazioni in fondi comuni monetari, c) altri strumenti di debito fungibili con vita residua fino a un anno e/o d) depositi bancari; e/o 3) che si proponevano di realizzare un rendimento prossimo al tasso di interesse degli strumenti del mercato monetario. Le due definizioni differiscono tra loro anche per il fatto che i nuovi criteri e le nuove soglie si applicano all'intero portafoglio di investimenti dei fondi comuni monetari, mentre i precedenti criteri statistici della BCE riguardavano solo l'85 per cento del portafoglio di investimenti.

termine. Insieme alla stabilità del valore del capitale, cioè il rimborso al valore nominale, queste caratteristiche fanno sì che le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari siano considerate attività monetarie e classificate come “strumenti negoziabili” nell’aggregato monetario ampio M3. Dato il ruolo preminente della moneta nella strategia di politica monetaria a due pilastri della BCE, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari contribuiscono all’analisi condotta dalla BCE sui rischi derivanti dagli andamenti monetari per la futura evoluzione dei prezzi.

Un’importante caratteristica della moneta consiste nella certezza patrimoniale nominale. Nel difficile contesto operativo per i fondi comuni monetari durante alcuni episodi della crisi finanziaria, la certezza patrimoniale nominale di talune quote e partecipazioni in fondi comuni monetari è stata messa in discussione. Sono stati particolarmente interessati da tale fenomeno i fondi che avevano utilizzato prodotti finanziari innovativi allo scopo di conseguire un migliore profilo di rischio/rendimento rispetto alla maggior parte dei fondi con una strategia d’investimento più tradizionale. La mancanza di certezza patrimoniale nominale e le caratteristiche non convenzionali di questi particolari fondi hanno messo a repentaglio il modello di *business* dei fondi comuni monetari e la loro reputazione come categoria di investimenti. Ciò ha contribuito a considerevoli deflussi da tali fondi nel corso della crisi finanziaria. Ha inoltre ostacolato la sostituibilità delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari con altre componenti di M3, limitandone così il “carattere monetario” (*moneyness*).

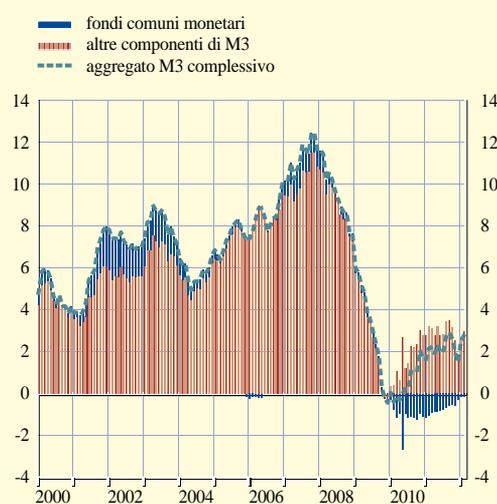
Impatto della nuova definizione sugli aggregati monetari

Le stime preliminari suggeriscono che in alcuni Stati membri il cambiamento della definizione introdotto con il nuovo regolamento modifica in misura significativa il quadro del settore dei fondi comuni monetari. In Irlanda e Lussemburgo, in particolare, il comparto ridefinito dei fondi comuni monetari si è ridotto rispettivamente del 28 e del 22 per cento circa in termini di valore totale del patrimonio netto dei fondi. Dal luglio 2011 l’impatto complessivo delle variazioni nella popolazione segnalante dell’area dell’euro corrisponde a un calo di 193,7 miliardi di euro (18 per cento) del valore totale del patrimonio netto del settore in esame.

Quanto all’impatto della nuova definizione sull’aggregato monetario M3, sono interessate unicamente le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari possedute dal settore detentore di moneta residente nell’area dell’euro. Poiché in alcuni paesi, come Irlanda e Lussemburgo, la variazione nella composizione della popolazione segnalante concerne principalmente quote e partecipazioni detenute da non residenti nell’area dell’euro e da altre IFM (laddove queste ultime sono classificate come appartenenti

Figura B Crescita di M3 sul periodo corrispondente e contributi delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e delle altre componenti di M3

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



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

al settore emittente moneta), l'impatto sugli aggregati monetari è molto più contenuto. L'effetto sulle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari possedute dal settore detentore di moneta dell'area dell'euro consiste soltanto in una riduzione di 69 miliardi di euro circa, pari allo 0,7 per cento in termini di consistenze di M3 in essere a febbraio 2012. È importante osservare che non si è avuto alcun effetto diretto sulle operazioni e sui tassi di crescita di M3, poiché nel corso delle riclassificazioni statistiche si è operata una correzione per la variazione della popolazione segnalante, spostando detti fondi dal settore del mercato monetario a quello dei fondi di investimento. Va notato tuttavia che, oltre ai fondi riclassificati nel settore dei fondi di investimento, vi sono anche fondi del mercato monetario che hanno modificato la politica di investimento in risposta alla nuova definizione di vigilanza. Ciò potrebbe aver esercitato una certa influenza sui dati, ancorché più contenuta, sebbene sia difficile distinguere l'impatto effettivo da altri fattori che potrebbero aver influito sull'evoluzione del settore in esame, come ad esempio il basso livello dei tassi di interesse.

Come illustra la figura B, il contributo delle quote e partecipazioni dei fondi comuni monetari al tasso di crescita sul periodo corrispondente di M3 è stato nel complesso contenuto. Si possono di conseguenza considerare modeste le potenziali distorsioni nel contenuto informativo dell'aggregato monetario ampio ai fini dell'analisi monetaria. Nondimeno, la nuova definizione più dettagliata e ristretta dei fondi comuni monetari è necessaria a preservare la qualità delle statistiche monetarie per gli obiettivi della politica monetaria.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto concerne le contropartite di M3, il tasso di crescita sui dodici mesi del credito delle IFM ai residenti dell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato a febbraio (cfr. tavola 2). L'andamento va ricondotto all'aumento del tasso di espansione del credito alle amministrazioni

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

Fonte: BCE.

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

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

pubbliche, salito al 6,0 per cento (dal 4,9 per cento di gennaio), cui si è contrapposto un calo del tasso relativo al credito al settore privato, sceso allo 0,3 per cento dallo 0,6 del mese precedente.

Il tasso di incremento sui dodici mesi del credito alle amministrazioni pubbliche è aumentato per il quarto mese consecutivo per effetto dei consistenti acquisti netti di titoli emessi da governi dell'area dell'euro, mentre sono diminuiti i prestiti al settore. Il flusso di credito al settore privato è stato relativamente contenuto in febbraio, poiché le IFM hanno aumentato le proprie disponibilità di titoli e ridotto i prestiti. Di conseguenza, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti al settore privato, corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni è sceso all'1,1 per cento, dall'1,5 di gennaio (cfr. tavola 3). La riduzione dei prestiti osservata in febbraio si è concentrata nel settore degli intermediari finanziari non monetari, dato che la contrazione ha riguardato principalmente i prestiti alle società di assicurazione, ai fondi pensione e agli intermediari finanziari. È stato registrato solo un modesto afflusso di operazioni di prestito effettuate tramite controparti centrali, di portata ben inferiore a quelli dei mesi precedenti. Il flusso mensile netto dei prestiti al settore privato non finanziario (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è stato quasi nullo a febbraio, confermando perciò la stabilizzazione osservata a gennaio.

La contenuta attività di prestito potrebbe rispecchiare in larga parte la debolezza della domanda nell'attuale fase congiunturale, nonché l'esigenza, da parte delle famiglie e delle imprese non finanziarie in alcune regioni dell'area dell'euro di ridurre i loro elevati livelli di indebitamento (cfr. il riquadro 2 per un'analisi dei principali fattori che potrebbero incidere sulla dinamica dei prestiti al settore privato non finanziario nei prossimi mesi). Altri fattori che potrebbero aver svolto un ruolo sono gli effetti dal lato dell'offerta connessi al perdurare delle difficoltà di raccolta a lungo termine risultanti dall'incertezza del contesto economico-finanziario, nonché i requisiti patrimoniali imposti da Basilea 3. In seguito all'attuazione delle misure non convenzionali aggiuntive annunciate dal Consiglio direttivo l'8 dicembre 2011, in gennaio e febbraio le pressioni per ridurre la leva finanziaria si sono attenuate, come

Tavola 3 Prestiti delle IFM al settore privato

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

	Consistenze in essere in percentuale del totale ¹⁾	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					
		2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 4° trim.	2012 gen.	2012 feb.
Società non finanziarie	42,1	0,6	1,0	1,5	1,6	0,7	0,4
<i>Corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni²⁾</i>	-	1,5	1,9	2,2	1,9	0,9	0,6
Fino a un anno	24,3	-1,2	1,5	4,1	3,8	0,7	0,1
Oltre un anno e fino a cinque anni	18,0	-2,4	-2,9	-3,6	-3,3	-3,6	-3,9
Oltre cinque anni	57,7	2,4	2,2	2,1	2,3	2,2	2,0
Famiglie³⁾	46,8	3,1	3,4	3,0	2,2	1,3	1,2
<i>Corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni²⁾</i>	-	3,1	3,0	2,7	2,3	2,0	1,8
Credito al consumo ⁴⁾	11,9	-1,0	-1,0	-2,0	-2,0	-1,6	-1,8
Mutui per l'acquisto di abitazioni ⁴⁾	72,2	4,0	4,4	4,0	3,0	1,8	1,8
Altri prestiti	15,8	2,4	2,0	2,4	1,8	1,1	0,8
Società di assicurazione e fondi pensione	0,8	7,2	3,2	7,0	4,3	-1,3	-8,3
Altri intermediari finanziari non monetari	10,4	7,1	6,0	3,9	3,2	2,0	0,6

Fonte: BCE.

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

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

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

3) In base alla definizione SEC 95.

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

risulta evidente da altri elementi dei bilanci bancari. Occorrerà tuttavia del tempo prima che si esplichino appieno l'impatto positivo delle ORLT a tre anni dell'Eurosistema sull'offerta di prestiti.

Riquadro 2

I FATTORI CHE INCIDONO SUI PRESTITI AL SETTORE PRIVATO E LE PROSPETTIVE A BREVE TERMINE PER LE DINAMICHE DELLA MONETA E DEI PRESTITI

L'intensificarsi della crisi finanziaria nel quarto trimestre del 2011 ha inciso notevolmente sulla provvista bancaria in quel periodo, facendo emergere rischi di un'imminente e disordinata riduzione della leva finanziaria e quindi di effetti sfavorevoli sulla capacità delle banche a sostenere l'economia reale. Tale valutazione è confortata, da un lato, dai flussi particolarmente modesti registrati nel quarto trimestre dall'aggregato monetario ampio M3 e dal credito al settore privato (sui dati di dicembre tuttavia hanno ampiamente inciso fattori speciali, quali le operazioni di fine anno) e, dall'altro, dai risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per lo stesso trimestre, che hanno rilevato sia un inasprimento dei criteri di erogazione dei prestiti, sia una minore domanda di credito. Sebbene la moderata dinamica monetaria e creditizia possa riflettere in parte la correzione in atto dell'eccesso di liquidità e dell'offerta di credito eccedente osservata in passato, il ritmo dell'aggiustamento nel trimestre in esame è risultato preoccupante.

La principale determinante della crescita di M3 nell'area dell'euro è rappresentata solitamente dai prestiti al settore privato. L'analisi della dinamica dei prestiti è essenziale ai fini della valutazione degli andamenti della moneta e del ritmo dell'espansione monetaria di fondo, e quindi delle implicazioni per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Escludendo la volatilità a breve termine, il lento ritmo di crescita del credito al settore privato negli ultimi mesi, insieme alla debole dinamica di M3, confermano l'ipotesi secondo cui l'espansione monetaria di fondo è rimasta contenuta e i rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo non si sono sostanzialmente modificati.

Questo riquadro illustra alcuni dei principali fattori che potrebbero incidere sui prestiti al settore privato non finanziario nei prossimi mesi. Sebbene i risultati delle indagini e le stime basate sui modelli indichino che i fattori dal lato dell'offerta dovrebbero continuare ad esercitare effetti sfavorevoli sulla crescita dei prestiti nei prossimi mesi, è probabile che la determinante principale resterà la debole domanda di prestiti. Sulla scorta degli indicatori anticipatori, la domanda di prestiti da parte di famiglie e società non finanziarie (SNF) dovrebbe restare modesta, almeno nella prima metà del 2012, in linea con la debolezza dell'attività economica. A frenare l'offerta di prestiti potrebbero altresì contribuire le perduranti difficoltà di raccolta delle banche, dovute al contesto economico-finanziario incerto, nonché i nuovi requisiti sui coefficienti patrimoniali introdotti dal quadro regolamentare di Basilea 3. Occorrerà inoltre del tempo prima che l'effetto di sostegno delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) condotte dall'Eurosistema a dicembre 2011 e febbraio 2012 si esplichino appieno sui prestiti al settore privato non finanziario. Gli andamenti del mercato del credito vanno quindi seguiti da vicino. Nondimeno, queste operazioni dell'Eurosistema hanno già contribuito alla correzione dei bilanci bancari, e i chiari segnali di stabilizzazione dei dati monetari in gennaio e febbraio indicano l'attenuarsi delle pressioni alla riduzione della leva finanziaria.

L'offerta di credito e i fattori dal lato della domanda

In una prospettiva di politica monetaria è importante valutare i contributi relativi che le forze dal lato dell'offerta del credito e quelle dal lato della domanda forniscono agli andamenti dei

prestiti al settore privato. Sebbene risulti difficile isolare e stimare l'incidenza di queste forze, è comunque possibile desumere alcune indicazioni dai dati delle indagini e dalle stime basate sui modelli. Ad esempio, secondo i risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il quarto trimestre del 2011, è probabile che gli andamenti dal lato sia della domanda che dell'offerta continuino ad influire negativamente sull'attività di prestito. In particolare, è atteso un ulteriore irrigidimento dei criteri per la concessione di prestiti a famiglie e imprese nel primo trimestre del 2012, anche se di portata inferiore a quello del trimestre precedente, e la domanda dovrebbe registrare un nuovo significativo calo¹⁾. Allo stesso tempo, dopo la ORLT a tre anni, è possibile che l'offerta di prestiti risulti meno dipendente dalla disponibilità di fondi del mercato e più strettamente connessa alla capacità di assumere rischi delle banche e quindi alla loro posizione patrimoniale. Nondimeno, potrebbe essere necessario tempo prima che la riduzione delle difficoltà di provvista abbia effetti positivi sui criteri di fido e sui prestiti al settore privato.

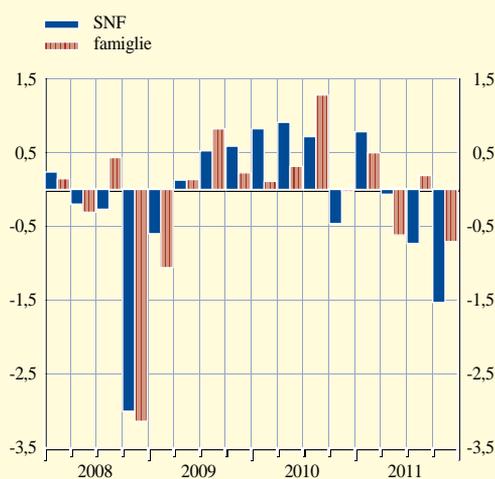
Il quadro tracciato è confermato da altri dati provenienti dalle indagini presso le SNF. Ad esempio, nell'indagine della Commissione europea sui vincoli alla produzione nel primo trimestre del 2012, il dato relativo ai vincoli finanziari è rimasto sostanzialmente stabile per le imprese dell'area dell'euro operanti nei settori manifatturiero e dei servizi, mentre l'impatto di questo fattore è aumentato lievemente per le costruzioni. Nel complesso, tuttavia, i vincoli finanziari, analogamente a quelli posti dalla carenza di manodopera, spazio, attrezzature e/o macchinari, rappresentano solo un fattore minoritario nel limitare la produzione in tutti i settori, mentre l'elemento preponderante resta la domanda insufficiente.

Le stime basate sui modelli indicano che i fattori di offerta hanno avuto un ruolo relativamente limitato nella crescita registrata dai prestiti alle famiglie e alle SNF fino al quarto trimestre del 2011. In prospettiva, tuttavia, è possibile che le ripercussioni dei recenti shock all'offerta di credito debbano ancora concretizzarsi. Ad esempio, secondo un modello autoregressivo vettoriale (VAR) strutturale con restrizioni di segno, la serie relativa agli shock all'offerta di prestiti mostra che nel quarto trimestre si sono configurati nuovi shock avversi (cfr. figura A). In base al modello, gli effetti di questi ultimi compariranno gradualmente per manifestarsi appieno solo dalla metà del 2012. Nonostante ciò, l'impatto restrittivo dovuto a tali shock sull'economia nel suo complesso dovrebbe essere attenuato dalle misure di politica monetaria non convenzionali poste in essere a fine 2011.

Sulla domanda di prestiti potrebbe altresì incidere il livello di indebitamento delle fami-

Figura A Prestiti a SNF e famiglie: shock dal lato dell'offerta stimati in base a un modello VAR strutturale

(valori percentuali; deviazioni standard)



Fonte: BCE.

Nota: La serie relativa agli shock all'offerta di prestiti è stimata in base a un modello VAR strutturale con restrizioni di segno. Per informazioni più dettagliate su tale modello, cfr. l'articolo *Andamenti recenti dei prestiti al settore privato* nel numero di gennaio 2011 di questo Bollettino.

1) Per informazioni più dettagliate, cfr. il riquadro *Risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il quarto trimestre del 2011*, nel numero di febbraio 2012 di questo Bollettino.

glie e delle SNF, nonché il merito di credito attribuito dalle banche ai potenziali mutuatari. I rapporti fra indebitamento e PIL nominale risultano molto elevati in termini storici e, mentre le imprese sono state in grado di ridurli, le famiglie li hanno solamente stabilizzati (cfr. figura B). Data la notevole eterogeneità fra i livelli di indebitamento delle famiglie nei diversi paesi dell'area, in alcuni di questi tali livelli potrebbero rappresentare un ulteriore fattore di freno ai prestiti al settore.

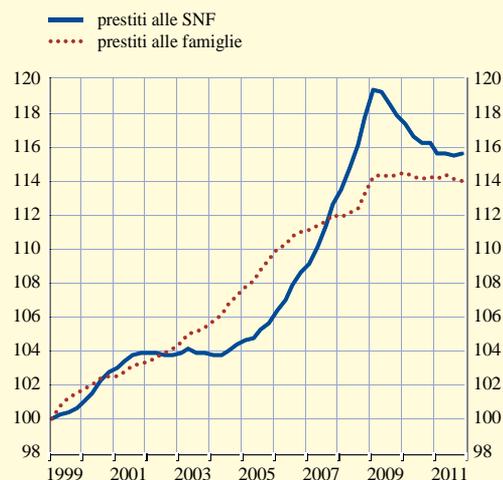
Gli indicatori anticipatori della dinamica dei prestiti al settore privato non finanziario

Gli indicatori anticipatori forniscono utili informazioni sui probabili sviluppi nei successivi mesi dei prestiti al settore privato; va tuttavia considerato che essi sono connessi soprattutto alla domanda di prestiti e la loro affidabilità è limitata.

Con riferimento alla crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle SNF (corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni), il recente calo va ricondotto principalmente alla componente a breve termine. I dati sulle variazioni delle scorte ricavati dalle indagini congiunturali, generalmente indicatori anticipatori relativamente affidabili degli andamenti a breve termine dei prestiti alle SNF, suggeriscono che il rallentamento di questi ultimi potrebbe proseguire nella prima metà del 2012 (cfr. figura C). Un altro fattore che potrebbe incidere sulla dinamica dei finanziamenti esterni alle SNF è dato dalla relativa facilità con cui le grandi imprese con accesso al mercato finanziario possono emettere obbligazioni societarie. Anche le piccole e medie imprese, che pure dipendono in misura sostanziale dai prestiti bancari, possono trarre vantaggio indirettamente dal contesto favorevole per le emissioni, tramite i crediti commerciali e i prestiti intersocietari erogati da aziende più grandi. Nei primi tre mesi del 2012 numerose SNF hanno emesso volumi significativi di strumenti di debito negoziabili nel contesto di forte domanda di titoli societari, riducendo così il pro-

Figura B Rapporto fra le consistenze in essere di prestiti delle IFM e PIL nominale

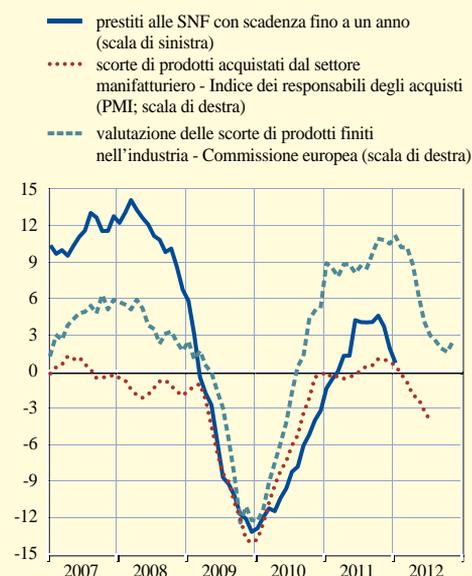
(valori percentuali; 1° trim. 1999 = 100)



Fonte: BCE.
Nota: I rapporti sono normalizzati.

Figura C Prestiti a breve termine alle SNF e indicatori anticipatori

(variazioni percentuali sui dodici mesi; saldi percentuali)



Fonti: Commissione europea e BCE.
Nota: L'indicatore delle scorte di prodotti finiti nell'industria è riportato con il segno invertito. Questo indicatore e quello delle scorte di prodotti acquistati dal settore manifatturiero (risultante dall'indagine relativa all'indice dei responsabili degli acquisti, PMI), sono riportati come deviazioni rispetto alla media di lungo periodo e sono traslati in avanti rispettivamente di sei e dieci mesi in modo da massimizzare la correlazione con la dinamica di crescita dei prestiti.

prio fabbisogno di prestiti bancari. Infine, l'abbondante disponibilità di fondi interni potrebbe altresì contenere la domanda di finanziamenti esterni²⁾.

Per quanto concerne la crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle famiglie, il rallentamento dell'ultimo trimestre del 2011 e la stabilizzazione dei primi due mesi del 2012 sono sostanzialmente in linea con gli andamenti dell'indicatore del clima di fiducia dei consumatori della Commissione Europea per lo stesso periodo. I dati di marzo di questo indicatore e quelli relativi alla dinamica nel primo trimestre del 2012 di altri indicatori ricavati da indagini congiunturali – come quello della Commissione circa la propensione dei consumatori ad effettuare acquisti rilevanti nei dodici mesi successivi – segnalano una stabilizzazione del clima di fiducia, anche se su livelli modesti. Pertanto, sulla scorta di questi indicatori anticipatori e coincidenti della domanda, l'espansione dei prestiti alle famiglie dovrebbe restare relativamente debole nei prossimi mesi.

La correzione dei bilanci bancari, le misure di politica monetaria e le implicazioni per la crescita di M3

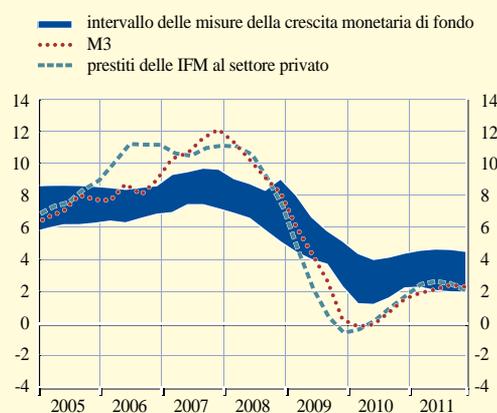
In prospettiva, l'evoluzione dei prestiti al settore privato dipenderà in parte dalla capacità del sistema bancario dell'area dell'euro di fornire servizi di intermediazione. A riguardo, le misure non convenzionali di politica monetaria dell'Eurosistema sono state determinanti nell'allentare i vincoli più immediati in termini di liquidità e finanziamento cui erano sottoposte le banche dell'area; in questo modo è stata evitata una brusca diminuzione della leva finanziaria, che avrebbe potuto portare a una drastica contrazione del credito. Dall'aggiudicazione della prima ORLT a tre anni, il costo per le banche del finanziamento tramite emissione di debito è diminuito nel segmento a breve della curva dei rendimenti, il che ha permesso una certa distensione e comportato vantaggi in termini di valutazione delle attività. Inoltre, il ritmo dei collocamenti si è intensificato, forse per disporre di attività da offrire in garanzia nel quadro della seconda ORLT a tre anni.

Nondimeno, la liquidità fornita dall'Eurosistema è solo un sostituto incompleto e imperfetto della provvista sul mercato. Pur avendo evitato una brusca contrazione dell'operatività bancaria, questa liquidità non sarà in grado di ripristinare pienamente la normale trasmissione degli impulsi di politica monetaria. Gli ultimi dati dei bilanci bancari evidenziano i progressi compiuti dagli istituti sul piano della capitalizzazione e della creazione di riserve di liquidità, soprattutto in alcuni paesi. Tuttavia, affinché il settore possa continuare a fornire servizi di intermediazione nel medio periodo, un'ulteriore correzione risulta imperativa.

La debole crescita di M3 e del credito negli ultimi mesi conforta l'idea secondo cui il ritmo dell'espansione monetaria di fondo sia stato

Figura D Dinamica di M3 e crescita monetaria di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE ed elaborazioni BCE.

2) Per un approfondimento sui flussi finanziari e sui bilanci per settore, cfr. il riquadro *I conti integrati dell'area dell'euro per il terzo trimestre del 2011*, nel numero di febbraio 2012 di questo Bollettino.

modesto (cfr. figura D). Al tempo stesso, il forte incremento della liquidità dell'Eurosistema ha determinato una brusca accelerazione della base monetaria. L'andamento, tuttavia, non è rispecchiato da un marcato aumento della crescita di M3 o del credito, il che segnalerebbe il concretizzarsi di rischi inflazionistici. Affinché le ingenti riserve di moneta di banca centrale fornite alle banche si traducano in un netto rafforzamento delle dinamiche di M3 e del credito, occorre da un lato ripristinare la fiducia in modo duraturo e rilanciare l'attività economica in modo da sostenere la domanda di credito da parte di imprese e famiglie, e dall'altro disporre di un sistema bancario che abbia la capacità e la volontà di fornire credito all'economia reale.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie, corretti per cessioni e cartolarizzazioni, si è moderato ulteriormente in febbraio (collocandosi allo 0,6 per cento, contro lo 0,9 in gennaio e l'1,2 in dicembre), per via di un flusso mensile lievemente negativo. Il dato di febbraio cela una parziale sostituzione dei prestiti a breve e medio termine (con scadenza originaria fino a cinque anni) con prestiti a più lungo termine (con scadenza originaria superiore a cinque anni). La dinamica dei prestiti alle società non finanziarie nei primi due mesi del 2012 conforta la valutazione secondo cui le tendenze calanti osservate alla fine del 2011 sono state generalmente contenute. L'eterogeneità degli andamenti dei prestiti tra paesi rimane significativa, in linea con le differenze osservate all'interno dell'area dell'euro nel ritmo dell'attività economica, nel fabbisogno di finanziamento esterno delle società non finanziarie e nel livello di indebitamento di queste ultime.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle famiglie, corretti per cessioni e cartolarizzazioni, è sceso lievemente, all'1,8 per cento in febbraio dal 2,0 di gennaio, mantenendo quindi l'andamento al ribasso osservato a partire da maggio 2011. L'attività di prestito alle famiglie è stata sostenuta dai mutui per l'acquisto di abitazioni, il cui tasso di espansione è rimasto invariato all'1,8 per cento a febbraio. Col tempo, l'impatto esercitato su questa tipologia di prestiti dai programmi statali varati in alcuni paesi dell'area dell'euro per sostenere i mercati immobiliari nazionali dovrebbe progressivamente diminuire. Nel mese in esame i tassi di variazione sui dodici mesi del credito al consumo e di altre tipologie di prestiti alle famiglie sono stati pari, rispettivamente, al -1,8 e allo 0,8 per cento, data la minore domanda per queste tipologie di prestito da parte del settore.

Quanto alle altre contropartite di M3, il tasso di variazione sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) è diminuito significativamente, per collocarsi allo 0,5 per cento in febbraio dall'1,1 del mese precedente. Questa moderazione ha rappresentato un nuovo deflusso mensile di queste passività su base consolidata. Per contro, il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi con durata prestabilita superiore a due anni è rimasto sostanzialmente invariato, poiché il settore privato non finanziario ha accresciuto le proprie disponibilità di tali depositi, mentre gli intermediari finanziari non monetari le hanno ridotte. Nel mese in esame è stato osservato un ulteriore afflusso di capitale e riserve, che ha determinato un aumento del 6,5 per cento di questa componente nei 12 mesi terminanti in febbraio; l'andamento ha rispecchiato i perduranti sforzi delle banche per migliorare le proprie posizioni patrimoniali a fronte dei requisiti imposti dall'EBA (l'autorità bancaria europea) e da Basilea 3.

Gli afflussi annui registrati per la posizione netta sull'estero delle IFM dell'area dell'euro sono stati pari a 113 miliardi di euro in febbraio, invariati rispetto a gennaio (cfr. figura 8). L'afflusso mensile di febbraio è stato di 17 miliardi di euro. Gli ampi movimenti evidenziati dalla posizione lorda sull'estero delle IFM nei mesi precedenti non si sono riprodotti in febbraio, ad indicazione della

minore importanza assunta in questo mese dalle considerazioni legate alla fiducia e alla ricerca di attività sicure, che avevano invece mosso i flussi nei mesi precedenti. Il flusso osservato in febbraio di depositi detenuti da soggetti non residenti nell'area dell'euro è stato solo lievemente negativo segnalando, per il mese considerato, un rallentamento del deflusso di finanziamenti internazionali osservato alla fine del 2011 e agli inizi del 2012.

Nel complesso, le dinamiche della moneta e del credito sono rimaste modeste a febbraio. I dati relativi ai primi due mesi del 2012 confermano che le pressioni sulle banche per abbassare i livelli di indebitamento si sono attenuate e che il rischio di una disordinata riduzione della leva finanziaria si è notevolmente ridotto. Il calo dei prestiti delle IFM in febbraio ha interessato principalmente i settori delle amministrazioni pubbliche e degli intermediari finanziari non monetari, mentre il flusso dei prestiti al settore privato non finanziario è stato contenuto. La debolezza di questi ultimi potrebbe in gran parte riflettere la modesta dinamica economica nonché la necessità da parte delle famiglie e delle società non finanziarie in diverse regioni dell'area di ridurre la propria leva finanziaria; permangono tuttavia anche alcuni effetti dal lato dell'offerta. Occorrerà del tempo prima che gli effetti di sostegno delle ORLT a tre anni dell'Eurosistema possano manifestarsi appieno sull'offerta di prestiti.

2.2 EMISSIONE DI TITOLI

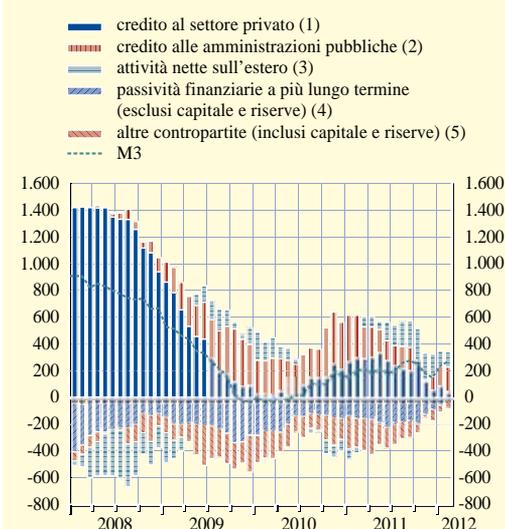
Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è stato pari al 4,0 per cento in gennaio, contro il 3,1 per cento, in media, nell'ultimo trimestre del 2011. Una parziale attenuazione dell'incertezza di mercato rispetto alla fine dello scorso anno potrebbe aver permesso a tutte le tipologie di emittenti di accrescere i collocamenti di titoli di debito agli inizi del 2012. Al contempo, il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni di azioni quotate è rimasto sostanzialmente stabile all'1,7 per cento.

TITOLI DI DEBITO

In gennaio il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro si è collocato al 4,0 per cento, invariato dal mese precedente, ma in aumento rispetto al 3,1 per cento registrato in media nell'ultimo trimestre del 2011 (cfr. tavola 4). Gli andamenti di breve periodo segnalano una rapida accelerazione dell'attività di emissione di titoli di debito in tutti i settori eccetto quello delle società finanziarie diverse dalle IFM (cfr. figura 9). Questa accelerazione potrebbe riflettere, in una certa misura, il recente miglioramento del clima di mercato e la minore incertezza determinati dalle due ORLT a tre anni.

Figura 8 Contropartite di M3

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



Fonte: BCE.

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

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2012 gen.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾					
		2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 4° trim.	2011 dic.	2012 gen.
Emissione di titoli di debito:	16.615	3,7	3,5	3,5	3,1	4,0	4,0
IFM	5.542	0,6	1,1	1,9	3,3	5,2	4,4
Società finanziarie non monetarie	3.293	1,8	0,8	-0,3	-1,1	-1,0	-0,7
Società non finanziarie	877	6,2	4,1	4,9	5,0	5,4	6,2
Amministrazioni pubbliche	6.903	7,3	6,9	6,6	4,9	5,4	5,7
di cui:							
Amministrazioni centrali	6.270	6,7	6,1	5,9	4,2	4,7	4,8
Altre amministrazioni pubbliche	633	13,0	15,8	14,6	13,2	12,1	15,5
Emissione di azioni quotate:	4.107	1,4	1,5	1,9	1,7	1,6	1,7
IFM	362	6,4	7,5	12,4	10,2	9,6	11,6
Società finanziarie non monetarie	298	3,4	4,2	5,0	5,2	4,9	4,0
Società non finanziarie	3.447	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4

Fonte: BCE.

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

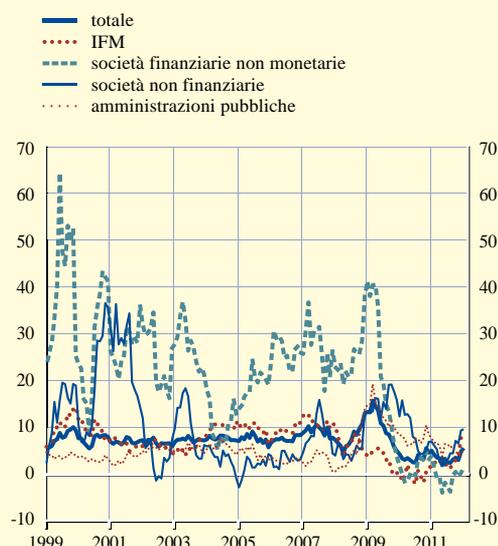
Per la prima volta dagli inizi del 2010, le emissioni di titoli di debito a breve termine hanno contribuito positivamente alla crescita delle emissioni totali a dicembre 2011, e poi anche a gennaio 2012. Allo stesso tempo, le emissioni di titoli di debito a lungo termine a tasso variabile si sono ulteriormente ridotte, confermando la tendenza iniziata a metà del 2011.

Il tasso di crescita complessivo delle emissioni di titoli di debito in gennaio cela andamenti differenti fra i diversi settori. Nel settore finanziario, il tasso relativo ai titoli emessi dalle IFM è diminuito in qualche misura, dal 5,2 per cento di dicembre al 4,4 per cento di gennaio. D'altra parte, gli andamenti a breve termine continuano a segnalare una rapida accelerazione delle emissioni di titoli di debito dalla metà del 2011, alimentata dal perdurante fabbisogno in termini di capitalizzazione.

Il tasso di incremento sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni pubbliche ha segnato una ripresa a dicembre 2011, raggiungendo il 15,5 per cento a gennaio 2012. In questi due mesi, i rendimenti dei titoli sovrani sono generalmente diminuiti nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro colpiti da turbolenze finanziarie mentre sono aumentati in prevalenza in altri paesi nel contesto delle misure adottate per la risoluzione della crisi del debito sovrano. I riscontri aneddotici indicano altresì che la domanda di obbligazioni sovrane di alcuni paesi dell'area è stata particolarmente robusta nel quadro delle ORLT a tre anni dell'Eurosistema. In linea con questi sviluppi

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

(tassi di crescita semestrali annualizzati; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

positivi, si è attenuata l'incertezza relativa agli andamenti di breve periodo dei mercati obbligazionari, e gli investitori hanno ritrovato un certo interesse per gli emittenti pubblici europei.

Infine, il tasso di espansione sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da società non finanziarie è ulteriormente aumentato in gennaio, al 6,2 per cento dal 5,4 del mese precedente, confermando la tendenza crescente iniziata ad aprile del 2011. Traendo profitto dagli insegnamenti del 2008 e 2009, è possibile che gli emittenti societari abbiano evitato il settore bancario investito dalla crisi del debito sovrano, e si siano rivolti direttamente ai mercati finanziari. Secondo i dati forniti dagli operatori di mercato, a dicembre del 2011 e gennaio del 2012 l'attività di emissione si è concentrata nel segmento dei titoli di qualità elevata (*investment grade*), che ha probabilmente tratto vantaggio dalle condizioni di finanziamento comparativamente favorevoli, mentre nel segmento ad alto rendimento l'attività è rimasta modesta. Inoltre, nei due mesi considerati l'attività di emissione avrebbe interessato principalmente i settori dei servizi, dell'energia e dei servizi di pubblica utilità.

AZIONI QUOTATE

Il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti dell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato all'1,7 per cento a gennaio. Da un lato, il tasso di espansione delle azioni emesse dalle IFM è aumentato in gennaio, all'11,6 per cento dal 9,6 di dicembre (cfr. figura 10), di riflesso all'allentamento delle tensioni nei mercati finanziari e alla perdurante esigenza di rispettare le nuove regolamentazioni in materia di requisiti patrimoniali. Dall'altro, il tasso di variazione delle azioni quotate emesse dalle società finanziarie diverse dalle IFM ha continuato a calare, al 4,0 per cento, mentre quello relativo alle emissioni delle società non finanziarie è rimasto sostanzialmente invariato allo 0,4 per cento.

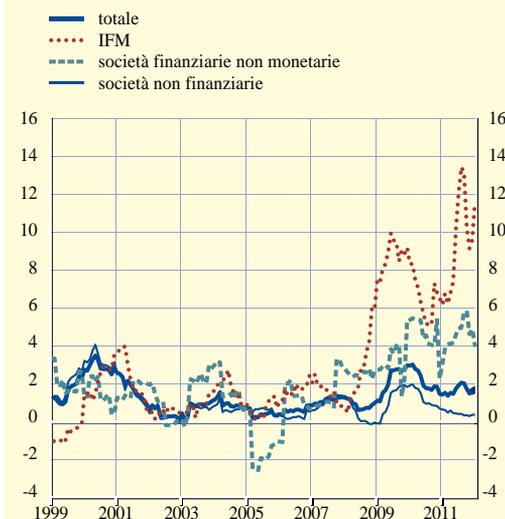
2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

I tassi di interesse del mercato monetario sono diminuiti tra l'inizio di marzo e l'inizio di aprile. Nel terzo periodo di mantenimento del 2012, iniziato il 14 marzo, l'Eonia si è mantenuto su livelli contenuti, riflettendo un ampio ammontare di liquidità in eccesso.

Tra l'inizio di marzo e l'inizio di aprile i tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia, misurati dall'Euribor, sono diminuiti. Il 3 aprile i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente allo 0,42, 0,77, 1,07 e 1,41 per cento, livelli inferiori di 9, 14, 15 e 15 punti base rispetto ai valori osservati il 7 marzo. Di conseguenza, il differenziale tra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese, indicatore dell'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario, è diminuito marginalmente, portandosi a 99 punti base il 3 aprile (cfr. figura 11).

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

(tassi di crescita sui dodici mesi)

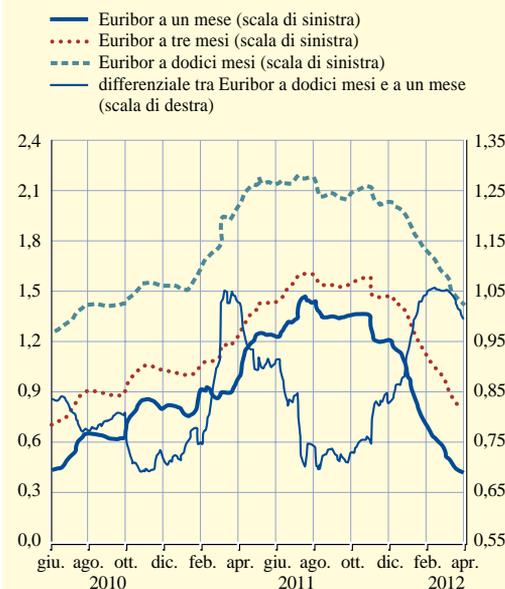


Fonte: BCE.

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

Figura 11 Tassi di interesse del mercato monetario

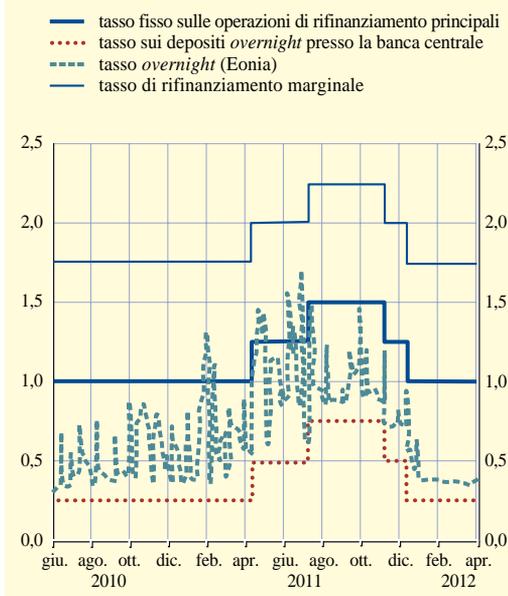
(valori percentuali in ragione d'anno; differenziale in punti percentuali; dati giornalieri)



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

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

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



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

Il tasso *swap* sull'Eonia a tre mesi si situava allo 0,36 per cento il 3 aprile, in aumento di 2 punti base rispetto al 7 marzo. Di conseguenza, il differenziale tra l'Euribor a tre mesi e il tasso *swap* sull'Eonia a tre mesi si è ridotto di 16 punti base, portandosi a 41 punti base, valore vicino ai livelli osservati prima dell'estate 2011.

Il 3 aprile i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a giugno, settembre e dicembre 2012 nonché a marzo 2013 si collocavano rispettivamente allo 0,68, 0,69, 0,74 e 0,78 per cento, evidenziando, nell'ordine, una flessione di 1 punto base e un aumento di 2, 6 e 8 punti base rispetto ai livelli osservati il 7 marzo.

Tra il 7 e il 13 marzo, ultimo giorno del secondo periodo di mantenimento del 2012, l'Eonia è rimasto stabile attorno allo 0,35 per cento in un contesto di protratto eccesso di liquidità. Le oscillazioni dell'Eonia sono rimaste contenute nella parte restante del mese, confermando l'andamento osservato dall'inizio dell'anno. Il differenziale negativo tra l'Eonia e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali ha rispecchiato l'ammontare complessivo della liquidità in eccesso. Il 3 aprile l'Eonia si collocava allo 0,343 per cento.

L'Eurosistema ha condotto varie operazioni di rifinanziamento tra il 7 marzo e il 3 aprile. Nelle operazioni di rifinanziamento principali del terzo periodo di mantenimento, condotte il 13, 20 e 27 marzo nonché il 3 aprile, l'Eurosistema ha aggiudicato rispettivamente 42,1, 59,5, 61,1 e 62,5 miliardi di euro. L'Eurosistema ha condotto anche due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) in marzo, entrambe mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi: il 13 marzo un'operazione con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento (con aggiudicazione di 9,8 miliardi di euro) e il 28 marzo una ORLT a tre mesi (con aggiudicazione

di 25,1 miliardi di euro). La diminuzione degli importi assegnati in dette operazioni di rifinanziamento principali e ORLT è riconducibile alla sostituzione di tale finanziamento con quello a più lungo termine offerto tramite le due ORLT a tre anni condotte dall'Eurosistema in dicembre 2011 e febbraio 2012.

L'Eurosistema ha inoltre effettuato quattro operazioni di assorbimento della liquidità a una settimana il 13, 20 e 27 marzo nonché il 3 aprile, mediante aste a tasso variabile con tasso massimo di offerta dell'1,00 per cento. Con queste operazioni l'Eurosistema ha assorbito interamente la liquidità connessa agli acquisti effettuati nell'ambito del Programma per i mercati dei titoli finanziari.

Il terzo periodo di mantenimento dell'anno, iniziato il 14 marzo, è stato caratterizzato da elevati livelli di liquidità in eccesso, con un ricorso medio giornaliero ai depositi presso la banca centrale pari a 772 miliardi di euro il 3 aprile.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

In marzo e agli inizi di Aprile i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con rating AAA sono rimasti sostanzialmente stabili nel complesso. Gli andamenti dei mercati dei titoli di Stato nella prima parte del mese hanno rispecchiato principalmente l'allentamento delle tensioni nei mercati finanziari, che è stato favorito tra l'altro dalla seconda ORLT a tre anni condotta dall'Eurosistema alla fine di febbraio e dall'accordo sulla ristrutturazione del debito sovrano greco raggiunto il 9 marzo. Nella seconda parte del mese, tuttavia, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con rating AAA sono diminuiti in qualche misura a causa dei timori di mercato circa le prospettive economiche a breve termine per la regione. Anche negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato si sono ridotti nella seconda parte di marzo, benché vari indicatori abbiano confermato la tesi di un proseguimento della ripresa economica. L'incertezza sulla futura evoluzione dei mercati obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita di questi ultimi, ha registrato una lieve flessione nell'area dell'euro, anche se gli attuali livelli restano elevati in termini storici. Gli indicatori desunti dai mercati suggeriscono che le aspettative di inflazione rimangono pienamente coerenti con la stabilità dei prezzi.

Tra il 29 febbraio e il 3 aprile i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con rating AAA sono rimasti sostanzialmente stabili nel complesso, al 2,5 per cento circa. Negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono aumentati di 30 punti base nello stesso periodo, collocandosi al 2,3 per cento circa il 3 aprile. Nella prima parte di marzo i mercati dei titoli di Stato nelle due aree economiche sono stati sostenuti dagli andamenti connessi alla liquidità offerta al sistema bancario dall'Eurosistema attraverso l'ORLT a tre anni condotta il 29 febbraio, nonché dall'accordo del 9 marzo sulla ristrutturazione del debito sovrano greco. Benché la volatilità attesa dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro non abbia registrato variazioni significative nel periodo, la risoluzione dell'elevata incertezza che aveva contraddistinto la possibilità di un'insolvenza disordinata della Grecia ha contribuito ad attenuare i timori presenti nei mercati finanziari e ha abbassato la probabilità percepita che all'interno dell'area dell'euro potesse verificarsi un evento estremo. La dichiarazione di un evento creditizio di ristrutturazione per il debito pubblico greco rilasciata il 9 marzo dall'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) e la connessa attivazione della tutela garantita dai CDS ha altresì contribuito a rassicurare gli operatori di mercato del fatto che i derivati creditizi rappresentano ancora validi strumenti di copertura, attenuando quindi l'esposizione ai rischi percepita. Nella seconda parte del mese, per contro, i rendimenti dell'area dell'euro hanno mostrato la tendenza a diminuire sulla scorta di pubblicazioni di dati che indicano un indebolimento delle prospettive economiche (cfr. figura 13). Nel periodo i rendimenti sono lievemente scesi negli Stati Uniti, nonostante il fatto che i dati macroeconomici pubblicati abbiano in genere confermato il pro-

Figura 13 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, inclusi quelli francesi.

seguimento della ripresa dell'economia statunitense. Il differenziale fra i tassi di interesse nominali sui titoli di Stato a dieci anni degli Stati Uniti e dell'area dell'euro si è quindi ristretto nel periodo in rassegna e si è collocato il 3 aprile a circa 20 punti base. In Giappone i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono rimasti sostanzialmente invariati nel periodo, situandosi all'1 per cento il 3 aprile.

L'incertezza degli investitori sugli andamenti a breve termine dei mercati obbligazionari nell'area dell'euro, misurata dalla volatilità implicita nel prezzo delle opzioni, è marginalmente diminuita nel periodo in rassegna, mentre è rimasta sostanzialmente invariata negli Stati Uniti. Questi andamenti si sono verificati nel contesto di ulteriori moderati cali della volatilità attesa nei mercati azionari globali.

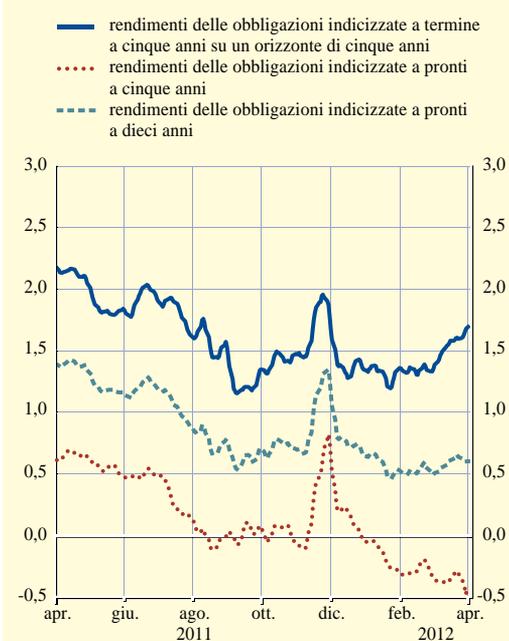
In un'ottica di più lungo periodo, tuttavia, la volatilità implicita dei mercati obbligazionari in entrambe le regioni ha evidenziato una flessione significativa dai massimi registrati nel novembre 2011 e si colloca attualmente su livelli pari a circa la metà di quelli osservati subito dopo il fallimento di Lehman Brothers nel 2008. Nondimeno, gli attuali valori rimangono ancora elevati in termini storici. Nonostante la minore avversione al rischio degli investitori osservata in marzo, come segnala fra gli altri indicatori un calo dell'indice VIX, la domanda di attività "rifugio" (approssimata dai premi di liquidità sui titoli di Stato tedeschi tuttora elevati rispetto a quelli delle obbligazioni delle agenzie) è rimasta sostenuta nel periodo, a indicazione del fatto che nel complesso la fiducia dei mercati obbligazionari non ha recuperato completamente.

Per la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, i differenziali di rendimento delle obbligazioni sovrane a dieci anni rispetto ai titoli di Stato tedeschi hanno mostrato la tendenza a un ulteriore restringimento, ancorché piuttosto marginale, nel periodo in rassegna. Tuttavia, i differenziali per la Spagna e l'Italia sono aumentati, come anche per i Paesi Bassi, seppur in misura meno marcata. Se da un lato l'innalzamento osservato per quest'ultimo paese può riflettere una normalizzazione dei premi di liquidità che avevano interessato gli emittenti con *rating* AAA al culmine delle turbolenze nell'area dell'euro verso la fine del 2011, dall'altro l'aumento riscontrato in Italia e in Spagna nella seconda parte del mese si è verificato sullo sfondo di una riconsiderazione delle prospettive per la crescita nell'area dell'euro.

I rendimenti sui titoli di Stato indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro a cinque anni sono diminuiti di circa 15 punti base nel periodo in esame, mentre i rendimenti dei titoli corrispondenti a dieci anni sono aumentati di circa 10 punti base, portando i rendimenti reali agli inizi di aprile rispettivamente al -0,5 e allo 0,6 per cento (cfr. figura 14). Sempre nel periodo in rassegna, di riflesso alle variazioni divergenti dei rendimenti a pronti a cinque e a dieci anni, il tasso di inflazione di pareggio

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

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

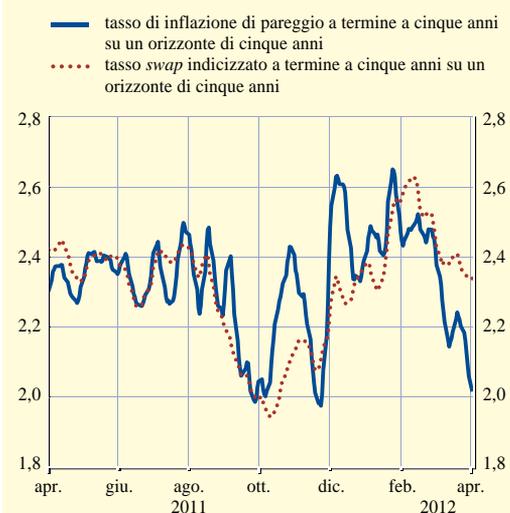


Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

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

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

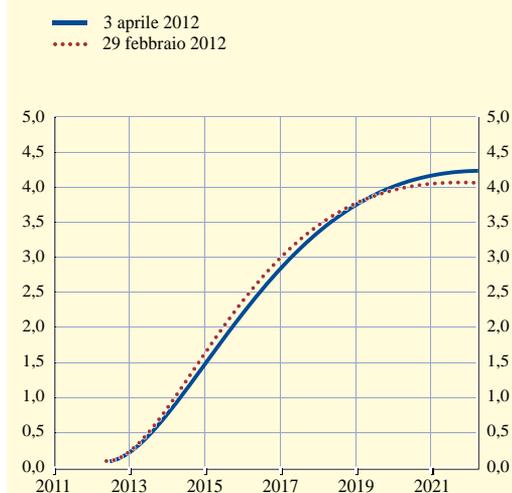
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



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

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

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



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

implicito a termine (a cinque anni su un orizzonte quinquennale) è sceso di quasi 30 punti base, collocandosi appena sopra il 2,0 per cento (cfr. figura 15). Tuttavia, il tasso desunto dagli *swap* sull'inflazione con lo stesso orizzonte temporale è rimasto sostanzialmente invariato al 2,4 per cento circa nel periodo.

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. L'andamento generale dei rendimenti sulle obbligazioni a lungo termine dell'area dell'euro con *rating* AAA può essere scomposto nelle variazioni delle aspettative sui tassi di interesse (e dei connessi premi al rischio) su diversi orizzonti (cfr. figura 16). Rispetto a fine febbraio, la struttura per scadenza dei tassi a termine registrata a fine marzo non ha evidenziato variazioni di rilievo.

Nel periodo in rassegna i differenziali di rendimento delle obbligazioni di qualità più elevata (*investment grade*) emesse da società non finanziarie (a fronte dell'indice concernente i titoli di Stato dell'UEM con *rating* AAA elaborato da Merrill Lynch) sono marginalmente aumentati per le obbligazioni con *rating* AA, ma per le altre categorie di *rating* si è avuto nel complesso un calo marginale. Una flessione particolarmente pronunciata è stata osservata per le obbligazioni con *rating* AAA, i cui differenziali si sono ristretti di 20 punti base. Tra il 5 marzo e il 3 aprile anche i differenziali sulle obbligazioni *investment grade* emesse da società finanziarie hanno registrato una diminuzione generalizzata, di maggior rilievo per gli emittenti con merito di credito più basso per i quali è stata pari a circa 15 punti base. La notevole riduzione dei differenziali in corso dagli inizi del 2012, protrattasi a un ritmo più moderato in marzo, potrebbe aver riflesso la riduzione complessiva del rischio percepito.

to, come indicato dal marcato calo dell'indice VIX, le minori pressioni di provvista per le istituzioni finanziarie dopo le due ORLT a tre anni condotte dall'Eurosistema in dicembre 2011 e febbraio 2012 e l'asta condotta dall'ISDA il 19 marzo per il regolamento dei derivati di credito sul debito greco, che ha ridotto in misura significativa la percezione nei mercati del verificarsi di eventi estremi.

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

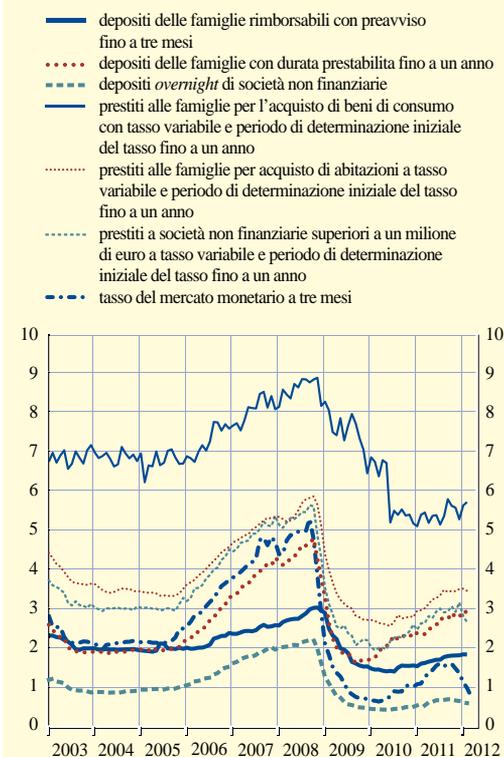
In febbraio i tassi di interesse delle IFM sui depositi hanno evidenziato un calo marginale. Allo stesso tempo i tassi di interesse sui prestiti a breve termine sono diminuiti per la maggior parte delle categorie di prestiti e delle scadenze, mentre gli andamenti sono stati più eterogenei nel caso dei tassi di interesse delle IFM sui prestiti a lungo termine.

In febbraio i tassi di interesse delle IFM a breve termine sui depositi hanno evidenziato un calo marginale. I tassi applicati sia sui depositi delle famiglie con durata prestabilita fino a un anno sia sui depositi delle società non finanziarie sono scesi di circa 3 punti base (cfr. figura 17).

Al contempo, anche i tassi di interesse delle IFM sui prestiti a breve termine sono diminuiti per la maggior parte, ancorché in misura diversa. Ad esempio, i tassi di interesse sugli scoperti di conto per le società non finanziarie sono calati di 4 punti base. Ancor più rilevante è il fatto che i tassi di interesse sui prestiti di modesta entità (fino a 1 milione di euro) erogati dalle IFM alle imprese si sono ridotti in febbraio di 10 punti base, al 4,3 per cento, mentre quelli sui prestiti di grande entità (superiori a 1 milione di euro) sono scesi di 15 punti base al 2,6 per cento. Ciò significa che il differenziale tra i tassi sui prestiti delle IFM di importo rilevante, concessi presumibilmente a grandi imprese, e quelli sui prestiti di modesta entità, presumibilmente erogati a imprese di più piccole dimensioni, ha continuato ad ampliarsi, raggiungendo il massimo storico di 160 punti base in febbraio. Nello stesso periodo i tassi applicati dalle IFM ai mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono diminuiti soltanto di 5 punti base, mentre quelli sul credito al consumo sono di fatto aumentati di 10 punti base. Di conseguenza, dal momento che l'Euribor è sceso di 14 punti base in febbraio, il differenziale rispetto ai tassi sui prestiti a breve termine alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si è ampliato da 237 punti base in gennaio a 246 punti base in febbraio, mentre quello rispetto ai prestiti a breve termine di grande entità erogati alle società non finanziarie è rimasto sostanzialmente invariato (cfr. figura 18).

Figura 17 Tassi di interesse delle IFM a breve termine e tasso di mercato a breve termine

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

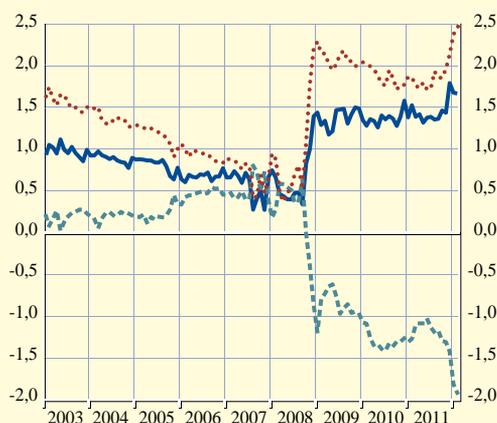


Fonte: BCE.
Nota: i dati a partire da giugno 2010 potrebbero non essere completamente confrontabili con quelli antecedenti tale data a causa di variazioni metodologiche derivanti dall'attuazione dei Regolamenti BCE/2008/32 e BCE/2009/7 (che modificano il Regolamento BCE/2001/18).

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

(punti percentuali; tassi sulle nuove operazioni)

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



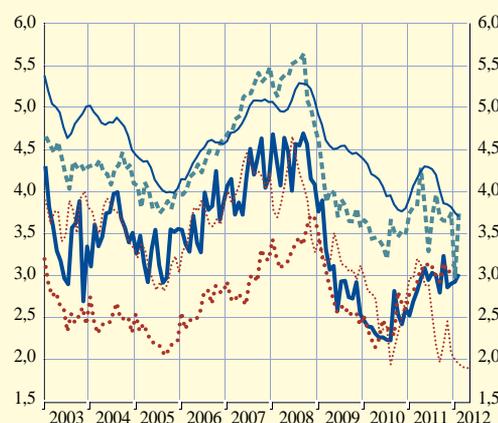
Fonte: BCE.

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

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

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

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



Fonte: BCE.

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

In una prospettiva di più lungo periodo, durante l'ultimo ciclo completo di politica monetaria espansiva (tra ottobre 2008 e marzo 2010) si è registrata una trasmissione significativa dei tassi di mercato ai tassi sui prestiti bancari. Per la maggior parte del 2011 i tassi sui prestiti delle IFM sono lievemente aumentati, rispecchiando ampiamente il rischio di credito in genere più elevato e il deterioramento delle condizioni di finanziamento bancario, nel contesto delle acute tensioni nei mercati della raccolta e della forte necessità di ridurre il grado di leva. Più di recente, i segnali di allentamento riflettono probabilmente le riduzioni dei tassi di interesse di riferimento della BCE in novembre e dicembre 2011, nonché la liquidità immessa nel sistema bancario mediante le due ORLT a tre anni.

Quanto alle scadenze più lunghe, il quadro complessivo presentato dalla più recente dinamica dei tassi sui prestiti delle IFM a lungo termine sarebbe stato influenzato da un certo grado di volatilità presente in alcune serie. Più specificatamente, i tassi sui prestiti di grande entità alle imprese con un periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni si sono situati al 3,7 per cento in febbraio, evidenziando così un marcato recupero rispetto a gennaio, ma rimanendo sostanzialmente invariati rispetto ai mesi precedenti. Allo stesso tempo i tassi sui prestiti di modesta entità erogati dalle IFM sono aumentati solo lievemente, cioè di 5 punti base. Per contro, i tassi sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con periodo di determinazione iniziale del tasso compreso tra cinque e dieci anni hanno registrato un moderato calo, di circa 5 punti base (cfr. figura 19).

Prima di febbraio i differenziali tra i tassi sui prestiti a lungo termine e i rendimenti dei titoli di Stato a sette anni con *rating* AAA hanno mostrato la tendenza ad aumentare, per effetto in parte della pressione al ribasso sui rendimenti dei titoli di Stato con *rating* AAA dovuta ai flussi a favore di investimenti sicuri. In febbraio il differenziale tra i tassi a lungo termine sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (con scadenza superiore a dieci anni) e il rendimento dei titoli di Stato a sette anni con *rating* AAA è rimasto sostanzialmente invariato a 200 punti base. Per le società non finanziarie, il differenziale corrispondente riguardante i prestiti di modesta entità è aumentato di circa 10 punti base, portandosi a 226 punti base.

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

2.6 MERCATI AZIONARI

Tra il 29 febbraio e il 3 aprile i corsi azionari sono diminuiti dell'1 per cento circa nell'area dell'euro, mentre sono aumentati del 3,5 per cento circa negli Stati Uniti. Nell'area dell'euro le quotazioni azionarie sono aumentate nella prima parte del mese, in ragione di un clima di mercato positivo instauratosi in seguito alla seconda ORLT a tre anni e al completamento della ristrutturazione del debito greco, entrambi fattori che hanno contribuito all'allentamento delle tensioni nei mercati finanziari. Tuttavia, i corsi azionari dell'area dell'euro sono diminuiti nella parte restante del mese, nel contesto della pubblicazione di dati che indicavano un indebolimento delle prospettive economiche a breve termine. Nell'area dell'euro i corsi delle azioni finanziarie hanno registrato una flessione più marcata rispetto all'indice composito. Gli andamenti nei mercati azionari degli Stati Uniti sono stati determinati principalmente dai corsi azionari del settore finanziario, il cui incremento è stato pari a oltre il doppio di quello del settore non finanziario. L'incertezza circa l'andamento dei corsi azionari, misurata dalla volatilità implicita, è aumentata marginalmente nell'area dell'euro, mentre negli Stati Uniti ha continuato a diminuire, sebbene in misura contenuta. Attualmente la volatilità implicita in entrambe le aree economiche si colloca attorno ai livelli osservati intorno alla metà del 2011.

Tra il 29 febbraio e il 3 aprile i corsi azionari nell'area dell'euro, misurati dall'indice ampio Dow Jones Euro Stoxx, sono diminuiti dell'1 per cento circa, mentre l'indice ampio statunitense corrispondente Standard & Poor's 500 è aumentato del 3,5 per cento circa (cfr. figura 20). Le quotazioni azionarie in Giappone, misurate dall'indice Nikkei 225, sono aumentate approssimativamente del 3,5 per cento nello stesso periodo.

Come nel caso dei mercati obbligazionari, l'evoluzione dei corsi azionari dell'area dell'euro non è stata uniforme in marzo. Nella prima parte del mese questi hanno continuato ad aumentare, poiché il clima positivo era sostenuto da un calo della probabilità percepita nel mercato di eventi negativi estremi nell'area dell'euro nonché dall'ulteriore pubblicazione di dati economici positivi negli Stati Uniti. Nell'area dell'euro i corsi azionari sono cresciuti del 4 per cento circa tra il 29

Figura 20 Indici dei corsi azionari

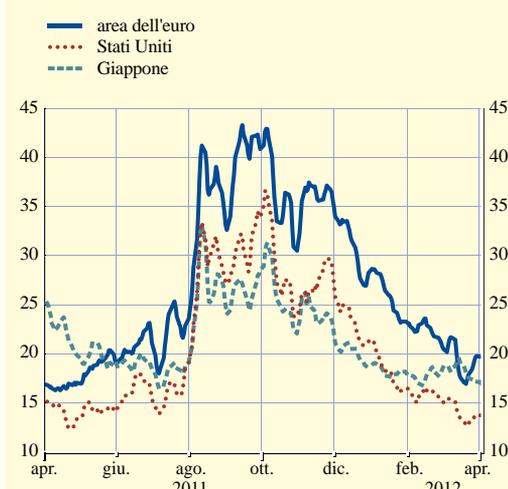
(indice: 1° aprile 2011 = 100; dati giornalieri)



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

Figura 21 Volatilità implicita dei mercati azionari

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



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

febbraio, quando è stata condotta dall'Eurosistema la seconda ORLT a tre anni, e il 19 marzo, dopo il completamento della ristrutturazione del debito greco il. Nella parte restante del periodo in rassegna, tuttavia, la pubblicazione di dati che indicavano un indebolimento delle prospettive economiche ha contribuito all'inversione dei precedenti aumenti. Negli Stati Uniti le quotazioni azionarie sono aumentate nella prima parte del mese e successivamente sono rimaste pressoché invariate.

Nel periodo in rassegna l'incertezza dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita, è leggermente calata nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, raggiungendo il 3 aprile livelli osservati da ultimo a maggio 2011 (cfr. figura 21). Pur rimanendo elevato in termini storici, per effetto tra l'altro dell'esistenza di rischi al ribasso per la crescita mondiale nonché del persistere di timori circa l'evoluzione della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro, il grado di incertezza si colloca attualmente su valori non distanti da quelli registrati agli inizi del 2007, quando le turbolenze nel mercato statunitense dei mutui ipotecari *sub-prime* erano ancora lontane dall'interessare i mercati finanziari.

Nelle due principali aree economiche i sottoindici finanziari dei mercati azionari hanno mostrato la tendenza a determinare nel complesso le variazioni dei rispettivi indici compositi durante il periodo in rassegna. In particolare, le quotazioni delle azioni finanziarie nelle due aree hanno registrato un maggiore incremento rispetto agli indici compositi fino al 19 marzo circa, in ragione di vari fattori tra cui i risultati positivi delle prove di stress recentemente condotte tra le principali banche statunitensi, gli effetti positivi di propagazione derivanti dall'allentamento delle tensioni nei mercati finanziari e la pubblicazione di dati economici che segnalavano il protrarsi della ripresa economica negli Stati Uniti. Nella parte restante del mese e agli inizi di aprile il sottoindice finanziario ha regi-

strato una brusca inversione nell'area dell'euro, riportando un calo molto maggiore rispetto all'indice composito, mentre i due indici corrispondenti sono rimasti sostanzialmente stabili negli Stati Uniti. Nel complesso tra la fine di febbraio e il 3 aprile i corsi delle azioni finanziarie sono scesi del 4 per cento nell'area dell'euro, mentre sono aumentati di circa il 6,5 per cento negli Stati Uniti.

3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat l'inflazione misurata sullo IAPC si è collocata in marzo al 2,6 per cento, dal 2,7 nei tre mesi precedenti. È probabile che l'inflazione si mantenga al di sopra del 2 per cento nel 2012, soprattutto per effetto dei nuovi rincari dei beni energetici, nonché degli aumenti delle imposte indirette annunciati di recente. Sulla base dei prezzi correnti dei contratti future per le materie prime, l'inflazione tornerebbe al di sotto del 2 per cento agli inizi del 2013. In tale contesto, particolare attenzione verrà rivolta a eventuali segnali di trasmissione dei rincari dei beni energetici ai salari, ai profitti e alla formazione dei prezzi in generale. In prospettiva, tuttavia, 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. I rischi per le prospettive relative all'inflazione armonizzata nei prossimi anni rimangono sostanzialmente bilanciati.

3.1 I PREZZI AL CONSUMO

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat l'inflazione misurata sullo IAPC si è collocata in marzo al 2,6 per cento, dal 2,7 nei tre mesi precedenti (cfr. tavola 5). Gli aumenti delle quotazioni petrolifere e delle accise sui carburanti in alcuni paesi, nonché gli effetti del passato deprezzamento dell'euro, avrebbero determinato un'accelerazione dei prezzi dei beni energetici nel primo trimestre del 2012, compensando largamente gli effetti base della componente energetica.

In febbraio, l'ultimo mese per cui è disponibile una scomposizione ufficiale, il calo della dinamica annuale della componente dei servizi, che ha un peso elevato nel paniere dello IAPC, è stato compensato da un'accelerazione dei prezzi dell'energia, dei beni industriali non energetici e degli alimentari freschi.

Tavola 5 Andamenti dei prezzi

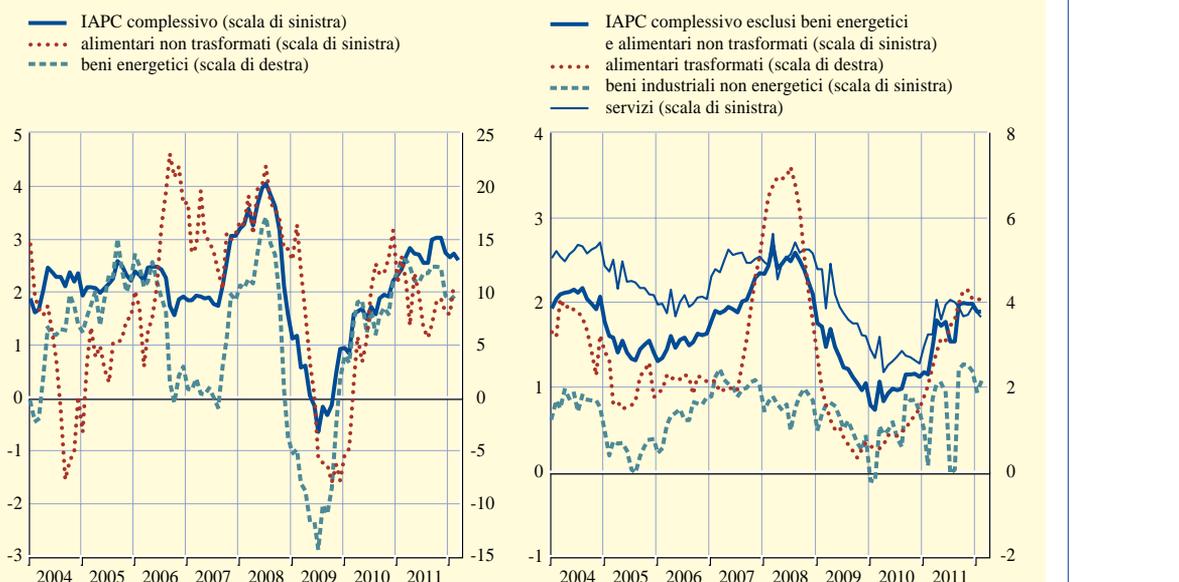
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2010	2011	2011 ott.	2011 nov.	2011 dic.	2012 gen.	2012 feb.	2012 mar.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	1,6	2,7	3,0	3,0	2,7	2,7	2,7	2,6
Beni energetici	7,4	11,9	12,4	12,3	9,7	9,2	9,5	.
Alimentari non trasformati	1,3	1,8	1,8	1,9	1,6	1,6	2,2	.
Alimentari trasformati	0,9	3,3	4,3	4,3	4,1	4,1	4,1	.
Beni industriali non energetici	0,5	0,8	1,3	1,3	1,2	0,9	1,1	.
Servizi	1,4	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,8	.
Altri indicatori di prezzi								
Prezzi alla produzione nell'industria	2,9	5,9	5,5	5,4	4,3	3,8	3,6	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	60,7	79,7	78,9	81,4	81,7	86,2	89,7	94,2
Prezzi delle materie prime non energetiche	44,6	12,2	1,6	-1,9	-6,7	-4,6	-7,5	-5,4

Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Reuters.
1) Il dato sullo IAPC di marzo 2012 si riferisce alla stima preliminare dell'Eurostat.

Figura 22 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

Analizzando più in dettaglio le componenti principali dello IAPC, tra gennaio e febbraio l'inflazione dei beni energetici è salita dal 9,2 al 9,5 per cento, sospinta da un forte aumento dell'1,1 per cento sul mese precedente, che ha più che compensato un effetto base al ribasso. Tale incremento è riconducibile soprattutto a un'accelerazione dei prezzi di carburanti liquidi e lubrificanti per mezzi di trasporto privati. In febbraio la crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari freschi è aumentata al 2,2 per cento, sospinta dall'accelerazione dei prezzi di tutte le voci ad eccezione della frutta. Per quanto riguarda gli alimentari trasformati, la dinamica dei prezzi si è mantenuta al 4,1 per cento per il terzo mese consecutivo.

Al netto delle componenti alimentare ed energetica, che costituiscono circa il 30 per cento del paniere dello IAPC, l'inflazione sui dodici mesi si è collocata all'1,5 per cento nel febbraio 2012, invariata rispetto a gennaio. 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.

Tra gennaio e febbraio la crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni industriali non energetici è salita dallo 0,9 all'1,1 per cento, sospinta principalmente da un'accelerazione dei prezzi dell'abbigliamento. L'inflazione dei servizi è scesa all'1,8 per cento, dato che il rallentamento dei prezzi dei servizi di comunicazione, abitativi e vari ha più che compensato l'accelerazione di quelli dei servizi ricreativi e personali.

Nel gennaio 2012 è entrato in vigore un nuovo regolamento della Commissione europea che impone un aggiornamento generale delle ponderazioni dello IAPC con cadenza annuale. Il riquadro 3 *Nuovi standard per le ponderazioni dello IAPC* illustra i nuovi standard e analizza le implicazioni della revisione nel nuovo sistema di ponderazione per il 2012.

NUOVI STANDARD PER LE PONDERAZIONI DELLO IAPC

Per misurare accuratamente l'inflazione è importante che lo IAPC sia sempre rappresentativo dei profili di consumo. Questi ultimi evolvono nel tempo in risposta a fattori economici e cambiamenti di preferenze. Lo IAPC riflette la struttura dei consumi attraverso un campione di determinati prodotti rappresentativi, scelto per misurare le variazioni dei prezzi da un mese all'altro, e i coefficienti di ponderazione assegnati ai singoli raggruppamenti di prodotti. Anche se i regolamenti vigenti già prevedono l'aggiornamento del campione nello IAPC, nel gennaio 2012 è entrato in vigore un nuovo regolamento¹⁾ che impone un aggiornamento generale delle ponderazioni con cadenza annuale. Il presente riquadro illustra i nuovi standard e analizza le implicazioni della revisione del nuovo sistema di ponderazione per il 2012.

Le ponderazioni dello IAPC dovrebbero riflettere le quote dei singoli raggruppamenti di prodotti nella spesa monetaria per consumi finali sostenuta dalle famiglie²⁾. Le quote di spesa possono mutare nel tempo per effetto degli andamenti dei prezzi e delle quantità consumate nei vari raggruppamenti di prodotti. Rincari relativamente elevati in un raggruppamento di prodotti determinerebbero automaticamente una quota più elevata di consumi, ma tale effetto in genere è attenuato da una corrispondente correzione delle quantità relative. Anche gli aumenti dei prezzi relativi in taluni raggruppamenti di prodotti, come quelli energetici, la cui domanda è meno sensibile alle variazioni dei prezzi, potrebbero determinare un aggiustamento delle quantità relative in altri raggruppamenti di prodotti caratterizzati da una maggiore elasticità della domanda rispetto ai prezzi. I profili di consumo potrebbero altresì rispondere all'incremento del reddito: i consumi complessivi aumenterebbero in proporzione al reddito (ipotizzando un tasso di risparmio stabile), mentre la spesa per alcuni beni (essenziali, come quelli alimentari) potrebbe crescere in misura meno che proporzionale, riducendo il coefficiente di ponderazione. Le quantità inoltre possono essere influenzate da un'ampia varietà di altri fattori, come i mutamenti delle preferenze o i progressi tecnologici.

Alcuni standard minimi per la qualità delle ponderazioni nello IAPC sono stati adottati ancor prima del nuovo regolamento. In base a tali standard le ponderazioni devono riflettere i profili di consumo non oltre i sette anni precedenti e le variazioni delle quote di spesa che hanno un impatto significativo sull'inflazione complessiva devono essere recepite con cadenza annuale³⁾. Il nuovo regolamento prevede un aggiornamento complessivo annuale delle ponderazioni rappresentative dei modelli di spesa nell'anno di calendario precedente. Tuttavia, considerando che quando vengono definiti i coefficienti di ponderazione dati dettagliati sull'evoluzione della spesa nell'anno precedente spesso non sono ancora disponibili, il regolamento consente anche di usare ponderazioni relative ai due anni precedenti. Per le componenti che hanno registrato andamenti di mercato significativi, gli istituti nazionali di statistica dovrebbero cercare comunque di attingere a fonti alternative al fine di aggiornare le quote di spesa all'anno precedente. Per migliorare la comparabilità fra paesi, il rego-

1) Regolamento della Commissione (UE) n. 1114/2010 del 1° dicembre 2010, che stabilisce regole dettagliate per l'attuazione del Regolamento del Consiglio (CE) n. 2494/95 sugli standard minimi per la qualità delle ponderazioni dello IAPC e abroga il Regolamento della Commissione (CE) n. 2454/97.

2) Per ulteriori dettagli, cfr. <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/index.en.html>

3) Si noti che l'aggiornamento delle ponderazioni potrebbe interessare le componenti dei prezzi e delle quantità, come in questo riquadro, o solo quella dei prezzi. Le ponderazioni a prezzi aggiornati, in cui la struttura dei consumi rimane fissa, sono sempre stati necessari per lo IAPC a causa della formula degli indici concatenati. Tali ponderazioni tuttavia sono un requisito meramente tecnico e determinano risultati identici a quelli ottenuti con un indice a base fissa. La principale novità del nuovo regolamento è che sia la componente dei prezzi sia quella delle quantità devono essere complessivamente aggiornate ogni anno.

lamento favorisce anche l'utilizzo dei dati di contabilità nazionale, invece delle indagini sui bilanci familiari, quale fonte principale di dati per le ponderazioni dello IAPC.

Di fatto, diversi paesi hanno già applicato i nuovi standard più rigorosi. La tavola A riporta una visione d'insieme dei sette paesi dell'area dell'euro dove sono stati adottati i cambiamenti. In Germania, Irlanda, Malta, Austria e Finlandia la frequenza di aggiornamento delle ponderazioni nello IAPC è stata portata da quinquennale ad annuale. Ciò comporta anche l'armonizzazione dei periodi di riferimento delle ponderazioni. Ad esempio, i coefficienti di ponderazione applicati nel 2011 secondo il precedente regolamento si riferivano ai profili di consumo del 2005 in Germania, ma a quelli del 2009 in Francia e Italia. Poiché il ciclo economico nel 2005 era in una fase diversa rispetto al 2009, tali differenze hanno ridotto la comparabilità degli IAPC nazionali. Il nuovo regolamento prevede che dal 2012 le ponderazioni degli IAPC di tutti i paesi si riferiscano ai profili di consumo nei due anni precedenti (ossia, le ponderazioni per il 2012 devono riferirsi al 2010 o al 2011)⁴⁾.

Tavola A Cambiamenti delle ponderazioni utilizzate negli IAPC nazionali a seguito del nuovo regolamento

Paese	Precedente frequenza di aggiornamento	Principali cambiamenti
Germania	Quinquennale	Aggiornamento annuale e nuova fonte di dati (contabilità nazionale)
Irlanda	Quinquennale	Aggiornamento annuale; utilizzo dei dati di contabilità nazionale dal 2013
Cipro	Annuale	Passaggio all'utilizzo dei dati di contabilità nazionale
Lussemburgo	Annuale	Il periodo di riferimento per la ponderazione passa da tre a due anni
Malta	Quinquennale	Aggiornamento annuale e nuova fonte di dati (contabilità nazionale)
Austria	Quinquennale	Aggiornamento annuale e nuova fonte di dati (contabilità nazionale)
Finlandia	Quinquennale	Aggiornamento annuale e nuova fonte di dati (contabilità nazionale)
Rimaneenti paesi dell'area dell'euro	Annuale	Nessun cambiamento, tutti i paesi continuano a utilizzare soprattutto i dati di contabilità nazionale ¹⁾

Fonte: Eurostat.

1) Estonia, Spagna e Portogallo utilizzano le indagini sui bilanci familiari oltre ai dati di contabilità nazionale.

La tavola B mostra le ponderazioni delle componenti principali dello IAPC per l'area dell'euro nel 2001, 2011 e 2012⁵⁾. Fatta eccezione per i beni energetici e quelli industriali non energetici, il nuovo regolamento avrebbe determinato solo lievi cambiamenti nelle ponderazioni fra il 2011 e il 2012. Ciò dipende dalla struttura delle ampie categorie dei consumi delle famiglie che evolve in modo relativamente lento e dal fatto che nella maggioranza dei paesi dell'area il cambiamento delle ponderazioni si riferisce a una variazione dei profili di consumo in un solo anno, non su più anni come in Germania (considerando che le ponderazioni per il 2011 sono state formulate secondo il precedente regolamento).

Raffrontando i coefficienti di ponderazione recenti con quelli adottati nel 2001, appare più evidente l'evoluzione sul lungo periodo dei profili di consumo nell'area dell'euro. La Tavola 2 scompone tali andamenti in effetti sui prezzi e sulle quantità. In gran parte dei casi tra i due effetti esiste una relazione inversa. Per gli alimentari trasformati, ad esempio, i rincari relativamente elevati sono stati totalmente compensati dalla riduzione delle quantità relative consumate (benché in termini assoluti le quantità siano aumentate). Fra il 2001 e il 2012 il coefficiente di ponderazione dei beni industriali non energetici è sceso di 3,1 punti percentuali, a causa della tendenza al ribasso

4) Un'eccezione è l'Irlanda, dove il nuovo regolamento sarà pienamente attuato solo nel 2013. I coefficienti di ponderazione per il 2012 in Irlanda si riferiscono ai profili di consumo nel periodo 2009-2010.

5) Il 2001 è stato scelto come anno di riferimento perché il grado di copertura del settore dei servizi è stato ampliato sensibilmente nel 2000 e quindi le ponderazioni relative ai periodi precedenti non sono comparabili con quelle successive.

Tavola B Ponderazioni delle componenti principali dello IAPC per l'area dell'euro

(percentuali dello IAPC complessivo; punti percentuali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

Anno	Totale	Alimentari non trasformati	Alimentari trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici	Servizi
2001	100%	7,7	11,9	31,6	9,0	39,8
2011	100%	7,4	11,9	28,9	10,4	41,4
2012	100%	7,2	11,9	28,5	11,0	41,5
Variazione nel periodo 2001-2012		-0,5	0,0	-3,1	1,9	1,7
<i>di cui:</i>						
Dovuta a variazioni dei prezzi relativi		0,0	1,0	-3,8	2,3	0,4
Dovuta a variazioni delle quantità relative		-0,5	-1,0	0,6	-0,4	1,2
<i>Per memoria:</i>						
incremento medio sui dodici mesi dello IAPC nel periodo 2001-2012	2,1	2,4	2,8	0,8	4,5	2,3

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le componenti di prezzo e quantità sono stimate nell'ipotesi che non vi siano variazioni di quantità al di sotto del livello a quattro cifre nella classificazione dei consumi individuali per finalità. La mancata quadratura con la variazione totale è attribuibile ad arrotondamenti.

dei prezzi, parzialmente compensata dall'aumento delle quantità relative. Per contro, è aumentata la ponderazione dei servizi a causa dell'impatto positivo dei prezzi relativi e delle quantità relative. La variazione proporzionale più accentuata ha interessato il coefficiente di ponderazione della componente energetica, salito di 1,9 punti percentuali nel periodo in esame. Ciò riflette gli aumenti più consistenti dei prezzi relativi, che sono stati compensati solo in minima parte da un calo delle quantità relative ⁶⁾.

Ad un livello di maggior dettaglio, gli andamenti aggregati delle ponderazioni celano un ampio numero di variazioni, in alcuni casi in senso opposto. Ad esempio, nella componente dei servizi il coefficiente di ponderazione dei dispositivi e dei servizi di telecomunicazione è aumentato dal 2,5 al 3,0 per cento, dato che i consistenti aumenti dei volumi relativi hanno più che compensato il calo dei prezzi relativi, mentre il coefficiente per i canoni d'affitto è diminuito dal 6,6 al 6,0 per cento, a causa degli andamenti dei prezzi relativi e dei volumi. Nella componente dei beni industriali non energetici, il coefficiente di ponderazione dei prodotti personali è salito dall'1,5 all'1,7 per cento, mentre quello delle autovetture è sceso dal 4,5 al 3,6 per cento, a causa della riduzione sia dei prezzi relativi sia delle quantità relative.

Il nuovo regolamento, grazie a standard più rigorosi per le ponderazioni dello IAPC, permette di calcolare l'inflazione con maggiore accuratezza, migliorando sia la comparabilità fra Stati membri sia l'affidabilità dei dati sullo IAPC. Rappresenta, pertanto, un netto miglioramento della qualità di queste importanti informazioni statistiche.

6) Per un'ulteriore trattazione del ruolo della componente energetica nell'inflazione generale negli ultimi anni, cfr. l'articolo Gli andamenti dei prezzi e dei costi durante e dopo la recessione del 2008-2009 in questo numero del Bollettino.

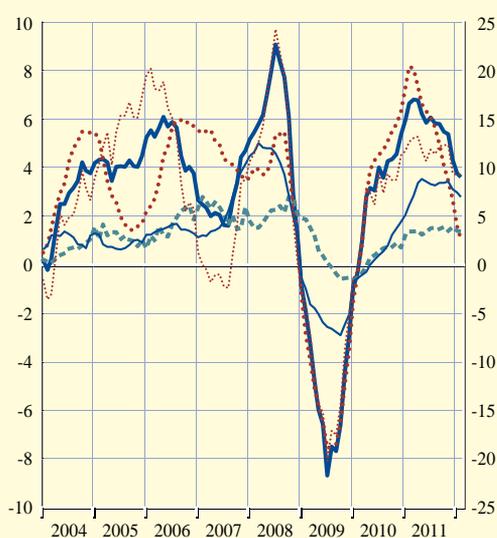
3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

In febbraio l'inflazione alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è scesa al 3,6 per cento, dal 3,8 di gennaio (cfr. tavola 5 e figura 23). Questo calo ha interessato l'insieme delle principali componenti dell'inflazione alla produzione, ad eccezione di quella dei beni energetici, in cui il forte aumento congiunturale ha più che compensato un effetto base al ribasso. La dinamica tendenziale dei prezzi alla produzione al netto delle costruzioni e dell'energia è scesa all'1,7 per cento in febbraio, dal 2,0 in gennaio.

Figura 23 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)

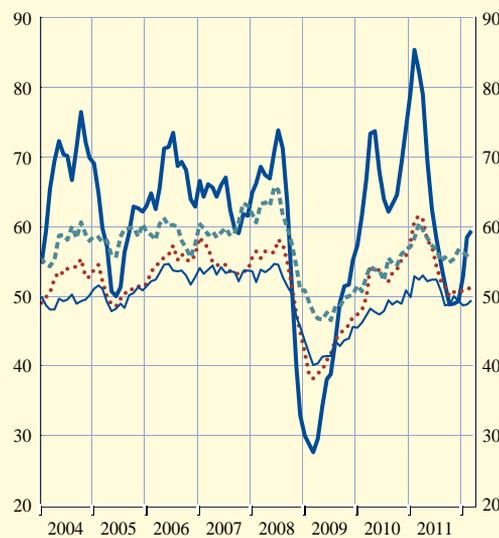


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 24 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.

Con riferimento agli stadi successivi della catena produttiva, la variazione tendenziale dei prezzi al consumo degli alimentari è diminuita al 3,7 per cento in febbraio, dal 3,9 del mese precedente. Ulteriori riduzioni sono attese nel breve periodo per effetto delle recenti brusche contrazioni dei prezzi delle materie prime alimentari nell'UE. Anche il tasso di variazione annuale della componente non alimentare, che anticipa l'andamento della componente dei beni industriali non energetici dello IAPC, è sceso in febbraio all'1,3 per cento, dai livelli storicamente elevati registrati alla fine del 2011. Questo calo, insieme a quello dell'inflazione all'importazione, segnala un allentamento delle pressioni all'origine di breve periodo sulle componenti di fondo dell'inflazione al consumo.

Per quanto riguarda l'indice dei responsabili degli acquisti, i prezzi degli *input* e dell'*output* sono aumentati in marzo (cfr. figura 24). Nel settore manifatturiero tra febbraio e marzo l'indice dei prezzi dell'*output* è aumentato lievemente da 51,0 a 51,2, mentre quello degli *input* è salito nello stesso periodo da 58,5 a 59,5 sulla scia dei recenti rincari delle materie prime. Con riferimento alle aspettative sui prezzi di vendita, negli ultimi mesi l'indice generale dell'industria nell'indagine della Commissione europea è rimasto invariato. Ciò riflette il costante aumento delle attese sui prezzi di vendita nel settore dei beni intermedi, compensato dal calo delle aspettative sui prezzi nei settori dei beni di investimento e di consumo. Questi dati confermano che le pressioni sui prezzi, pur diminuendo nella fase finale della catena produttiva, stanno nuovamente aumentando negli stadi iniziali della filiera, alimentate in particolare dai recenti rincari del petrolio.

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

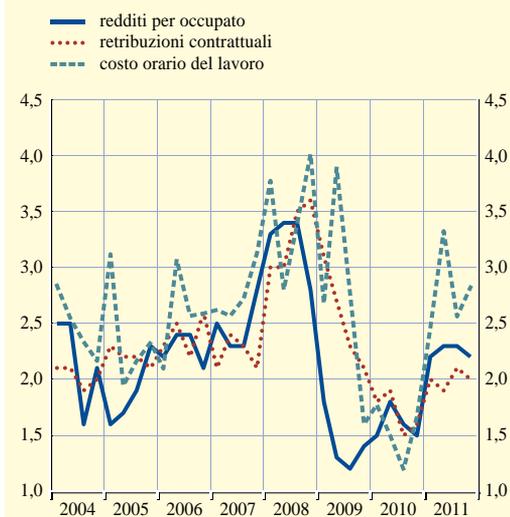
Gli indicatori del costo del lavoro nell'area dell'euro hanno registrato un graduale aumento fino all'estate del 2011, in linea con il concomitante miglioramento delle condizioni nel mercato del lavoro (cfr. tavola 6 e figura 25). Nel prosieguo dell'anno, la dinamica della crescita salariale ha mostrato segnali di stabilizzazione.

Le retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro sono aumentate del 2,0 per cento su base annua nel quarto trimestre del 2011, a fronte del 2,1 nel trimestre precedente. Nel complesso del 2011 la crescita salariale media è salita al 2,0 per cento, dall'1,7 nel 2010. Tra il terzo e il quarto trimestre del 2011 la crescita tendenziale del costo orario del lavoro è aumentata lievemente dal 2,6 al 2,8 per cento. Tale accelerazione è stata determinata principalmente dagli andamenti nel comparto industriale e in quello delle costruzioni, dato che nel settore dei servizi la dinamica tendenziale del costo orario del lavoro è rimasta invariata. 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. Nel 2011 la dinamica dei redditi per ora lavorata è salita al 2,8 per cento, rispetto all'1,5 per cento nel 2010.

In linea con questi andamenti, anche altri indicatori salariali sembrano essersi stabilizzati verso la fine del 2011. Nel quarto trimestre la crescita sul periodo corrispondente dei redditi per addetto si è collocata al 2,2 per cento, pressoché invariata rispetto ai tre trimestri precedenti. Allo stesso tempo la crescita del costo unitario del lavoro è aumentata moderatamente all'1,3 per cento, dall'1,2 nel trimestre precedente. Tale aumento è stato determinato principalmente da un ulteriore calo della dinamica annuale della produttività del lavoro, scesa dall'1,1 allo 0,9 per cento tra il terzo e il quarto trimestre, sulla scia del rallentamento dell'espansione. Nel 2011 la crescita del costo unitario del lavoro è salita all'1,0 per cento, da -0,8 nel 2010, soprattutto perché la dinamica della produttività del lavoro è aumentata a un ritmo sensibilmente più moderato rispetto a quella dei redditi per occupato.

Figura 25 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Tavola 6 Indicatori del costo del lavoro

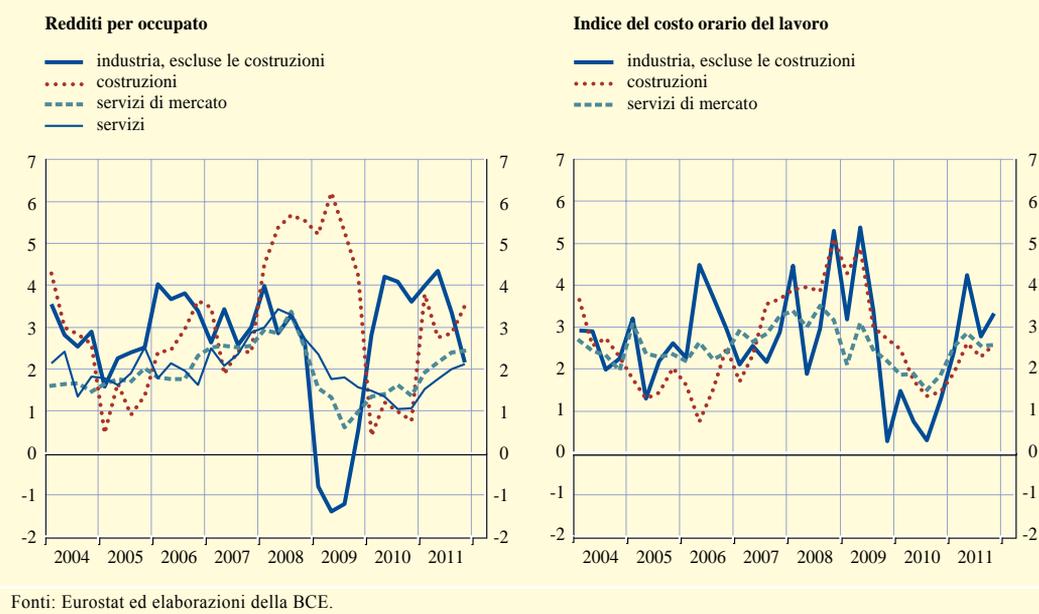
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 26 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



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

3.4 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

È probabile che l'inflazione si mantenga al di sopra del 2 per cento nel 2012, soprattutto per effetto dei nuovi rincari dei beni energetici, nonché degli aumenti delle imposte indirette annunciati di recente. 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 tale contesto, particolare attenzione verrà rivolta a eventuali segnali di trasmissione dei rincari dei beni energetici ai salari, ai profitti e alla formazione dei prezzi in generale. In prospettiva, tuttavia, 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.

I rischi per le prospettive relative all'inflazione armonizzata 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.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

Nel quarto trimestre del 2011 il PIL dell'area dell'euro è diminuito in termini reali dello 0,3 per cento sul periodo precedente. I dati delle indagini confermano una stabilizzazione dell'attività economica su bassi livelli agli inizi del 2012. È attesa una ripresa graduale dell'economia dell'area dell'euro nel corso dell'anno. Essa dovrebbe essere favorita dalla domanda estera, dal livello molto basso dei tassi di interesse a breve termine nell'area dell'euro e da tutte le misure intraprese per assicurare l'adeguato funzionamento dell'economia dell'area. Tuttavia, le perduranti tensioni nei mercati del debito sovrano dell'area dell'euro e il loro impatto sulle condizioni creditizie, nonché il processo di risanamento dei bilanci nel settore finanziario e in quello non finanziario e l'elevata disoccupazione in alcuni paesi dell'area dovrebbero continuare a frenare la dinamica di fondo della crescita. Per le prospettive economiche prevalgono rischi al ribasso.

4.1 LE COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

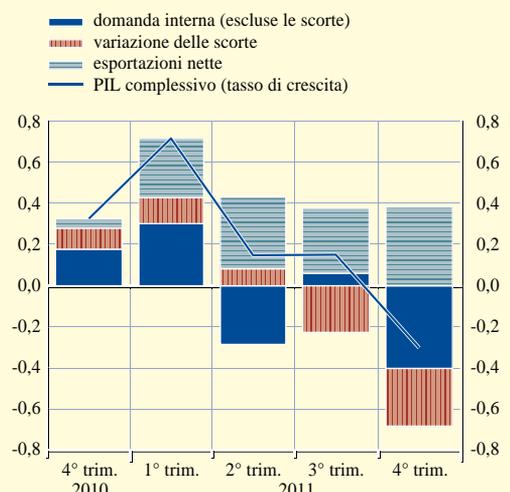
Nel quarto trimestre del 2011 il PIL dell'area dell'euro è diminuito in termini reali dello 0,3 per cento sul periodo precedente, dopo aver registrato un tasso di crescita dello 0,1 per cento nel terzo trimestre (cfr. figura 27). Il risultato ha riflesso i contributi negativi della domanda interna e della variazione delle scorte, mentre l'interscambio netto ha continuato a fornire un contributo positivo. Il prodotto si è attestato a un livello di oltre 2 punti percentuali inferiore al suo massimo pre-crisi registrato nel primo trimestre del 2008.

Nel quarto trimestre del 2011 i consumi privati dell'area dell'euro sono calati dello 0,5 per cento in termini congiunturali, a fronte di un aumento dello 0,2 per cento nel trimestre precedente. È molto probabile che tale risultato rifletta un contributo negativo dei consumi di beni al dettaglio e di servizi, in quanto le immatricolazioni di autovetture, che sono strettamente correlate agli acquisti di automobili, sono aumentate in termini congiunturali.

Per quanto riguarda il primo trimestre del 2012, gli indicatori disponibili segnalano una persistente mancanza di dinamismo della spesa per consumi. Le vendite al dettaglio sono aumentate dell'1,1 per cento in gennaio portandosi su un livello leggermente superiore a quello registrato nel quarto trimestre del 2011. In febbraio le immatricolazioni di nuove autovetture nell'area sono cresciute dello 0,9 per cento rispetto al mese precedente, dopo essere calate del 12,2 in gennaio. Nei primi due mesi dell'anno le immatricolazioni di autovetture sono risultate inferiori di quasi il 10 per cento rispetto alla media del quarto trimestre. Ciò rappresenta un significativo deterioramento rispetto all'ultimo trimestre del 2011, in cui si era registrato un incremento congiunturale delle immatricolazioni dell'1,3 per cento. I dati sulle indagini nel settore del commercio al dettaglio, disponibili fino al primo trimestre di quest'anno, indicano una perdurante

Figura 27 Crescita del PIL in termini reali e contributi

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

debolezza dei consumi di beni (cfr. figura 28). L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore al dettaglio è rimasto invariato a quota 46,7 tra l'ultimo trimestre del 2011 e il primo del 2012, indicando una perdurante contrazione delle vendite. Tuttavia, secondo l'indagine condotta presso i consumatori dalla Commissione europea, in marzo l'indicatore della fiducia dei consumatori è aumentato per il terzo mese consecutivo. Di conseguenza, nei primi tre mesi del 2012 la fiducia dei consumatori è stata in media leggermente superiore a quella registrata nello scorcio del 2011 (ma ancora al di sotto della sua media di lungo periodo). L'indicatore delle attese sugli acquisti di beni durevoli, che è anch'esso aumentato lievemente nel primo trimestre, si colloca tuttavia su un livello storicamente basso, segnalando che i consumatori restano cauti nel decidere se acquistare o meno beni durevoli.

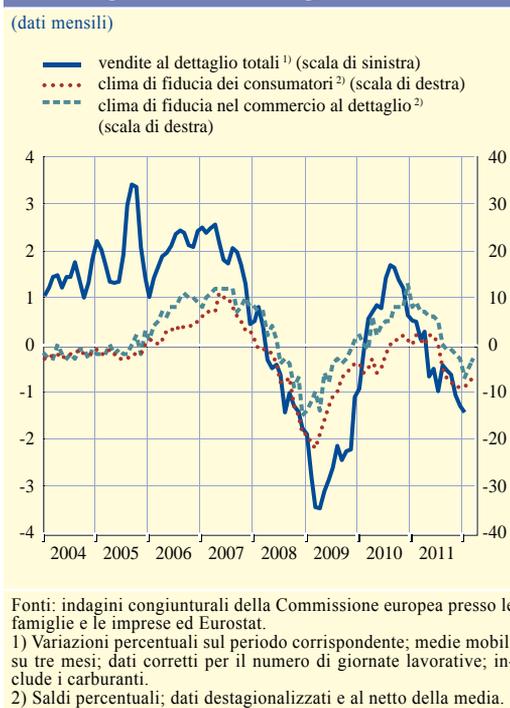
Nel quarto trimestre del 2011 gli investimenti fissi lordi sono diminuiti dello 0,5 per cento in termini congiunturali, contraendosi pertanto per tre trimestri consecutivi. Per quanto riguarda la scomposizione degli investimenti, quelli in beni diversi dalle costruzioni sono calati dello 0,5 per cento rispetto al periodo precedente, mentre quelli in costruzioni si sono ridotti dello 0,4.

La produzione industriale di beni di investimento (un indicatore degli investimenti futuri in beni diversi dalle costruzioni) è aumentata dello 0,5 per cento sul mese precedente in gennaio, dopo una flessione dello 0,9 in dicembre. La produzione di beni d'investimento, che nell'ultimo trimestre del 2011 è diminuita dell'1,4 per cento in termini congiunturali, si è collocata in gennaio su un livello leggermente inferiore alla sua media del quarto trimestre. Inoltre, i risultati delle indagini sul settore industriale al netto delle costruzioni (sia l'indice dei responsabili degli acquisti sia l'indicatore del clima di fiducia nell'industria della Commissione europea) segnalano un modesto miglioramento dell'attività d'investimento nei primi tre mesi del 2012, in un contesto di perdurante debolezza. L'indicatore della fiducia delle imprese è prossimo alla sua media storica, mentre l'indice dei responsabili degli acquisti nel settore manifatturiero è rimasto al di sotto della soglia teorica di espansione di 50 nel primo trimestre del 2012, seppur in leggero miglioramento rispetto allo scorcio del 2011.

In gennaio la produzione nel settore edile è diminuita dello 0,5 per cento sul mese precedente, dopo un calo dell'1,8 in dicembre, segnalando così un debole inizio del primo trimestre. Nel contempo, l'indicatore della fiducia nel settore delle costruzioni pubblicato dalla Commissione europea è rimasto al di sotto della sua media storica per tutto il primo trimestre. Il PMI per il settore delle costruzioni dell'area dell'euro ha registrato un brusco calo in febbraio, collocandosi nei primi due mesi dell'anno nettamente al di sotto di quota 50 e indicando perduranti andamenti negativi.

Per quanto riguarda i flussi commerciali, le importazioni e le esportazioni sono diminuite rispettivamente dell'1,4 e dello 0,4 per cento nel quarto trimestre del 2011, rispecchiando la debolezza

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



dell'attività economica nell'area dell'euro e dell'economia mondiale in tale periodo. Tuttavia, le informazioni che si sono rese disponibili nel frattempo mostrano alcuni segni di stabilizzazione dell'interscambio nell'area dell'euro, in particolare sul fronte delle esportazioni. In gennaio le importazioni ed esportazioni di beni, che rappresentano quasi l'80 per cento dell'interscambio totale dell'area dell'euro, sono aumentate notevolmente su base mensile. I dati delle indagini relative alle esportazioni dell'area dell'euro sono altresì migliorati leggermente, tra crescenti segni di stabilizzazione della domanda estera. Nel primo trimestre del 2012 il livello medio del PMI per i nuovi ordini all'esportazione nel settore manifatturiero dell'area dell'euro è stato decisamente superiore alla media del trimestre precedente. Tuttavia, il PMI è rimasto al di sotto del valore soglia teorico tra espansione e contrazione fissato a 50 e in marzo è diminuito leggermente rispetto al mese precedente. Le prospettive a breve termine delle importazioni restano piuttosto moderate, sostanzialmente in linea con quelle dell'attività economica dell'area dell'euro. In alcuni paesi dell'area dell'euro, la debolezza delle importazioni riflette anche la correzione in corso degli ampi e persistenti disavanzi dei conti con l'estero registrati prima della crisi finanziaria globale. Il riquadro [4] mostra come tali episodi di inversione a livello di saldo corrente siano tipicamente associati a significativi aggiustamenti dei flussi commerciali, in particolare dal lato delle importazioni.

Riquadro 4

CARATTERISTICHE DELLE CORREZIONI DEL CONTO CORRENTE

Negli anni precedenti alla crisi finanziaria mondiale, vari paesi dell'area dell'euro hanno registrato disavanzi di conto corrente ampi e persistenti. Dall'inizio della crisi alcuni di questi paesi hanno osservato una correzione significativa del saldo delle partite correnti mentre per altri tale processo è ancora in corso. In questo contesto il presente riquadro illustra le caratteristiche delle correzioni del conto corrente nelle economie avanzate, definite come episodi in cui disavanzi di conto corrente ingenti hanno subito una notevole riduzione in un lasso temporale relativamente breve.

Individuazione degli episodi di correzione del conto corrente

Le correzioni del conto corrente possono essere innescate da vari fattori interni ed esterni¹⁾. Ad esempio, un paese con un disavanzo di conto corrente potrebbe attuare una strategia di risanamento dei conti pubblici, che andrà a ridurre il disavanzo di conto corrente attraverso un maggiore risparmio del settore pubblico. Possono avere un'influenza anche fattori esterni, come una brusca interruzione degli afflussi di capitali. Tutti questi fattori hanno in comune il fatto che favoriscono una riduzione dell'attività interna e quindi anche del disavanzo di conto corrente.

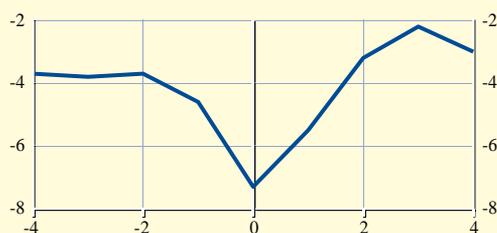
Per individuare gli episodi passati di correzione del conto corrente, il presente riquadro applica una regola semplice e trasparente ai dati sulle partite correnti di 33 economie avanzate, compresi tutti i 17 paesi dell'area dell'euro, per il periodo 1970-2010. Più specificatamente, perché una rilevazione sia considerata punto d'inizio di una correzione, occorre che siano soddisfatte le seguenti condizioni: 1) il disavanzo di conto corrente iniziale deve essere superiore al 4 per cento del PIL e 2) il disavanzo di conto corrente medio nei tre anni successivi deve subire una riduzione almeno dell'1,5 per cento del PIL e, sempre nello stesso periodo, pari almeno a un terzo del livello iniziale. Il primo requisito assicura che si colgano solo riduzioni di disavanzi quantitativamente significativi, mentre

1) Cfr., ad esempio, Milesi-Ferretti, G.-M. e A. Razin (1998), "Sharp reductions in current account deficits. An empirical analysis", *European Economic Review*, vol. 42.

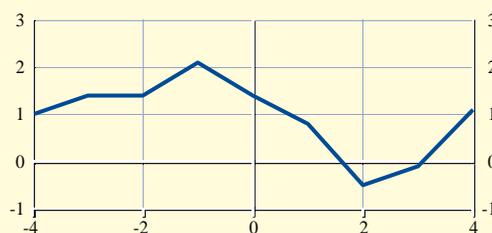
Figura A Dinamiche di aggiustamento durante una “tipica” correzione (mediana) del conto corrente

(frequenza annuale)

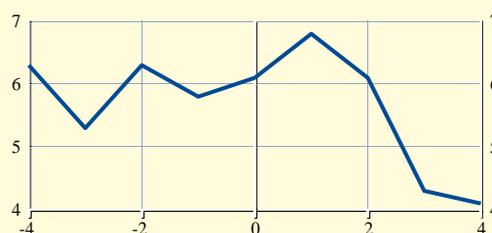
a) Saldo di conto corrente
(in percentuale del PIL)



b) Deviazione dalla crescita del PIL in termini reali dei paesi dell'OCSE
(punti percentuali)



c) Tasso di inflazione
(variazioni percentuali annue)



d) Importazioni ed esportazioni
(in percentuale del PIL)



Fonte: esperti della BCE.

Note: t=0 corrisponde all'anno in cui il saldo di conto corrente raggiunge il livello minimo. Le figure si basano su 48 episodi di correzione del disavanzo di conto corrente in un campione comprendente 33 economie avanzate (tra cui tutti i 17 paesi dell'area dell'euro) nel periodo 1970-2010.

il secondo garantisce che la correzione stessa del conto corrente sia cospicua e avvenga in un lasso temporale relativamente breve. Questa definizione ricalca da vicino la metodologia convenzionale utilizzata in letteratura²⁾.

Alla luce di quanto precede, si sono avuti 48 episodi di correzione del conto corrente nelle economie avanzate tra il 1970 e il 2010. Per comprendere i tratti salienti di una correzione “tipica”, il presente riquadro si incentra principalmente sulla mediana di ciascun indicatore in esame durante questi episodi.

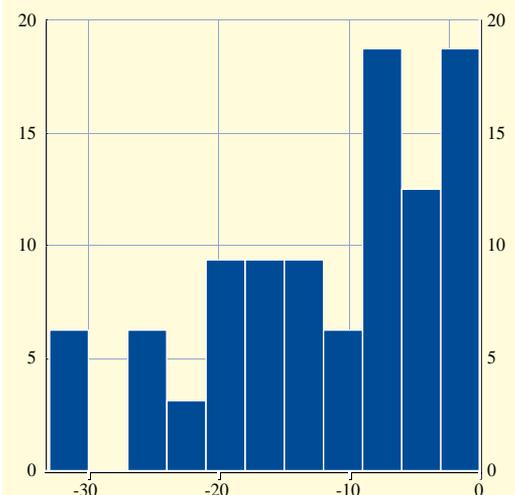
Aggiustamenti durante episodi di correzione del conto corrente

Gli anni che precedono una correzione tipica del conto corrente nelle economie avanzate sono caratterizzati da una vigorosa espansione del PIL, da un aumento dell'inflazione, da un apprezzamento del tasso di cambio effettivo reale e da un peggioramento del saldo di conto corrente (cfr. figura A). In genere l'inizio della correzione coincide poi con un brusco rallentamento della crescita del PIL in termini reali. Pur non risultando negativa nell'episodio mediano, la crescita si riduce temporaneamente rispetto a quella complessiva dei paesi dell'OCSE. Inoltre, il tasso di cambio effettivo reale tende a deprezzarsi durante una correzione, benché vi sia una notevole variazione tra i vari episodi

2) Cfr., ad esempio, Freund, C. (2005), “Current account adjustment in industrial countries”, *Journal of International Money and Finance*, vol. 24. A differenza però di quanto avviene in letteratura, il presente riquadro – anziché imporre una condizione di sostenibilità *ex ante* – studia la sostenibilità delle correzioni a posteriori.

Figura B Istogramma delle variazioni massimo-minimo nel tasso di cambio effettivo reale

(asse delle ascisse: variazioni percentuali dal livello massimo a quello minimo; asse delle ordinate: percentuali)



Fonte: esperti della BCE.

Nota: l'istogramma fa riferimento alla variazione percentuale del tasso di cambio effettivo reale dal livello massimo nei quattro anni prima dell'episodio di correzione al livello minimo nei quattro anni successivi al suo inizio.

riguardo all'entità e alla tempistica di tale adeguamento del tasso di cambio (cfr. figura B).

La combinazione del deprezzamento reale, che orienta la domanda dai prodotti esteri verso quelli nazionali, e del rallentamento della domanda aggregata, che riequilibra i differenziali di domanda nei confronti dei partner commerciali, favorisce la correzione del saldo commerciale con il resto del mondo. In effetti, le importazioni rallentano bruscamente durante una tipica correzione del conto corrente, mentre la crescita delle esportazioni acquista slancio sulla scorta della maggiore competitività di prezzo. Il saldo di conto corrente, di conseguenza, tende a subire un brusco aggiustamento all'inizio della correzione: le variazioni più rimarchevoli hanno luogo su un orizzonte di circa due anni. L'entità dell'aggiustamento del conto corrente dipende in larga misura dal saldo iniziale. In genere tale processo continua per almeno i primi cinque anni dall'inizio della correzione, periodo durante il quale il disavanzo di conto corrente non ritorna al picco precedente.

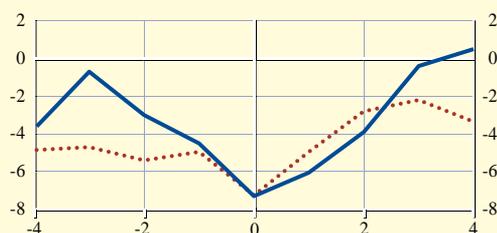
Benché i profili tipici delle correzioni del conto corrente forniscano informazioni utili, si osserva una notevole eterogeneità tra gli episodi, soprattutto per quanto concerne l'importanza relativa dei principali meccanismi di aggiustamento. Gli episodi restrittivi, cioè le correzioni associate a

Figura C Correzioni di conto corrente restrittive e non restrittive

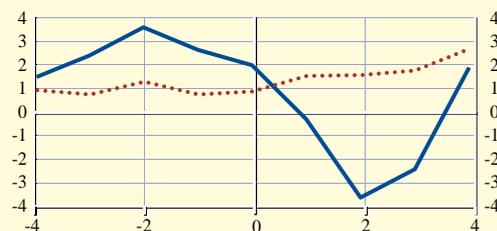
(frequenza annuale)

— correzioni restrittive
 correzioni non restrittive

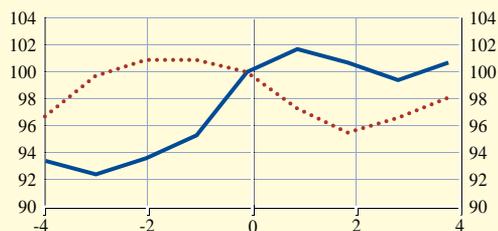
a) Saldo di conto corrente
 (in percentuale del PIL)



b) Deviazione dalla crescita del PIL in termini reali nei paesi dell'OCSE
 (punti percentuali)



c) Tasso di cambio effettivo reale
 (indice)



Fonte: esperti della BCE.

Nota: t=0 corrisponde all'anno in cui il saldo di conto corrente raggiunge il livello minimo. Gli episodi non restrittivi sono quelli che si collocano nel quartile superiore di tutte le correzioni, ordinate secondo le variazioni del PIL (previa correzione per la crescita dei paesi dell'OCSE), mentre gli episodi restrittivi sono quelli nel quartile inferiore.

maggiori perdite di prodotto, sono generalmente caratterizzate da un deprezzamento del tasso di cambio effettivo meno pronunciato rispetto alle correzioni non restrittive (cfr. figura C). Ciò suggerisce che il rapido mutare del tasso di cambio reale può aiutare a contenere i costi di aggiustamento in termini di perdita di prodotto. A loro volta, gli aggiustamenti del tasso di cambio reale possono essere agevolate da tassi di cambio nominali flessibili, nonché da mercati del lavoro e dei beni e servizi in cui prezzi e salari reagiscono rapidamente alle variazioni delle condizioni economiche. La flessibilità dei mercati del lavoro e dei beni e servizi è particolarmente importante se il tasso di cambio nominale non è uno strumento di adeguamento a disposizione dei singoli paesi.

Conclusioni

Le evidenze empiriche mostrano che le correzioni del conto corrente nelle economie avanzate tendono a essere molto brusche inizialmente e gli aggiustamenti ottenuti a durare vari anni. L'aggiustamento è in genere sospinto dalla combinazione di un rallentamento dell'espansione del PIL e da un deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale. Sembra che un deprezzamento reale più pronunciato possa aiutare a contenere i costi di aggiustamento in termini di perdita del prodotto. Nel caso di singoli paesi dell'area dell'euro che riportano una correzione dei disavanzi di conto corrente, un deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale richiede in genere adeguamenti di prezzi e salari. Ciò mette in evidenza l'importanza di riforme strutturali intese a favorire la flessibilità dei mercati del lavoro e dei beni e servizi nei paesi dell'area.

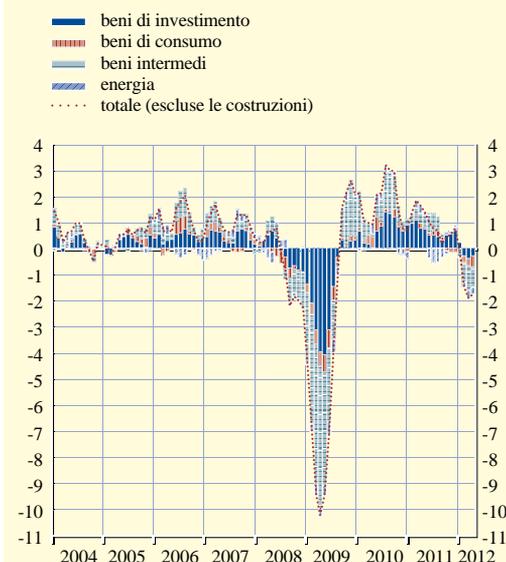
4.2 PRODOTTO PER SETTORE

Nel quarto trimestre del 2011 il valore aggiunto si è contratto dello 0,2 per cento sul periodo precedente. L'attività è diminuita dell'1,7 per cento nel settore industriale (al netto delle costruzioni). Per contro, il valore aggiunto nei servizi e nelle costruzioni è aumentato rispettivamente dello 0,1 e 0,3 per cento. È la prima volta che la crescita del valore aggiunto risulta maggiore nei servizi anziché nel settore industriale (al netto delle costruzioni) dall'inizio della ripresa nel secondo trimestre del 2009.

Quanto all'andamento nel primo trimestre del 2012, in gennaio la produzione industriale (al netto delle costruzioni) è aumentata dello 0,2 per cento sul mese precedente, dopo una diminuzione dello 0,9 in dicembre. La variazione in media mobile sui tre mesi è stata pari a -1,8 per cento in gennaio, in lieve miglioramento rispetto al calo trimestrale registrato nello scorcio del 2011 (cfr. figura 29). Nel contempo, i nuovi ordini industriali (al netto dei mezzi di trasporto pesante) sono diminuiti in gennaio del 2,9 per cento sul mese precedente, dopo l'aumen-

Figura 29 Crescita della produzione industriale e contributi

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

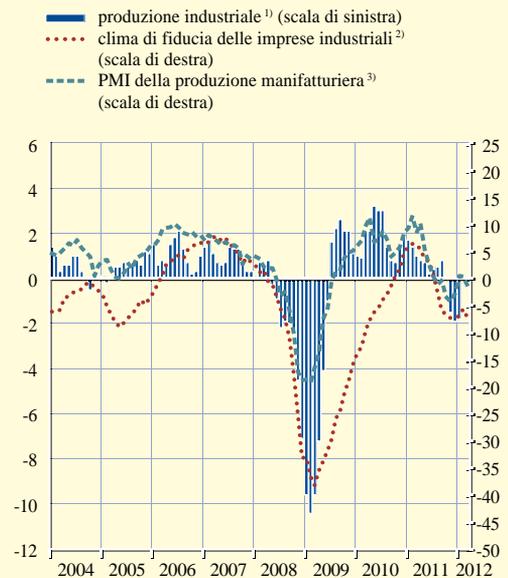
to relativamente pronunciato del 3,7 per cento registrato in dicembre. I dati delle indagini segnalano una perdurante debolezza dell'attività nel complesso del primo trimestre, sebbene vi siano stati alcuni miglioramenti rispetto al periodo precedente (cfr. figura 30). Ad esempio, benché l'indice PMI relativo alla produzione manifatturiera si sia collocato a 49,8 nel primo trimestre, ossia su un livello inferiore alla soglia di espansione di 50, è comunque risultato superiore al trimestre precedente, in cui aveva registrato una media di 46,5.

Gli ultimi dati sulla produzione nel settore delle costruzioni ne confermano la debolezza. In gennaio l'indice mensile è diminuito dello 0,5 per cento in termini congiunturali, mentre il calo mensile di dicembre è stato rivisto al ribasso ed è ora stimato all'1,8 per cento. Il livello della produzione nelle costruzioni è sostanzialmente invariato rispetto a un anno fa. I dati delle indagini segnalano ulteriore debolezza in febbraio e marzo. Il riquadro 5 descrive come l'Eurostat abbia cambiato il modo in cui destagionalizza gli indicatori economici a breve termine per l'area dell'euro.

L'indice PMI dell'attività economica nel settore dei servizi è aumentato, da 47,6 nel quarto trimestre del 2011 a 49,3 nel primo del 2012. Pur essendo diminuito per due mesi consecutivi, l'indice è ancora al di sopra del suo più recente minimo registrato nell'ottobre 2011. Altre indagini congiunturali presso le imprese, come quelle condotte dalla Commissione europea, sono risultate sostanzialmente in linea con l'andamento del PMI.

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

(dati mensili; destagionalizzati)



Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, Markit ed elaborazioni della BCE. Nota: Tutte le serie si riferiscono al settore manifatturiero.

1) Variazioni percentuali sui tre mesi precedenti.

2) Saldi percentuali.

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

Riquadro 5

IL NUOVO APPROCCIO ALLA DESTAGIONALIZZAZIONE ¹⁾ DEGLI AGGREGATI EUROPEI NELLE STATISTICHE CONGIUNTURALI

Dal periodo di osservazione di gennaio 2012 (o dal primo trimestre del 2012 per le statistiche trimestrali) l'Eurostat, l'ufficio statistico dell'Unione europea (UE), ha modificato il metodo di destagionalizzazione applicato agli indicatori economici congiunturali dell'area dell'euro e dell'UE, passando da un approccio "diretto" a uno "indiretto". Fino a dicembre 2011 utilizzava statistiche nazionali non destagionalizzate per produrre un aggregato europeo, che era poi destagionalizzato mediante l'approccio diretto. Nonostante il ricorso al quadro statistico più

1) Per semplicità, in questo riquadro il termine "destagionalizzazione" si applica sia alla correzione dei dati per gli andamenti stagionali sia a quella operata in base al numero di giornate lavorative.

adeguato per le rispettive serie temporali europee, in determinati periodi i risultati – soprattutto relativi ai tassi di crescita mensili – si discostavano dalla media ponderata delle componenti nazionali destagionalizzate. Con l'approccio indiretto i totali europei sono invece calcolati come media ponderata dei dati nazionali destagionalizzati, in modo da ottenere il pieno allineamento fra le statistiche europee e quelle nazionali su base destagionalizzata. Questo riquadro descrive il nuovo approccio adottato e le conseguenti revisioni dei tassi di crescita della produzione industriale, del fatturato nel commercio al dettaglio e della produzione nelle costruzioni nell'area dell'euro.

La destagionalizzazione indiretta degli aggregati europei

Gli indicatori congiunturali, ad esempio della produzione industriale o del fatturato nel commercio al dettaglio, sono di norma corretti per gli effetti medi di eventi stagionali regolari quali le vacanze estive per la produzione industriale o gli acquisti natalizi per il fatturato nel commercio al dettaglio. Dall'adozione dell'approccio indiretto l'Eurostat utilizza dati nazionali destagionalizzati dai relativi istituti di statistica, partendo dal presupposto che tengono meglio conto delle informazioni riguardo ad andamenti specifici aventi un impatto sui dati²⁾. Il passaggio alla destagionalizzazione indiretta delle statistiche congiunturali accresce la coerenza con gli altri ambiti statistici. Ad esempio, tale metodo viene già utilizzato per la compilazione dei dati relativi al PIL destagionalizzato dell'area dell'euro e alle sue componenti nei conti nazionali trimestrali.

L'approccio indiretto offre il vantaggio principale di assicurare la coerenza fra gli aggregati europei e le rispettive componenti nazionali che, se pubblicate prima, possono essere utilizzate per stimare adeguatamente gli aggregati di imminente pubblicazione. Esso richiede tuttavia l'applicazione di prassi armonizzate tra paesi, ad esempio per quanto attiene ai valori anomali, in modo da garantire il medesimo trattamento degli stessi fenomeni in tutti gli Stati membri.

L'impatto del passaggio dal metodo diretto a quello indiretto per la destagionalizzazione degli aggregati dell'area dell'euro

La destagionalizzazione indiretta degli aggregati europei è stata applicata ai dati a partire da gennaio 2012, oltre che alle parti storiche delle serie temporali europee. Le conseguenti revisioni sono state contenute nel caso dei livelli dell'indice e più consistenti per il tasso di crescita mensile degli aggregati dell'area dell'euro. Nella figura sono riportate le revisioni dei livelli dell'indice (diagramma di sinistra) e del tasso di crescita mensile (diagramma di destra) della produzione industriale nell'area.

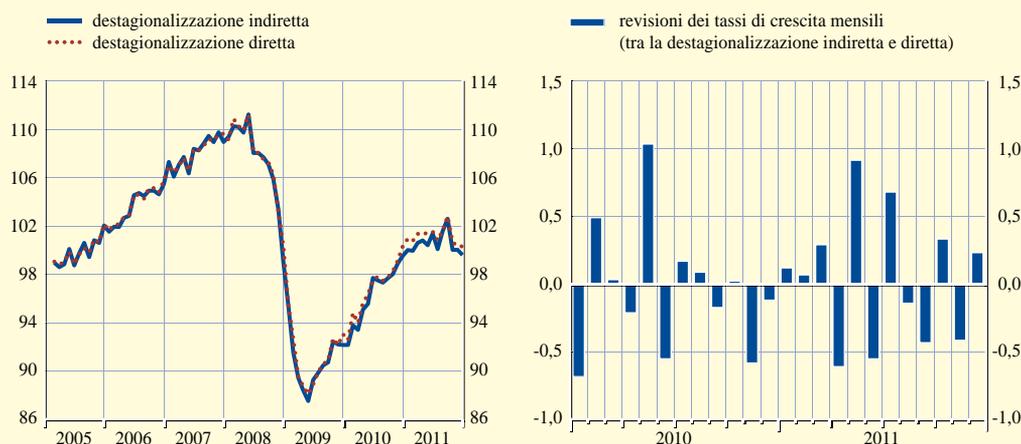
Nel periodo 2005-11 le revisioni medie delle statistiche riguardanti la produzione industriale, il fatturato nel commercio al dettaglio e la produzione nelle costruzioni³⁾ non sono state significativamente diverse dallo zero a livello sia aggregato sia di prima scomposizione (cfr. la tavola). Ciò riflette la caratteristica fondamentale della destagionalizzazione che, a prescindere dalla procedura o dall'approccio utilizzati, non dovrebbe modificare i livelli di medio periodo delle

2) Ulteriori ragguagli sull'approccio indiretto e diretto alla destagionalizzazione sono contenuti in *ESS Guidelines on Seasonal Adjustment*, disponibile sul sito Internet di Eurostat all'indirizzo: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-RA-09-006/EN/KS-RA-09-006-EN.PDF

3) Poiché alcuni Stati membri segnalano le statistiche nazionali con frequenza solo trimestrale, nel caso della produzione nelle costruzioni gli aggregati europei mensili sono calcolati in base alle sole statistiche nazionali mensili disponibili mentre quelli trimestrali coprono l'intera gamma di statistiche nazionali fornite dagli Stati membri. Di conseguenza, per quanto concerne la produzione nelle costruzioni, i livelli degli indici mensili differiscono da quelli degli indici trimestrali.

La produzione industriale dell'area dell'euro destagionalizzata con l'approccio indiretto e diretto

(indice: 2005 = 100 e revisioni dei tassi di crescita mensili in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

serie. Anche se le revisioni medie sono state trascurabili, l'intervallo tra la massima e la minima sta a indicare revisioni più pronunciate per le singole osservazioni.

La scomposizione dei totali europei nelle rispettive componenti, ad esempio in termini di Raggruppamenti Principali di Industrie (*Main Industrial Grouping*, MIG), non è ancora pienamente

Revisioni dei tassi di crescita mensili della produzione industriale, del fatturato nel commercio al dettaglio e della produzione nelle costruzioni dopo l'introduzione della destagionalizzazione indiretta

(in punti percentuali)

Indicatore	Revisione media	Intervallo di revisione	Revisione media assoluta	Per memoria: Media assoluta delle variazioni mensili
Produzione industriale (escluse le costruzioni)	-0,01	-1,4 a 1,2	0,33	0,93
di cui:				
Settore manifatturiero	-0,01	-0,9 a 1,2	0,32	0,99
MIG Beni intermedi	-0,01	-1,7 a 1,6	0,39	1,14
MIG Beni d'investimento	-0,01	-1,8 a 2,2	0,62	1,56
MIG Beni di consumo	-0,01	-1,2 a 0,9	0,36	0,85
MIG Beni di consumo durevoli	0,00	-2,8 a 4,2	0,69	1,50
MIG Beni di consumo non durevoli	-0,02	-1,2 a 0,8	0,30	0,89
MIG Beni energetici	0,00	-1,8 a 1,9	0,33	1,54
Fatturato nel commercio al dettaglio (compresi i carburanti)	-0,01	-0,9 a 0,6	0,15	0,48
di cui:				
Alimentari, bevande e tabacchi	-0,02	-1,4 a 0,7	0,31	0,55
Prodotti non alimentari	-0,01	-0,9 a 1,5	0,31	0,64
Combustibili	0,03	-1,2 a 2,2	0,38	1,06
Produzione delle costruzioni ¹⁾	0,03	-3,4 a 4,9	0,83	1,59
di cui:				
Fabbricati ¹⁾	0,04	-4,7 a 5,5	0,91	1,64
Ingegneria civile ¹⁾	-0,01	-4,4 a 7,2	1,49	1,96

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: revisioni delle variazioni mensili delle statistiche corrette per gli eventi stagionali e il numero di giornate lavorative da gennaio 2005 a dicembre 2011.

1) Le revisioni risentono anche della minore copertura geografica negli aggregati europei mensili.

coerente. Ciò è dovuto soprattutto all'uso di metodologie diverse nei vari paesi (ad esempio, al ricorso all'approccio diretto per la destagionalizzazione dei totali e delle relative componenti a livello nazionale) oppure alle difficoltà connesse con l'utilizzo di una serie di ponderazioni coerenti. Per quanto concerne in particolare la produzione industriale, le incoerenze fra i totali dell'area dell'euro e l'aggregazione delle rispettive componenti MIG potrebbero non essere trascurabili.

Per fare in modo che gli aggregati europei ottenuti con l'approccio indiretto emergano favorevolmente dal confronto con quelli calcolati attraverso il metodo diretto è necessario un livello sufficiente di armonizzazione delle prassi nazionali in materia di destagionalizzazione. Il Sistema statistico europeo è incoraggiato ad accrescere la trasparenza in merito alle metodologie e alle prassi seguite negli Stati membri, ad esempio fornendo metadati completi sulle metodologie nazionali di destagionalizzazione. Deve inoltre monitorare attivamente e promuovere l'ulteriore armonizzazione del processo di correzione delle statistiche a livello nazionale.

4.3 MERCATO DEL LAVORO

Le condizioni nei mercati del lavoro dell'area dell'euro continuano a deteriorarsi. La crescita dell'occupazione è rimasta negativa mentre è proseguito l'aumento del tasso di disoccupazione. Le indagini congiunturali anticipano un ulteriore peggioramento nel breve termine.

Nel quarto trimestre del 2011 l'occupazione è diminuita dello 0,2 per cento sul periodo precedente, dopo un calo di pari misura registrato nel terzo trimestre (che è stato a sua volta rivisto al ribasso di 0,1 punti percentuali). Al tempo stesso, le ore lavorate sono diminuite dello 0,4 per cento (cfr. tavola 7). A livello settoriale, gli ultimi dati sul numero di occupati riflettono, su base trimestrale, un brusco calo dell'1,6 per cento nelle costruzioni mentre nell'industria in senso stretto e nei servizi le flessioni sono state meno pronunciate e pari rispettivamente allo 0,3 e 0,1 per cento. Gli

Tavola 7 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

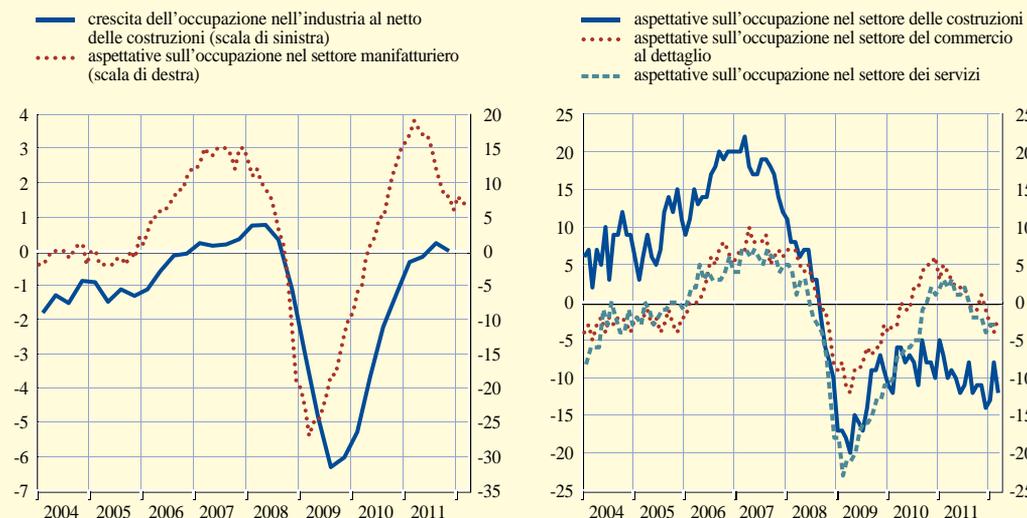
	Persone					Ore				
	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali			Variazioni annuali		Variazioni trimestrali		
	2010	2011	2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 4° trim.	2010	2011	2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 4° trim.
Totale economia	-0,5	0,1	0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,2	-0,3	0,2	-0,4
<i>di cui:</i>									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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Comprende anche servizi alle famiglie e attività delle organizzazioni extraterritoriali.

Figura 31 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione

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



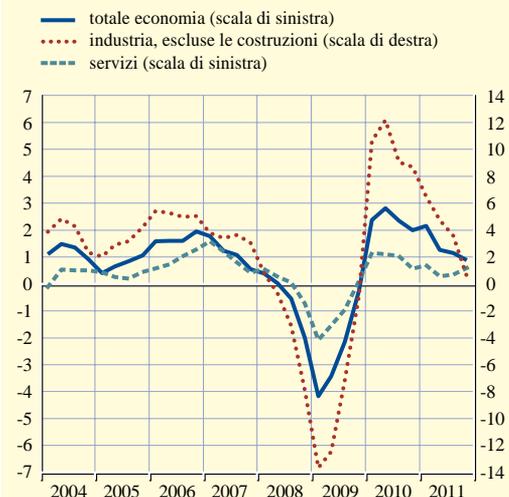
Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.
Nota: i saldi percentuali sono espressi come scarti dalla media.

indicatori delle indagini segnalano una probabile ulteriore contrazione dell'occupazione nel primo trimestre del 2012 (cfr. figura 31).

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente della produttività del lavoro per occupato ha rallentato ulteriormente dall'1,1 per cento del terzo trimestre allo 0,9 nel quarto trimestre del 2011 (cfr. figura 32).

Figura 32 Produttività del lavoro

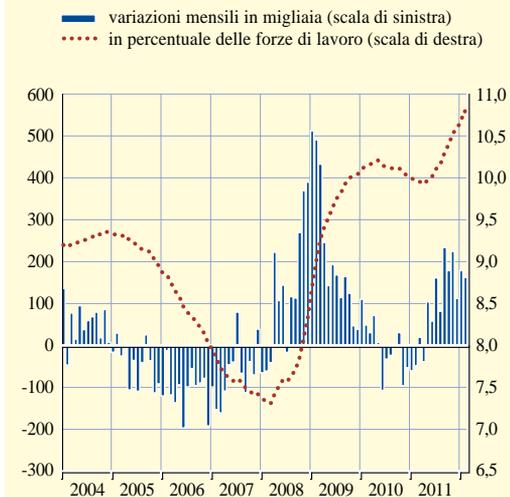
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 33 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

Tale rallentamento della crescita è interamente riconducibile agli andamenti nel settore industriale (al netto delle costruzioni), poiché nelle costruzioni e nei servizi la produttività ha accelerato. Analogamente, il tasso di crescita sul periodo corrispondente della produttività per ora lavorata è diminuito tra il terzo e il quarto trimestre, attestandosi allo 0,7 per cento. In prospettiva, le ultime rilevazioni dell'indice PMI suggeriscono un'ulteriore moderazione della crescita della produttività nel primo trimestre del 2012.

Il tasso di disoccupazione, che è andato aumentando sin dall'aprile del 2011, si è collocato al 10,8 per cento nel febbraio 2012, su un livello superiore di 0,6 punti percentuali rispetto al massimo raggiunto nel maggio 2010 (cfr. figura 33).

4.4 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Agli inizi del 2012 i dati delle indagini confermano una stabilizzazione dell'attività economica su bassi livelli. È attesa una ripresa graduale dell'economia dell'area dell'euro nel corso dell'anno. Essa dovrebbe essere favorita dalla domanda estera, dal livello molto basso dei tassi di interesse a breve termine nell'area dell'euro e da tutte le misure intraprese per assicurare l'adeguato funzionamento dell'economia dell'area. Tuttavia, le perduranti tensioni nei mercati del debito sovrano dell'area dell'euro e il loro impatto sulle condizioni creditizie, nonché il processo di risanamento dei bilanci nel settore finanziario e in quello non finanziario e l'elevata disoccupazione in alcuni paesi dell'area dovrebbero continuare a frenare la dinamica di fondo della crescita.

Per le prospettive economiche prevalgono rischi verso il basso, collegati in particolare a un eventuale nuovo intensificarsi delle tensioni nei mercati del debito sovrano 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.



L'ANALISI DELLA SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO PUBBLICO NELL'AREA DELL'EURO

Il rapido accumulo di debito pubblico in un contesto di instabilità finanziaria e crescita contenuta ha acuito l'esigenza di valutarne la sostenibilità. Nonostante la concentrazione degli sforzi nella fase iniziale e l'organicità che contraddistinguono il risanamento di bilancio nei paesi dell'area dell'euro, occorre tenere sotto stretta osservazione i rischi per la sostenibilità del debito. Per valutare l'entità di tali rischi, l'analisi convenzionale della sostenibilità del debito è divenuta un elemento essenziale della sorveglianza rafforzata a livello nazionale. Tale analisi, tuttavia, è soggetta a vari limiti. Essa dipende in maniera cruciale dalla scelta delle ipotesi sottostanti e dello strumento di analisi e i risultati ottenuti sono caratterizzati da una notevole incertezza. Si rende così necessario un approccio più articolato alle valutazioni sulla sostenibilità del debito, che comprenda una valutazione sistematica e approfondita dei rischi specifici per paese. Ciò richiederebbe l'inclusione di un monitoraggio sistematico di un ampio insieme di passività di bilancio e di squilibri del settore privato, in sostituzione dell'approccio ad hoc attualmente utilizzato per tenere conto di tali rischi. Si dovrebbe inoltre tenere in maggior considerazione il comportamento della finanza pubblica e dell'economia in risposta agli shock. La crisi ha peraltro dimostrato che, oltre a fronteggiare i rischi di medio termine per la sostenibilità del debito, vi è anche la necessità di considerare i rischi di rifinanziamento nel breve periodo, circostanza che tendenzialmente rende ancora più opportuna la costituzione di adeguati margini di sicurezza nei conti pubblici in tempi normali. Per limitare i rischi per la sostenibilità del debito nell'area dell'euro, i rapporti tra debito pubblico e PIL dovrebbero essere portati su livelli nettamente inferiori al 60 per cento. A tale riguardo, l'impegno a istituire nell'ambito del nuovo Trattato sulla stabilità, il coordinamento e la governance nell'Unione economica e monetaria un nuovo patto di bilancio (fiscal compact) che comprenda un "freno al debito" (debt brake) è un progresso apprezzabile verso il conseguimento di una disciplina di bilancio più rigorosa nell'area dell'euro.

I INTRODUZIONE

La crisi finanziaria mondiale ha determinato un rapido accumulo di debito pubblico nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro e nel complesso dell'area stessa. Ciò rispecchia, tra l'altro, il marcato peggioramento della crescita economica e il funzionamento degli stabilizzatori automatici nonché in parte, in vari paesi dell'area dell'euro, politiche di bilancio fortemente espansive e interventi pubblici a sostegno del settore bancario¹⁾. Il rapido accumulo di debito pubblico in un contesto di instabilità finanziaria e crescita contenuta ha acuito l'esigenza di valutare la sostenibilità del debito, cioè la capacità di un paese di assicurare a un dato momento il servizio dell'intero debito pubblico accumulato. Nonostante la concentrazione degli sforzi nella fase iniziale e l'organicità del risanamento di bilancio nei paesi dell'area dell'euro, occorre tenere sotto stretta osservazione i rischi per la sostenibilità del debito. Per misurare l'entità di questi ultimi, l'analisi convenzionale della sosteni-

bilità del debito (un approccio basato su dati contabili che da tempo è ampiamente applicato al monitoraggio del debito) è divenuta un elemento essenziale della sorveglianza rafforzata a livello nazionale. In quanto tale, è parte integrante dei rapporti dell'UE/FMI intesi a valutare l'osservanza, da parte degli Stati membri beneficiari di un programma di assistenza finanziaria, degli impegni di *policy* assunti in tale contesto.

L'analisi convenzionale della sostenibilità del debito è soggetta tuttavia a vari limiti: i risultati vanno quindi interpretati con cautela. Di fatto, l'esito delle analisi sulla sostenibilità del debito dipende in maniera determinante dalla scelta delle ipotesi sottostanti e dello strumento di analisi ed è caratterizzato da una notevole incertezza. È necessario inoltre prestare particolare attenzione in quanto le valutazioni sulla

1) Cfr. Van Riet, A. (a cura di), *Euro area fiscal policies and the crisis*, Occasional Paper della BCE, n. 109, Francoforte sul Meno, aprile 2010.

sostenibilità del debito possono anche esercitare un impatto diretto sulla sostenibilità stessa: aumenti dei rendimenti sui titoli di Stato basati su valutazioni sfavorevoli della sostenibilità da parte dei mercati finanziari potrebbero instaurare un circolo vizioso di crescenti costi di rifinanziamento del debito pubblico e maggiori rischi per la sua sostenibilità. Come dimostrano i recenti andamenti nell'area dell'euro, tale spirale negativa subisce un'ulteriore accelerazione se valutazioni sfavorevoli della sostenibilità del debito, ad esempio da parte delle agenzie di *rating*, hanno un impatto negativo sui bilanci bancari e acuiscono la necessità di ridurre la leva finanziaria per soddisfare i requisiti relativi al patrimonio di base (*core capital*). La situazione peggiora inoltre quando i rendimenti più elevati sulle obbligazioni sovrane si trasmettono alle condizioni di provvista bancaria e ai costi di indebitamento sostenuti dal settore privato, che a loro volta gravano sugli investimenti privati e sulla crescita economica.

In questo contesto, il presente articolo affronta tre questioni²⁾:

- quali informazioni si possono ottenere dall'analisi convenzionale della sostenibilità del debito;
- come si possono migliorare gli strumenti per valutare l'analisi della sostenibilità del debito;
- quali conclusioni si possono trarre per le politiche di bilancio nell'area dell'euro, sulla base degli strumenti attualmente disponibili per l'analisi della sostenibilità del debito.

L'articolo è strutturato come segue: la sezione 2 passa brevemente in rassegna l'accumulo di debito pubblico nei vari paesi dell'area dell'euro dall'inizio della crisi e gli associati incrementi dei differenziali di rendimento sui titoli di Stato; la sezione 3 definisce il concetto di sostenibilità del debito, spiegando le principali caratteristiche dell'analisi convenzionale della sostenibilità del debito, sulla base di risultati esemplificativi per l'aggregato dell'area dell'euro, e illustrando i principali vantaggi e svantaggi dello strumento;

la sezione 4 propone alcuni possibili ampliamenti da apportare all'analisi convenzionale della sostenibilità del debito, che terrebbero conto dei rischi associati alle passività potenziali, a quelle implicite e ad altre passività fuori bilancio; la sezione 5 passa in rassegna analisi della sostenibilità del debito alternative, maggiormente basate su modelli; la sezione 6 considera meccanismi di allarme preventivo per le tensioni nei conti pubblici, incentrandosi soprattutto sui rischi di bilancio nel breve periodo; la sezione 7 trae le conclusioni, prestando particolare attenzione all'elevato grado di incertezza che caratterizza le valutazioni della sostenibilità del debito nel medio termine e l'esigenza che ne consegua una maggiore attenzione agli andamenti di finanza pubblica nel breve termine nonché di prudenza in materia di bilancio nell'area dell'euro.

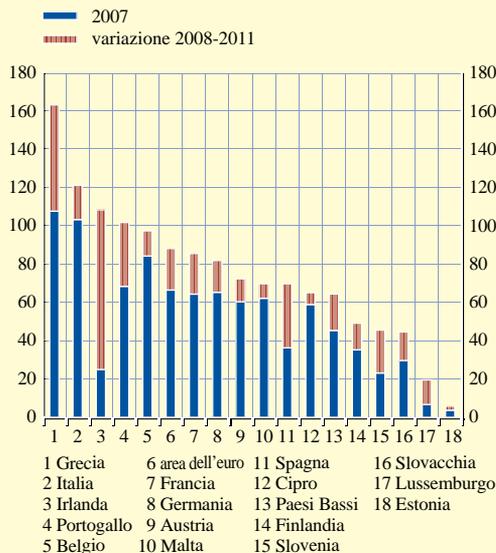
2 IL DEBITO PUBBLICO NELL'AREA DELL'EURO

Il rapporto tra debito pubblico lordo e PIL nell'area dell'euro è aumentato, secondo le stime, di 22 punti percentuali dal livello precedente alla crisi nel 2007, collocandosi all'88 per cento nel 2011 (cfr. figura 1). Tra i paesi dell'area dell'euro, quelli che hanno registrato gli incrementi maggiori nel periodo 2008-2011 sono stati Irlanda, Grecia, Portogallo e Spagna. Si stima che nel 2011 il rapporto debito/PIL in Grecia, Italia, Irlanda e Portogallo abbia raggiunto livelli molto elevati, pressoché pari o superiori al 100 per cento. Di fatto, tale rapporto si sarebbe collocato al di sotto del valore di riferimento del 60 per cento del PIL soltanto

2) Per una rassegna dei vari approcci all'analisi della sostenibilità del debito e relative applicazioni, cfr. il capitolo dal titolo *Debt sustainability in the EU* in "Public finances in EMU – 2011", *European Economy* 3, Bruxelles, settembre 2011. Cfr. anche FMI, *Modernizing the Framework for Fiscal Policy and Public Debt Sustainability Analysis*, agosto 2011. Per una valutazione delle esigenze di risanamento dei conti pubblici nel medio e lungo termine in vari scenari, cfr. il numero di aprile 2011 della pubblicazione *Fiscal Monitor* dell'FMI. Per un'ulteriore indagine, cfr. Schaechter, A. et al., *A Toolkit to Assessing Fiscal Vulnerabilities and Risks in Advanced Economies*, Working Paper dell'FMI, n. WP/12/11, Washington DC, gennaio 2012.

Figura 1 Rapporto tra debito delle Amministrazioni pubbliche e PIL nei paesi dell'area dell'euro nel periodo 2007-2011

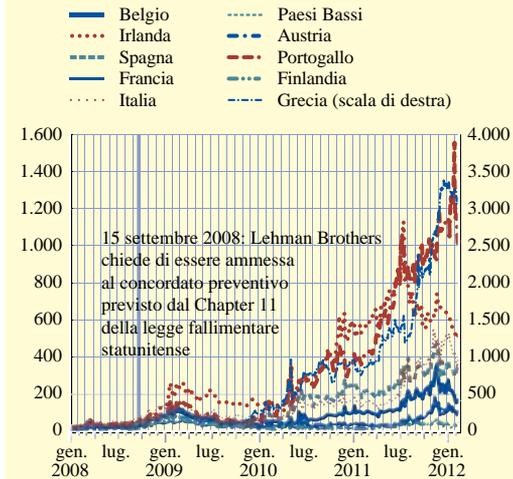
(valori percentuali)



Fonti: previsioni economiche dell'autunno 2011 della Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Figura 2 Differenziali di rendimento rispetto ai titoli di Stato tedeschi a dieci anni tra il 2008 e il 2012

(punti base)



Fonti: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati relativi a Cipro, Lussemburgo, Malta, Slovenia e Slovacchia non sono confrontabili e pertanto non sono riportati in questa sede.

in cinque paesi dell'area dell'euro. In un'ottica più ampia, anche negli Stati Uniti e in Giappone il rapporto debito/PIL è salito a livelli considerevolmente superiori a quelli osservati prima della crisi. Se confrontati con gli Stati Uniti e il Giappone, gli squilibri di bilancio sono stati però più limitati, in termini aggregati, nell'area dell'euro e il riequilibrio dei conti pubblici è stato più concentrato nella fase iniziale e più articolato. Pertanto, dal livello pre-crisi del 2007, il rapporto tra debito pubblico e PIL nell'area dell'euro è cresciuto in misura inferiore rispetto a Stati Uniti e Giappone. Nel medio termine ci si attende che tale variabile in questi due paesi sia superiore all'aggregato dell'area dell'euro (cfr. il riquadro *Andamenti del debito pubblico negli Stati Uniti e in Giappone*).

Sulla scorta dei timori dei mercati finanziari circa la sostenibilità del debito pubblico e di andamenti macroeconomici sfavorevoli dopo il fallimento di Lehman Brothers nel settembre 2008, i differenziali di rendimento dei titoli di

Stato rispetto alla Germania si sono ampliati in molti paesi dell'area dell'euro (cfr. figura 2)³⁾. Questi incrementi hanno tuttavia presentato notevoli differenze tra i vari paesi, in considerazione delle diverse valutazioni dei rischi specifici. Più di recente, nei mercati finanziari vi sono indicazioni di un riconoscimento dei progressi compiuti nel risanamento dei conti pubblici nel complesso dell'area dell'euro e soprattutto nei paesi vulnerabili, nonché degli sforzi intesi a rafforzare il quadro di riferimento dell'UE per le politiche economiche e di bilancio. In tal senso, è riscontrabile una certa stabilizzazione dei mercati del debito sovrano nei paesi vulnerabili dell'area dell'euro, alla quale ha corrisposto una riduzione dei differenziali di rendimento tra i rispettivi titoli di Stato e quelli tedeschi.

3) Si può dimostrare che le curve di rendimento dei titoli di Stato dipendono dalle valutazioni sulla sostenibilità dei conti pubblici e da variabili macroeconomiche come le prospettive di crescita economica. Cfr., ad esempio, Borge, V., T. Laubach, J.-S. Mésonnier e J.-P. Renne, *Fiscal Sustainability, Default Risk and Euro Area Sovereign Bond Spreads*, Working Paper della Banque de France, n. 350, Parigi, ottobre 2011.

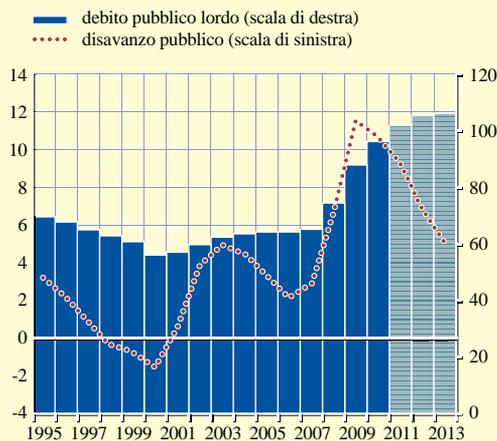
ANDAMENTI DEL DEBITO PUBBLICO NEGLI STATI UNITI E IN GIAPPONE

In vari paesi avanzati del G20 stanno sorgendo timori per la sostenibilità del debito pubblico. Un notevole calo delle entrate, aggravato da diverse misure di stimolo fiscale e di sostegno al settore finanziario attuate durante la recessione, ha dato luogo a un'impennata dei livelli di debito pubblico in molte economie avanzate. Negli Stati Uniti gli intensi negoziati che hanno caratterizzato il recente innalzamento del massimale per il debito hanno ulteriormente focalizzato l'attenzione degli investitori sulle finanze pubbliche del paese¹⁾. Allo stesso tempo, il Giappone ha una lunga tradizione di aumenti del rapporto debito/PIL al punto che ora questo corrisponde quasi al doppio di quello degli Stati Uniti²⁾. In tale contesto, il presente riquadro illustra l'andamento del disavanzo e del debito e valuta le prospettive per la sostenibilità del debito per Stati Uniti e Giappone, mettendo in evidenza le differenze nell'evoluzione dei conti pubblici rispetto all'area dell'euro.

Nel 2007, prima della recessione, il rapporto tra debito lordo delle amministrazioni pubbliche e PIL si collocava al 65 per cento circa negli Stati Uniti, mentre il Giappone registrava un livello del debito nettamente superiore, prossimo al 190 per cento del PIL. Da questi livelli pre-crisi il calo congiunturale delle entrate federali, abbinato al consistente stimolo fiscale attuato in risposta al rallentamento economico, ha comportato un rapido incremento del disavanzo di bilancio degli Stati Uniti, che nel 2009 e nel 2010 ha superato il 10 per cento del PIL. Per quanto concer-

Figura A Debito lordo e saldi di bilancio delle Amministrazioni pubbliche negli Stati Uniti

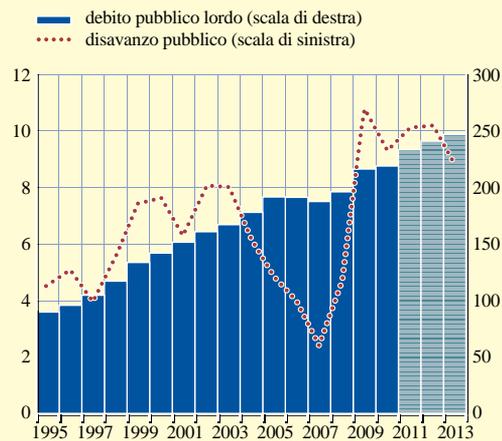
(in percentuale del PIL)



Fonti: BEA, CBO ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati relativi al periodo 2011-2013 sono previsioni.

Figura B Debito lordo e saldi di bilancio delle Amministrazioni pubbliche in Giappone

(in percentuale del PIL)



Fonte: FMI.
Nota: i dati relativi al periodo 2011-2013 sono previsioni.

- 1) Il 5 agosto 2011 Standard & Poor's, adducendo i rischi politici tra altri fattori, ha declassato i titoli di Stato a lungo termine degli Stati Uniti da AAA a AA+ e ha avvisato che potrebbero seguire ulteriori declassamenti se l'andamento del debito pubblico del paese sale oltre l'attuale stima di base definita dall'agenzia di rating.
- 2) Nell'agosto 2011 Moody's ha declassato il debito giapponese, dopo un precedente declassamento da parte di Standard & Poor's all'inizio dello stesso anno.

ne il Giappone, l'indebitamento netto è salito a oltre il 9 per cento, indicando anche in questo caso un rapido deterioramento delle finanze pubbliche. Di conseguenza, i significativi e durevoli disavanzi pubblici si sono tradotti in un rapido incremento del debito in entrambi i paesi. Nel 2010 questo ammontava a circa il 95 per cento del PIL negli Stati Uniti e a circa il 220 per cento del PIL in Giappone (cfr. figure A e B)³⁾. Il livello del debito delle amministrazioni pubbliche nell'insieme dell'area dell'euro si collocava all'85,6 per cento del PIL nel 2010 (cfr. figura C).

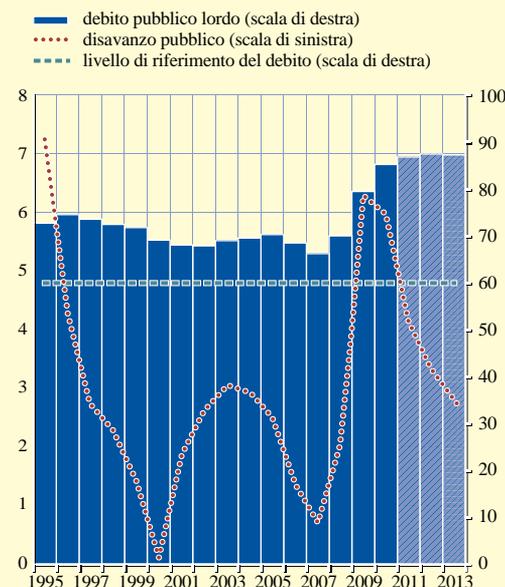
Sebbene per i prossimi anni ci si attenda un calo del disavanzo negli Stati Uniti, si prevede che il rapporto debito/PIL aumenti ulteriormente nel breve termine (ancorché meno rapidamente) per poi sostanzialmente stabilizzarsi nel 2013. Questi andamenti, tuttavia, sono estremamente incerti poiché non è chiaro quale impatto avrà la recente estensione delle agevolazioni fiscali e dei sussidi fino alla fine del 2012, né è chiaro se gli sgravi fiscali automatici derivanti dall'insuccesso del "Super Committee" nel raggiungere un accordo saranno in ultima istanza attuati nella loro interezza. Questi andamenti possono comportare un rischio rispettivamente al rialzo e al ribasso per i dati relativi al disavanzo. Quanto al Giappone, la riduzione del disavanzo dovrebbe avvenire con un certo ritardo, in parte a causa delle spese straordinarie destinate ad affrontare le conseguenze del terremoto del marzo 2011: ci si attende pertanto che il rapporto debito/PIL continui ad aumentare costantemente fino al 2013. Anche in questo caso gli andamenti sono caratterizzati da un grado elevato di incertezza, in considerazione del dibattito in corso in Giappone sul bilancio per l'esercizio finanziario 2012 e del piano proposto di riforme fiscali e previdenziali, che prevede un graduale incremento dell'aliquota dell'imposta sui consumi dall'attuale 5 per cento al 10 per cento entro la metà degli anni 2010. In confronto, il disavanzo delle amministrazioni pubbliche a livello dell'area dell'euro è previsto scendere a livelli più bassi, portandosi nel 2013 al 3 per cento del PIL. Di conseguenza, l'aumento del rapporto debito/PIL dell'area dell'euro sarebbe più moderato rispetto a Stati Uniti e Giappone, contribuendo a un valore più basso di tale variabile nel medio periodo.

L'esigenza di un notevole risanamento dei conti pubblici negli Stati Uniti e in Giappone fa anche sì che la politica di bilancio disponga di un margine di manovra molto limitato per sostenere la crescita nel caso di un indebolimento delle prospettive economiche. Al contrario, non è trascurabile il rischio di un peggioramento della sostenibilità del debito, connesso a shock macroeconomici avversi tali da frenare la crescita economica e aumentare i tassi di interesse a lungo termine.

3) Questi dati relativi al debito pubblico per gli Stati Uniti e il Giappone non sono del tutto paragonabili a quelli dell'area dell'euro poiché non sono compilati secondo la metodologia contabile europea (SEC 95).

Figura C Debito lordo e saldi di bilancio delle Amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati relativi al periodo 2011-2013 sono previsioni.

3 ANALISI CONVENZIONALE DELLA SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO

La presente sezione illustra brevemente il concetto di sostenibilità del debito pubblico, per poi trattare i fondamenti teorici dell'analisi convenzionale della sostenibilità del debito. Fornisce proiezioni illustrative in relazione alla dinamica del debito a medio termine per l'aggregato dell'area dell'euro, mettendo in luce anche il fatto che l'analisi convenzionale della sostenibilità del debito è soggetta a un *trade-off* tra semplicità e solidità teorica.

IL CONCETTO DI SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO PUBBLICO

La sostenibilità del debito pubblico significa che si deve assicurare a un dato momento il servizio del debito pubblico accumulato. A tal fine è necessario che i governi siano caratterizzati sia da solvibilità che da liquidità⁴⁾.

- La “solvibilità” è un concetto di medio e lungo termine che implica il rispetto del vincolo di bilancio intertemporale del governo, stabilendo che il valore attuale dei futuri saldi primari del governo devono essere quanto meno pari al valore attuale del debito pubblico in essere (“concetto di flusso”)⁵⁾.
- La “liquidità” è un concetto di breve termine che fa riferimento alla capacità del governo di mantenere l'accesso ai mercati finanziari, in modo da poter onorare tutti gli obblighi a venire nel breve periodo⁶⁾.

Pertanto, pur assumendo una prospettiva di medio-lungo periodo, le valutazioni della sostenibilità del debito devono tener conto della capacità di un paese di mantenere l'accesso ai mercati nel breve termine ai fini del rifinanziamento del debito in scadenza. Un paese con difficoltà crescenti di accesso ai mercati finanziari nel breve periodo potrebbe essere soggetto a problemi di sostenibilità del debito a medio termine, in quanto rendimenti obbligazionari più elevati aumenteranno gradualmente il costo del servizio del debito. Inoltre, il debito pubblico può essere considerato sostenibile solo se le po-

litiche di bilancio necessarie ad assicurarne la sostenibilità sono attuabili e realistiche in termini sia politici sia economici.

ANALISI CONVENZIONALE DELLA SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO

L'analisi convenzionale della sostenibilità del debito è un semplice esercizio contabile, basato sull'equazione standard di accumulazione del debito⁷⁾:

$$\Delta b_t = \frac{i_t - g_t}{1 + g_t} b_{t-1} - pb_t + dda_t$$

Secondo questa equazione, la variazione del rapporto debito/PIL (Δb_t) deriva dall'impatto cumulato di tre componenti:

- 1) il “differenziale fra tasso d'interesse e tasso di crescita”, che coglie l'impatto del tasso di interesse (reale), avente un effetto di incremento del rapporto debito/PIL, nonché quello del tasso di crescita del PIL (reale), avente un effetto di riduzione del rapporto debito/PIL⁸⁾;
- 2) il saldo primario (pb_t);
- 3) il raccordo disavanzo-debito (dda_t).

Il raccordo disavanzo-debito corrisponde a quella parte della variazione del rapporto debito/PIL che non si riflette nel disavanzo. Discende, ad esempio, da: 1) una variazione dell'entità del debito denominato in valuta estera associata alla variazione del tasso di cambio; 2) transazioni finanziarie connesse al sostegno pubblico a

- 4) Cfr. anche FMI, *Modernizing the Framework for Fiscal Policy and Public Debt Sustainability Analysis*, agosto 2011.
- 5) Secondo il “concetto di stock”, ai fini della solvibilità il valore attuale di tutte le passività in essere future non deve essere superiore a quello delle attività.
- 6) Cfr. Giammarioli, N., C. Nickel, P. Rother e J.-P. Vidal, *Assessing fiscal soundness: theory and practice*, Occasional Paper della BCE, n. 56, Francoforte sul Meno, marzo 2007.
- 7) Per maggiori dettagli, cfr. l'articolo *La sostenibilità delle finanze pubbliche nell'area dell'euro* nel numero di aprile 2011 di questo Bollettino.
- 8) Il differenziale fra tasso d'interesse e tasso di crescita potrebbe anche essere espresso in termini nominali se i titoli di debito pubblico emessi sono nominali.

favore delle istituzioni finanziarie; 3) proventi da privatizzazioni oppure 4) acquisto di attività.

In genere, l'analisi convenzionale della sostenibilità del debito si basa sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche anziché sul concetto di debito netto in cui sono compensate le attività finanziarie pubbliche. Le ragioni per questo approccio sono dupplici: innanzitutto, la definizione di attività finanziarie (a fronte di quelle non finanziarie) è diversa da paese a paese, circostanza che rende particolarmente complessa la comparabilità; in secondo luogo, le attività finanziarie non sono sempre facilmente liquidabili. Ciò nondimeno, le attività finanziarie (che in media nell'area dell'euro rappresentano circa un terzo del valore delle passività pubbliche) costituiscono un'importante riserva dei governi per far fronte ai timori circa la sostenibilità del debito. Ciò vale anche per le quote detenute dal governo nelle società di proprietà statale (o parzialmente tali): i governi possono sempre decidere di ridurre la proprietà detenuta al fine di utilizzare i proventi della privatizzazione per ridurre il debito pubblico. È possibile tuttavia che la vendita di tali attività quando un paese è già colpito da uno shock di liquidità generi solo un gettito limitato in un contesto di debolezza economica oppure che non sia affatto realizzabile. Pertanto, sebbene le attività non finanziarie in linea di principio abbiano un impatto sull'entità del debito e siano pertanto rilevanti per valutare la sostenibilità del debito pubblico nel lungo periodo, una definizione prudente del debito netto dovrebbe comprendere solo attività finanziarie che possono essere liquidate con breve preavviso.

Ipotizzando che dda_t sia pari a zero e che il differenziale fra tasso di interesse e tasso di crescita sia positivo e quindi che incrementi il debito, si possono trarre immediatamente due conclusioni dall'equazione dell'accumulazione del debito: in primo luogo, sono necessari avanzi primari sufficientemente ampi per stabilizzare o ridurre il rapporto debito/PIL; in secondo luogo, i paesi con un elevato debito devono riportare avanzi primari maggiori rispetto a quelli con debiti modesti per stabilizzare, o ridurre, il rapporto debito/PIL. Ovviamente, nel caso di

raccordi disavanzo-debito positivi (come osservato durante la crisi finanziaria per il sostegno offerto dai governi al settore bancario) sarebbero necessarie correzioni del saldo primario addirittura maggiori per stabilizzare e ridurre i rapporti debito/PIL.

Il diagramma a) della figura 3 mostra i risultati dell'analisi convenzionale della sostenibilità del debito per l'aggregato dell'area dell'euro in relazione al periodo 2010-2020 in uno scenario di base e in uno scenario di risanamento. Questi scenari sono basati fino al 2013 sulle previsioni economiche pubblicate dalla Commissione europea nell'autunno 2011, aggregando le dinamiche di tutti i paesi dell'area dell'euro⁹⁾. Per il periodo successivo, le ipotesi relative ai tassi di interesse e di crescita nonché ai saldi primari sottostanti agli scenari sono le seguenti.

- La crescita del PIL in termini reali g si basa sulla crescita potenziale dopo la fine dell'orizzonte previsivo nel 2013, ipotizzando un *output gap* che tende gradualmente a zero¹⁰⁾.
- Si ipotizza che il tasso di interesse effettivo reale medio converga gradualmente al 3 per cento per tutti i paesi¹¹⁾. Il tasso di interesse reale è definito come un tasso di interesse effettivo medio che riflette una proiezione dei tassi di interesse a diverse scadenze e la struttura per scadenza del debito pubblico¹²⁾. In genere, l'impatto dei tassi di interesse di mercato sui risultati dell'analisi della sostenibilità del debito dipende dalla velocità con

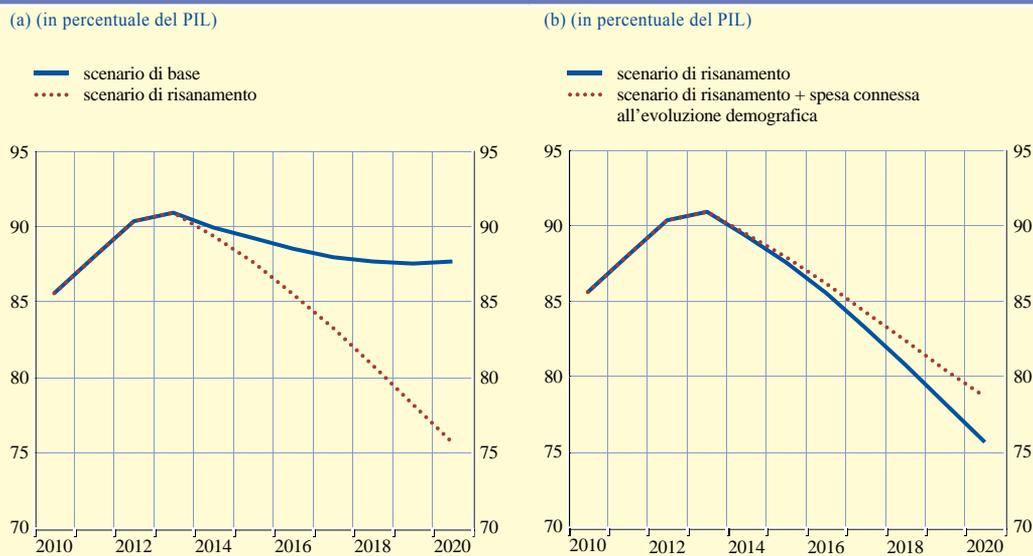
9) Secondo le proiezioni della Commissione europea, lo scenario di base comprende solo le misure su cui si era già legiferato (o probabilmente si sarebbe legiferato) agli inizi di ottobre 2011; non riflette pertanto l'evoluzione più probabile per le politiche di bilancio, ma quella basata sulle decisioni correnti.

10) Si prevede che la crescita potenziale corrisponda alla media per il 2010-2020 di cui alla tavola 3.3 in "The 2012 ageing report: underlying assumptions and projection methodologies", *European Economy 4*, Bruxelles, 2011.

11) Ciò implica una convergenza del tasso di interesse effettivo nominale medio al 5 per cento per tutti i paesi, dal momento che secondo le ipotesi l'inflazione in ciascun paese dell'area dell'euro dovrebbe convergere al 2 per cento circa.

12) Nell'approccio standard si utilizza il tasso di interesse implicito sul debito pubblico (cioè la spesa per interessi sul debito dell'anno precedente in percentuale del debito dell'anno corrente).

Figura 3 Scenari di medio termine per il debito dell'area dell'euro nel periodo 2010-2020



Fonti: previsioni economiche dell'autunno 2011 della Commissione europea fino al 2013 ed elaborazioni della BCE.
 Nota: nel testo principale sono descritte le ipotesi tecniche sottostanti ai diversi scenari.

cui questi si trasmettono al fabbisogno di ri-finanziamento (cfr. figura 5).

- Si assume che la componente strutturale del saldo primario pb_t rimanga invariata dopo il 2013. Pertanto, a partire dal 2014 il saldo primario complessivo migliora per il calo della componente ciclica del disavanzo, mentre il saldo strutturale rimane costante.
- Il raccordo disavanzo-debito dda_t è considerato pari a zero a partire dal 2014.

Per valutare la sensibilità dei risultati agli shock, viene condotto un *bound test*: nello scenario di risanamento, anziché mantenere il saldo primario strutturale costante dopo la fine dell'orizzonte di previsione come nello scenario di base, si ipotizza un aggiustamento automatico dello stesso pari a 0,75 punti percentuali fino al raggiungimento del pareggio di bilancio, in termini strutturali.

Come mostra la figura 3, secondo lo scenario di base, il rapporto debito/PIL si stabilizzerebbe nel 2013, in seguito scenderebbe marginalmente per poi rischiare di aumentare nuovamente alla fine dell'orizzonte di previsione.

Per contro, nello scenario di risanamento, il calo dopo il 2013 sarebbe più netto. Naturalmente, in uno scenario con una crescita inferiore e/o tassi di interesse superiori rispetto a quello di base (non presentati in questa sede), il rapporto debito/PIL seguirebbe una dinamica non sostenibile.

Va messo in evidenza, tuttavia, che questi risultati per l'aggregato dell'area dell'euro sono solo illustrativi. Si basano su ipotesi *ad hoc* relative all'andamento nel medio termine dei differenziali tra tassi di interesse e tassi di crescita e dei saldi primari e riflettono meramente il rischio aggregato per la sostenibilità nei 17 paesi appartenenti all'area dell'euro; in tal senso, la rilevanza ai fini delle considerazioni di *policy* è limitata. Inoltre, la sostenibilità a livello dell'area dell'euro non implica la sostenibilità a livello dei singoli paesi. Questo punto è di particolare importanza, dal momento che un debito pubblico insostenibile in un paese rischia di provocare un contagio di vaste proporzioni, che a sua volta mette a repentaglio la stabilità finanziaria e la sostenibilità delle finanze pubbliche nell'insieme dell'area dell'euro. È questa una conseguenza dell'asset-

to istituzionale dell'area dell'euro, in cui le politiche di bilancio rimangono prevalentemente una responsabilità nazionale. In tale sistema, è dovere di ogni singolo paese membro perseguire solide finanze pubbliche, contribuendo così alla stabilità e all'ordinato funzionamento dell'UEM.

VALUTAZIONE DELL'ANALISI CONVENZIONALE DELLA SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO

Alla luce della precedente rassegna dei tratti essenziali che caratterizzano l'analisi convenzionale della sostenibilità del debito nonché della sua applicazione a titolo illustrativo, è possibile trarre alcune conclusioni in merito ai principali vantaggi e svantaggi di tale approccio.

Quanto ai vantaggi dell'analisi convenzionale della sostenibilità del debito, le principali prerogative sono la trasparenza e la facilità di applicazione. A condizione che le ipotesi sottostanti siano comprese appieno, i risultati dello strumento sono di facile interpretazione e comunicazione. È altresì semplice valutare le variazioni di singole variabili, mediante test di sensitività o *bound test*. Inoltre, lo strumento di solito è immediatamente applicabile: una volta deciso il quadro di riferimento generale, lo strumento è di agevole impiego nel lavoro operativo, il che spiega perché sia ampiamente adottato sia dalle istituzioni internazionali sia dagli operatori dei mercati finanziari. Un ulteriore vantaggio risiede nel fatto che lo scenario di base deterministico può essere aggiustato per ciascuna variabile dell'equazione dell'accumulazione del debito allo scopo di rispecchiare le specificità del paese e i giudizi dei singoli esperti.

Ciò nondimeno, l'analisi convenzionale della sostenibilità del debito presenta vari difetti. Uno è che lo scenario di base deterministico produce risultati utili solamente se l'evoluzione a medio termine delle variabili macroeconomiche e di bilancio si basa su ipotesi realistiche. Ad esempio, un approccio standardizzato transnazionale, che assume un risanamento di bilancio automatico di egual dimensione nei vari paesi, può portare potenzialmente a ipotesi irrealistiche di avanzo primario se confrontato all'evidenza storica spe-

cifica per paese. Lo scenario di base poggerebbe così su politiche di bilancio insostenibili¹³⁾. Una notevole difficoltà nell'analisi della sostenibilità del debito consiste quindi nel fatto che la rapidità con cui i paesi possono migliorare i saldi primari e i livelli di avanzi primari e di imposizione fiscale che possono sostenere non sono noti. Quanto agli scenari di base desunti dai programmi di governo, questi sono soggetti a limiti evidenti: tendono a essere basati su proiezioni macroeconomiche e piani di bilancio eccessivamente ottimistici, che non tengono conto del ciclo politico e del minor impegno nel risanamento dei conti pubblici nell'imminenza delle elezioni. Pertanto, qualsiasi interpretazione degli esercizi di sostenibilità deve considerare le limitazioni relative al realismo delle proiezioni di base, che vanno comunicate con la massima chiarezza e trasparenza possibile.

In sintesi, vi è un chiaro *trade-off* tra facile applicabilità e trasparenza da un lato e robustezza e solidità teorica dall'altro. In tale contesto, vi sono margini per migliorare l'analisi convenzionale della sostenibilità del debito, in particolare ampliandone la portata e applicando approcci alternativi che vanno oltre l'equazione di accumulazione del debito. Le prossime due sezioni trattano in maggiore dettaglio le possibili estensioni.

4 AMPLIAMENTO DELLA PORTATA DELL'ANALISI CONVENZIONALE DELLA SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO

Un limite evidente dell'analisi della sostenibilità del debito è che di solito si incentra esclusivamente sulle passività esplicite, ignorando pertanto il fatto che l'entità del debito pubblico può risentire delle passività sia potenziali sia implicite nonché di altri obblighi fuori bilancio¹⁴⁾.

13) Per una rassegna di alcuni episodi di consistenti e durevoli avanzi primari di bilancio corretti per il ciclo nei paesi dell'UE, cfr. il riquadro *La passata esperienza dei paesi dell'UE nel mantenere elevati avanzi primari di bilancio* nel numero di giugno 2011 di questo Bollettino.

14) Per un'indagine, cfr. Hartwig Lojusch, D., M. Rodríguez Vives e M. Slavik, *The size and composition of government debt in the euro area*, Occasional Paper della BCE, n. 132, Francoforte sul Meno, ottobre 2011.

La presente sezione propone quindi un ampliamento dell'analisi convenzionale della sostenibilità del debito per comprendere le passività potenziali e implicite nonché altre passività fuori bilancio.

Le passività potenziali riguardano future passività delle amministrazioni pubbliche che insorgono solo qualora si verifichi un particolare evento. Nell'area dell'euro, fra queste passività spiccano le garanzie governative fornite alle istituzioni finanziarie¹⁵⁾. Come indica la tavola 1, in molti paesi dell'area dell'euro le passività potenziali accumulate dalle amministrazioni pubbliche in relazione alle garanzie a favore del settore bancario sono consistenti e potrebbero aumentare ulteriormente fino a raggiungere, o addirittura superare, massimali più elevati. Altre passività potenziali registrate nell'ambito del meccanismo di risoluzione della crisi del debito sovrano sono connesse agli impegni transfrontalieri. Tra questi si annoverano le garanzie fornite nel quadro della European Financial Stability Facility (EFSF) o, successivamente, dello European Stability Mechanism (ESM)¹⁶⁾. Finora non è stato adottato alcun approccio coerente all'analisi della sostenibilità del debito per tenere conto in maniera sistematica delle passività potenziali. Un recente esercizio condotto dalla Commissione europea, ad esempio, ha previsto la stima delle probabilità di insolvenza delle banche e ha compreso nella valutazione della sostenibilità l'onere stimato per i conti pubblici derivante dalle insolvenze¹⁷⁾. Un altro approccio potrebbe consistere nel correggere esplicitamente la componente del raccordo disavanzo-debito in considerazione dei risultati dell'esercizio di ricapitalizzazione condotto dall'Autorità bancaria europea¹⁸⁾.

Le passività implicite riguardano prevalentemente i diritti a prestazioni la cui erogazione sarà dovuta in futuro, come per le pensioni e altre voci di spesa pubblica relative all'evoluzione demografica. Le pressioni sui costi a tale riguardo potrebbero però modificare le valutazioni della sostenibilità a medio termine: benché in molti paesi dell'area dell'euro la maggior parte degli incrementi dei costi dovuti all'invecchiamento demografico si concretizzerà solamente dopo il

2020, tener conto dei minori incrementi registrabili fino ad allora potrebbe rendere insostenibili dinamiche del debito altrimenti sostenibili. L'inclusione sistematica di questi costi nelle analisi della sostenibilità del debito a medio termine costituirebbe quindi un prezioso ampliamento delle valutazioni¹⁹⁾. Come si evince dal diagramma b) della figura 3, per l'area dell'euro l'inserimento di queste passività nello scenario di risanamento precedentemente descritto (nell'ipotesi che non sia adottata alcuna misura compensativa) comporterebbe per il debito pubblico una traiettoria più elevata, sebbene ancora in calo.

Gli altri obblighi fuori bilancio fanno riferimento a soggetti che non rientrano nella definizione statistica di amministrazioni pubbliche, ma i cui obblighi possono comportare maggiore spesa pubblica e riguardano, ad esempio, le imprese pubbliche. L'importanza di queste passività è venuta alla ribalta, ad esempio, con i recenti andamenti dei conti pubblici in

15) Mentre le iniezioni di capitale dei governi a favore delle banche sono associate a un aumento immediato del debito delle Amministrazioni pubbliche, per le garanzie governative questo vale solo quando sono impiegate. Per una distinzione, cfr. il riquadro 1 dal titolo *The statistical recording of public interventions to support the financial sector* (di J. Catz e H. Maurer) in Van Riet, A. (a cura di), *Euro area fiscal policies and the crisis*, Occasional Paper della BCE, n. 109, aprile 2010.

16) Il trattamento dei prestiti concessi dall'EFSF e dall'ESM è diverso. Quando si ricorre all'EFSF e questa eroga prestiti, sul bilancio dei paesi che stanziano garanzie si ha un impatto proporzionale allo schema modificato di contribuzione nell'ambito dell'EFSF. Quando l'EFSF raccoglie fondi sul mercato per conto dei governi dell'area dell'euro per erogare prestiti ai paesi dell'area dell'euro in gravi difficoltà, queste operazioni di prestito vengono riallocate nei conti degli Stati membri garanti. Nel caso dell'ESM, la concessione di prestiti non inciderà sul livello di debito pubblico di questi Stati membri. Tuttavia, se gli Stati membri garanti finanziano mediante indebitamento la propria quota di capitale versato dell'ESM, il loro debito pubblico ne risulterà accresciuto.

17) Cfr. il capitolo *Debt sustainability in the EU* in "Public finances in EMU – 2011", *European Economy* 3, Bruxelles, settembre 2011.

18) Cfr. *Financial Stability Review*, BCE, Francoforte sul Meno, dicembre 2011.

19) Per consultare le proiezioni a lungo termine della spesa insita nell'andamento demografico per il periodo 2008-2060, cfr. "The 2009 ageing report – Economic and budgetary projections for the 27 EU Member States (2008-60)", *European Economy* 2, Bruxelles, 2009. I dati di questo rapporto sono stati incorporati nelle proiezioni per la sostenibilità a lungo termine fornite in "Sustainability Report 2009", *European Economy* 9, Bruxelles, 2009.

Tavola I Misure che incidono sulle passività potenziali delle Amministrazioni pubbliche nel periodo 2008-2011

	Impegni modificati di garanzia nell'ambito dell'EFSF ¹⁾		Schema modificato di contribuzione nell'ambito dell'EFSF ¹⁾ (quote in percentuale)	Garanzie governative al settore bancario (impatto netto cumulato sul debito delle amministrazioni pubbliche in percentuale del PIL) 2008-2011
	milioni di euro	in percentuale del PIL del 2011		
Belgio	27.032	7,30	3,72	12,7
Germania	211.046	8,22	29,07	3,0
Estonia	1.995	12,46	0,27	0,0
Irlanda	-	-	0,00	42,8
Grecia	-	-	0,00	25,8
Spagna	92.544	8,61	12,75	6,2
Francia	158.488	7,97	21,83	3,1
Italia	139.268	8,78	19,18	2,7
Cipro	1.526	8,51	0,21	15,7
Lussemburgo	1.947	4,66	0,27	3,2
Malta	704	10,91	0,10	0,0
Paesi Bassi	44.446	7,32	6,12	6,1
Austria	21.639	7,19	2,99	5,7
Portogallo	-	-	0,00	9,0
Slovenia	3.664	10,23	0,51	4,4
Slovacchia	7.728	11,05	1,06	0,0
Finlandia	13.974	7,34	1,92	0,0
Totale	726.000	7,71	100,00	5,2

Fonti: SEBC ed EFSF.

1) Lo schema modificato di contribuzione tiene conto della sospensione (*stepping out*) di Grecia, Irlanda e Portogallo come garanti.

Portogallo: nel periodo 2007-2010 il rapporto debito/PIL ha dovuto essere rivisto al rialzo di quasi 7 punti percentuali del PIL per effetto della riclassificazione di tre imprese statali di trasporto dal più ampio “settore pubblico” a quello più ristretto di “amministrazioni pubbliche”.

In prospettiva, anziché soltanto con un approccio *ad hoc*, occorre che una valutazione prudente dei rischi per la sostenibilità del debito tenga sistematicamente conto delle passività potenziali e implicite nonché delle altre passività fuori bilancio.

5 APPROCCI ALLA VALUTAZIONE DELLA SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO BASATI SU MODELLI

Un altro svantaggio dell'analisi convenzionale della sostenibilità del debito è che l'equazione

tradizionale di accumulazione del debito, essendo un semplice esercizio di contabilità, non coglie le interdipendenze tra le variabili che determinano la sostenibilità del debito. La presente sezione esamina brevemente gli approcci disponibili in letteratura per meglio tener conto dell'interazione tra le principali variabili cui va ricondotta la dinamica del debito.

L'INTRODUZIONE DELLE INTERAZIONI NELL'ANALISI CONVENZIONALE DELLA SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO

Mentre l'equazione standard dell'accumulazione del debito astrae dalle interazioni tra le sue principali determinanti (crescita del PIL, tassi di interesse e saldi primari), l'evidenza empirica indica l'esistenza di relazioni tra tali variabili. Ad esempio, alcuni riscontri empirici mostrano che i saldi primari sono sensibili alle variazioni del rapporto debito/PIL, quanto meno oltre una determinata soglia del debito. Ciò indica che i governi tendono a reagire a un indebitamento

crescente con politiche di risanamento dei conti pubblici²⁰). Altre evidenze empiriche hanno riscontrato che la crescita è ostacolata in presenza di livelli elevati di debito. Alcune analisi suggeriscono che, se il rapporto debito/PIL aumenta oltre una determinata soglia (spesso stimata al 90 per cento circa), la crescita ne risente negativamente²¹). Secondo tali studi, i principali canali attraverso i quali il debito pubblico influirebbe sulla crescita sono l'accumulazione di capitale pubblico e privato. Analogamente, vari studi empirici per l'area dell'euro hanno rilevato che rapporti elevati debito/PIL possono concorrere all'aumento dei differenziali di rendimento sulle obbligazioni sovrane e, in ultima istanza, a più elevati tassi di interesse a lungo termine sul debito sovrano²²).

La figura 4 mostra alcuni risultati preliminari che tengono conto di tali interdipendenze nell'area dell'euro. Essi derivano dai coefficienti stimati delle interdipendenze tra crescita del PIL, tassi di interesse e saldi primari in un approccio *panel* a equazioni simultanee, in cui ciascuna variabile che determina l'accumulazione del debito dipende dalle altre variabili esplicative del sistema. I coefficienti ottenuti, che misurano l'entità delle interdipendenze tra le variabili esplicative, sono poi incorporati nell'equazione di accumulazione del debito. Per l'aggregato dell'area dell'euro, i risultati mostrano che, quando si considerano tali interdipendenze (cfr. lo scenario "endogenizzato" nella figura 4), il risanamento dei conti pubblici in un periodo di debito elevato determinerebbe un'inclinazione più accentuata dell'andamento discendente del rapporto debito/PIL rispetto allo scenario di base (standardizzato). Questo risultato riflette il fatto che, in presenza di rapporti debito/PIL elevati, il risanamento dei conti pubblici volto a ridurre il rapporto debito/PIL tende a ridurre i tassi di interesse a lungo termine e a sostenere la crescita. Questo effetto tende a diminuire a livelli più bassi di rapporto debito/PIL, per i quali un andamento ambizioso di saldo di bilancio è associato a tassi di crescita del PIL più bassi²³).

I vantaggi di questo approccio discendono dal fatto che esso è in grado di tenere conto del-

Figura 4 Analisi di sensitività con riequilibrio endogeno di bilancio nell'area dell'euro per il periodo 2010-2020

(rapporto debito pubblico/PIL; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Nota: per una spiegazione dello scenario standard e di quello "endogenizzato" cfr. il testo principale.

- 20) Cfr., per esempio, Bohn, H., "The Behavior of U.S. Public Debt and Deficits", *The Quarterly Journal of Economics*, n. 113(3), agosto 1998, pp. 949-963, nonché il riquadro *La dinamica del debito pubblico e del saldo di bilancio primario negli Stati membri dell'UE* nel numero di marzo 2011 di questo Bollettino. Altre evidenze disponibili indicano che i governi tendono ad aumentare il carico impositivo sul lavoro in risposta all'aumento del debito pubblico e ancora più in risposta all'incremento della spesa per interessi: per maggiori dettagli, cfr. Holm-Hadulla, F., N. Leiner-Killingger e M. Slavik, *The response of labour taxation to changes in government debt*, Working Paper della BCE, n. 1307, marzo 2011.
- 21) Per ulteriori dettagli, cfr. Reinhart, C. e K. Rogoff, *Growth in a Time of Debt*, Working Paper dell'NBER, n. 15639, gennaio 2010; Kumar, M. e J. Woo, *Public Debt and Growth*, Working Paper dell'FMI, n. 10/174, Washington DC, luglio 2010; nonché Checherita-Westphal, C. e P. Rother, *The impact of high and growing government debt on economic growth: an empirical investigation for the euro area*, Working Paper della BCE, n. 1237, Francoforte sul Meno, agosto 2010.
- 22) Cfr. Codogno, L., C. Favero e A. Missale, "Yield spreads on EMU government bonds", *Economic Policy*, vol. 18, n. 37, ottobre 2003; Ardagna, S., F. Caselli e T. Lane, *Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service: Some Estimates for OECD Countries*, Working Paper dell'NBER, n. 10788, settembre 2004; Attinasi, M.G., C. Checherita-Westphal e C. Nickel, *What explains the surge in euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-09?*, Working Paper della BCE, n. 1131, Francoforte sul Meno, dicembre 2009; nonché Schuknecht, L., J. Von Hagen e G. Wolswijk, *Government bond risk premiums in the EU revisited: the impact of the financial crisis*, Working Paper della BCE, n. 1152, Francoforte sul Meno, febbraio 2010.

le interdipendenze tra i fattori determinanti la dinamica del debito nell'ambito di uno scenario di base deterministico che gli esperti possono modificare come ritengono opportuno. Nell'ambito di un approccio *panel* per un ampio insieme di paesi i coefficienti riflettono tuttavia solo l'impatto medio per l'aggregato dell'area dell'euro; un'estensione utile di questo modello sarebbe l'istituzione di modelli specifici per paese, ad esempio di autoregressione vettoriale.

Un altro filone di ricerca in relazione all'ampliamento dell'analisi della sostenibilità del debito comprende modelli strutturali/dinamici stocastici di equilibrio generale (*dynamic stochastic general equilibrium*, DSGE), in cui si possono formulare previsioni per il rapporto debito/PIL prendendo in considerazione (quanto meno in certa misura) l'interdipendenza tra i termini dell'equazione di accumulazione del debito in un quadro di equilibrio generale. Sulla base di varianti del modello QUEST della Commissione europea, tale analisi è stata utilizzata in maniera selettiva in simulazioni alternative del debito per i paesi dell'UE beneficiari di programmi di assistenza finanziaria²⁴⁾.

APPROCCI STOCASTICI CHE TENGONO CONTO DELL'INCERTEZZA

Come ha dimostrato la precedente valutazione dell'analisi tradizionale della sostenibilità del debito, è necessaria un'analisi dei rischi notevolmente affinata in grado di tener conto del grado elevato di incertezza che caratterizza le traiettorie del debito a medio termine, le quali non possono essere colte da semplici *bound test* in quanto questi sono circoscritti per numero. In detto contesto, tale analisi dovrebbe tenere in considerazione sia la correlazione degli shock sia le risposte di bilancio a tali shock sulla base delle evidenze storiche delle interdipendenze tra determinanti del debito. Ciò estenderebbe la gamma di scenari possibili e, quindi, rafforzerebbe l'analisi di sensitività. Un approccio per far fronte a questi timori è quello del *fan chart*²⁵⁾. Questa metodologia si propone di migliorare la comprensione dei rischi e della relativa entità che caratterizzano la dinamica del debito a medio termine, riconoscendo quindi esplicitamente

la natura probabilistica degli esercizi di analisi della sostenibilità del debito. Nell'ambito di questo approccio, lo scenario di riferimento (di base) corrisponde allo scenario mediano. L'entità dei rischi associati a questo scenario è illustrata in *fan chart*, figure che riportano le bande di confidenza per vari gradi di incertezza attorno alla mediana. Gli intervalli di confidenza sarebbero più ampi per i paesi in cui l'incertezza circa l'evoluzione del debito a medio termine è più elevata rispetto ai paesi con un rischio più contenuto per la sostenibilità del debito. Nella stessa ottica, tali figure consentono di quantificare la probabilità che il rapporto debito/PIL risulti superiore o inferiore a un determinato valore.

Il principale vantaggio di questo approccio risiede nel fatto che i rischi per il debito pubblico possono essere quantificati e quindi valutati meglio. A tale riguardo, un simile approccio con prove di stress sarebbe molto proficuo in una prospettiva di politica economica. Nondimeno, ciò va ponderato a fronte delle limitazioni comuni a tutti gli approcci basati su modelli, ossia che i risultati non sono sempre di facile interpretazione e dipendono da relazioni storiche.

- 23) Occorre notare che questa specifica non segue direttamente l'approccio comune nella letteratura sul moltiplicatore di bilancio (che, tra l'altro, richiederebbe per lo shock di bilancio misure diverse dalle variazioni del rapporto tra saldo primario e PIL). Per contro, la regressione si propone di cogliere le regolarità fondamentali tra le variabili dell'equazione dell'accumulazione del debito, che dal lato della finanza pubblica comprende il rapporto tra saldo primario e PIL anziché le consuete variabili usate per misurare l'impulso di bilancio (come la variazione del saldo strutturale). Giova altresì osservare che le stime sono basate su un approccio di tipo *panel* che non considera le interdipendenze transnazionali tra le determinanti interessate della dinamica del debito; un'estensione interessante dell'analisi consisterebbe nel cogliere tali interdipendenze che possono risultare, ad esempio, dall'influenza che variazioni dell'orientamento della politica di bilancio in un paese esercitano sugli andamenti economici in altri paesi dell'area dell'euro.
- 24) Una panoramica dell'approccio basato su modelli è riportata nel capitolo intitolato *Debt sustainability in the EU* in "Public finances in EMU – 2011", *European Economy* 3, Bruxelles, settembre 2011.
- 25) Cfr. Celasun, O., X. Debrun e J.D. Ostry, *Primary Surplus Behavior and Risks to Fiscal Sustainability in Emerging Market Countries: A "Fan-Chart" Approach*, Working Paper dell'FMI, n. WP/06/67, Washington DC, marzo 2006.

PROSPETTIVE DI BILANCIO A LUNGO TERMINE SULLA BASE DI MODELLI CHE UTILIZZANO MICRODATI

Per un'analisi più attendibile della sostenibilità del debito sarebbe auspicabile in genere una valutazione più approfondita dei rischi specifici per paese. Un esempio di analisi esaustiva è costituito dalle prospettive di bilancio a lungo termine elaborate ogni anno dal Congressional Budget Office degli Stati Uniti²⁶. Questo approfondito esame presenta proiezioni per ogni voce di entrata e spesa pubblica, sulla base di un'analisi mediante modelli che tiene conto delle relazioni economiche passate. In particolare, si prevede l'impatto di bilancio delle politiche in materia di trasferimenti utilizzando un modello fondato su microdati, che comprende complete simulazioni a lungo termine per la spesa connessa all'evoluzione demografica. Un altro esempio di articolate prospettive di bilancio a lungo termine è rappresentato dal rapporto sulla sostenibilità delle finanze pubbliche (*Fiscal Sustainability Report*) pubblicato dall'Office for Budget Responsibility del Regno Unito²⁷.

Nel complesso, tali analisi presentano chiari vantaggi quanto al livello di dettaglio e alla specificità per paese. Benché un approccio così approfondito sia necessario, in linea di principio, per una valutazione attendibile, la sua applicazione per la sorveglianza transnazionale dei rischi per la sostenibilità è difficile da attuare, a causa dell'elevata intensità di dati e delle notevoli risorse di monitoraggio che sono necessarie per questo approccio.

6 IL MIGLIORAMENTO DEI MECCANISMI DI ALLARME PREVENTIVO PER LE TENSIONI DI BILANCIO

Le precedenti considerazioni sull'ampliamento della portata dell'analisi della sostenibilità del debito mostrano che, necessariamente, vi è un considerevole grado di incertezza nel medio periodo. Inoltre, anche i governi per i quali detta analisi indica che la sostenibilità nel lungo periodo è assicurata potrebbero incorrere nel più breve termine in difficoltà nel rifinanziare le

passività in essere in condizioni di mercato avverse. Risulta quindi della massima importanza affiancare alle valutazioni sulla sostenibilità del debito il monitoraggio dei rischi a breve termine per i conti pubblici e l'istituzione di sistemi di allarme preventivo delle tensioni di bilancio.

RISCHI DI LIQUIDITÀ A BREVE TERMINE

Una valutazione dei rischi di liquidità a breve termine, compreso il fabbisogno di rifinanziamento a breve termine, tiene conto del fatto che la composizione del debito pubblico in termini di scadenza, soggetto detentore e valuta di denominazione possono avere un'influenza diretta sulla vulnerabilità insita nella sostenibilità del debito a un clima di fiducia negativo e a effetti di propagazione avversi²⁸. In genere, i paesi con una notevole quota di debito in scadenza nel breve termine sono particolarmente vulnerabili a improvvise variazioni dei tassi di interesse e del clima di mercato. La figura 5, che riporta la stima delle necessità di rifinanziamento dei debiti sovrani dei paesi dell'area dell'euro, indica nel 2012 un fabbisogno di rifinanziamento pubblico particolarmente rilevante pari o superiore al 20 per cento del PIL per Grecia e Cipro (che necessitano solo in parte di un finanziamento sul mercato) nonché per Belgio, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi e Portogallo.

STIMA DEI LIMITI DEL DEBITO

Per quanto concerne le valutazioni prospettiche per individuare tensioni di bilancio, un altro approccio consiste nello stimare un valore soglia critico del debito sulla base della reazione dei conti pubblici nazionali all'aumento del debito stesso in passato. Sulla base di questo livello critico di debito specifico per paese è possibile quindi calcolare, rispetto al livello corrente di debito, il rimanente margine di bilancio (*fiscal space*), ossia l'aumento aggiuntivo di debito

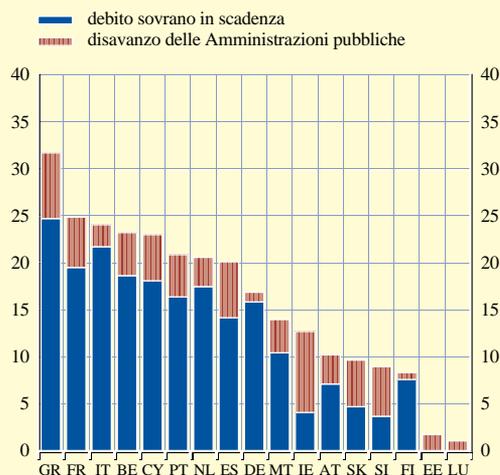
26) Cfr. Congressional Budget Office del Congresso degli Stati Uniti, *CBO's 2011 Long-Term Budget Outlook*, Stati Uniti, giugno 2011.

27) Cfr. Office for Budget Responsibility, *Fiscal sustainability report*, Regno Unito, luglio 2011.

28) Cfr., ad esempio, Hartwig Lojusch, D., M. Rodríguez Vives e M. Slavík, *The size and composition of government debt in the euro area*, Occasional Paper della BCE, n. 132, Francoforte sul Meno, ottobre 2011.

Figura 5 Fabbisogno di finanziamento stimato per il debito sovrano nell'area dell'euro nel 2012

(in percentuale del PIL; fine gennaio 2012)



Fonti: previsioni economiche dell'autunno 2011 della Commissione europea, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: il fabbisogno di finanziamento lordo per il 2012 consiste in stime ampie costituite dal rimborso del debito in scadenza e dal disavanzo pubblico (ipotizzando l'assenza di ulteriori operazioni finanziarie *below the line*). Le stime sono soggette ai seguenti motivi di cautela. Innanzitutto, tengono conto unicamente dei rimborsi dei titoli, mentre i prestiti in scadenza non sono compresi a causa della mancanza di dati (il che può comportare una stima per difetto). In secondo luogo, alcuni titoli pubblici non rientrano nella definizione SEC di debito delle Amministrazioni pubbliche (determinando potenzialmente una stima per eccesso). Tuttavia, per fornire stime più accurate in relazione a Cipro non sono considerate nella figura le obbligazioni con finalità speciale emesse per 2,2 miliardi di euro (12% del PIL) allo scopo di accrescere la liquidità nel settore bancario. Queste obbligazioni scadranno nel novembre 2012 e ci si attende che siano rimborsate dalle banche senza essere rinnovate dal governo. In terzo luogo, le stime non tengono conto del fatto che alcuni titoli di Stato in scadenza sono detenuti all'interno del settore delle amministrazioni pubbliche. Infine, dal momento che alcune informazioni non sono ancora disponibili, nei dati del 2012 non rientra il fabbisogno di rifinanziamento relativo ai titoli di debito a breve termine emessi dopo il gennaio 2012.

pubblico prima di raggiungere la soglia critica. Questo metodo consente quindi un'individuazione iniziale dell'entità dei margini di sicurezza e dei vari gradi di vulnerabilità nei confronti di shock che interessino il bilancio pubblico²⁹⁾.

MECCANISMI DI ALLARME PREVENTIVO PER LE TENSIONI DI BILANCIO

Infine, i sistemi di allarme preventivo per le tensioni di bilancio, basati sui modelli esistenti di sistemi di allarme preventivo per le crisi valutarie e bancarie³⁰⁾, utilizzano dati storici relativi a episodi di crisi per individuare le variabili che hanno proprietà anticipatrici ai fini della segnalazione di crisi imminenti. L'attuale crisi finanziaria ha dimostrato che la sostenibilità dei conti

pubblici è messa a repentaglio sia da veri e propri squilibri di bilancio sia da squilibri nel settore privato che, una volta esplicitatisi, possono avere un notevole impatto negativo sui bilanci del settore pubblico. L'approccio metodologico dominante alla valutazione di tali rischi è "l'approccio di segnalazione". Questo cerca di individuare le soglie critiche per diversi indicatori riducendo al minimo le previsioni errate di crisi e di assenza di crisi. Un approccio alternativo consiste nei modelli logit/probit multivariati, che presentano il vantaggio di cogliere l'interazione tra diverse variabili in grado di prevedere crisi.

Per un gran numero di economie avanzate, in genere, gli studi in materia indicano che gli indicatori finanziari hanno un potere previsivo maggiore per le tensioni di bilancio rispetto alle variabili dei conti pubblici³¹⁾. Il fattore decisivo in tutti questi approcci è il modo in cui le crisi e le tensioni di bilancio sono definite³²⁾. Le analisi recenti applicano una definizione che copre solo le tensioni di bilancio particolarmente gravi (tra cui eventi come l'insolvenza del debito pubblico, un programma di sostegno dell'FMI su vasta scala o tassi di inflazione annua superiori al 35 per cento). Per giungere a risultati significativi, però, sarebbero necessari vari affinamenti agli approcci attuali, tra cui l'ampliamento della definizione delle tensioni di bilancio e il miglioramento della metodologia statistica e della serie di dati utilizzata.

29) Cfr., ad esempio, Ostry, J.D., A.R. Ghosh, J.I. Kim e M.S. Qureshi, *Fiscal Space*, Staff Position Note dell'FMI, n. SPN/10/11, Washington DC, settembre 2010.

30) Cfr. Alessi, L. e C. Detken, *'Real time' early warning indicators for costly asset price boom/bust cycles: a role for global liquidity*, Working Paper della BCE, n. 1039, Francoforte sul Meno, marzo 2009.

31) Cfr. Baldacci, E., I. Petrova, N. Belhocine, G. Dobrescu e S. Mazraani, *Assessing Fiscal Stress*, Working Paper dell'FMI, n. WP/11/100, Washington DC, maggio 2011, oppure cfr. il capitolo *Debt sustainability in the EU* in "Public finances in EMU – 2011", *European Economy* 3, Bruxelles, settembre 2011.

32) Gli eventi di tensione di bilancio corrispondono a episodi di crisi che comprendono casi di insolvenza o quasi insolvenza del debito pubblico, nonché un grave deterioramento delle prospettive relative ai rischi di insolvenza tale da comportare rischi per la sostenibilità dei conti pubblici, secondo la definizione riportata in Baldacci, E., I. Petrova, N. Belhocine, G. Dobrescu e S. Mazraani, *Assessing Fiscal Stress*, Working Paper dell'FMI, n. WP/11/100, Washington DC, maggio 2011.

7 CONCLUSIONI

La disamina precedente ha dimostrato che l'analisi convenzionale della sostenibilità del debito può fungere da utile punto di riferimento per valutare i rischi per la sostenibilità del debito nel medio periodo. È anche un valido strumento per misurare l'esigenza di risanamento in determinate condizioni economiche (fisse) e fornisce un punto di riferimento a fronte del quale valutare se gli impegni delle politiche di bilancio sono coerenti con la sostenibilità del debito. L'analisi convenzionale della sostenibilità del debito presenta tuttavia vari limiti, che devono essere rispecchiati nell'ambito della valutazione e nell'attività di comunicazione. L'analisi della sostenibilità del debito è un semplice esercizio contabile che dipende fortemente dal giudizio individuale dei rischi, riflesso dalla scelta dello scenario di base e dalle prove di sensibilità. Inoltre, le definizioni sottostanti alla sostenibilità del debito (ossia la stabilizzazione del debito pubblico) sono indicatori alquanto imperfetti poiché presumono che il governo sarà in grado di rifinanziare le obbligazioni in essere in qualunque situazione di mercato. L'attuale crisi finanziaria, tuttavia, ha dimostrato che il rischio di liquidità è un fattore importante da non trascurare. Pertanto, sarebbe necessaria un'interpretazione attenta e più prudente dell'analisi della sostenibilità del debito.

Quanto al modo in cui si possono migliorare gli strumenti volti a valutare la sostenibilità del debito, i limiti del quadro di analisi della sostenibilità del debito impongono un ampliamento dell'insieme di strumenti per le analisi condotte a tale proposito. È necessario un approccio più completo, che comprenda una valutazione approfondita più sistematica dei rischi specifici per paese. Occorrerebbe quindi effettuare il monitoraggio sistematico di un'ampia gamma di passività di bilancio, in sostituzione dell'attuale approccio *ad hoc* per tener conto di tali rischi. In prospettiva, andrebbero seguiti con attenzione anche i rischi per i conti pubblici derivanti dagli squilibri del settore privato e dalle interdipendenze fra paesi. Inoltre, si dovrebbe tenere in maggiore considerazione il comportamento

della finanza pubblica e dell'economia in risposta agli shock. Tuttavia, andrebbe riconosciuto e comunicato con chiarezza che qualsiasi ampliamento dell'analisi convenzionale della sostenibilità del debito dà luogo a un *trade-off* tra esaustività da un lato e trasparenza e semplicità dall'altro.

Infine, per quanto concerne le implicazioni per le politiche di bilancio nell'area dell'euro, neanche l'analisi più sofisticata della sostenibilità del debito è in grado di superare la diffusa incertezza che caratterizza le proiezioni di medio e lungo periodo. Ciò richiede un miglioramento dei meccanismi di allarme preventivo per le vulnerabilità di bilancio al fine di individuare in maniera tempestiva eventuali tensioni. Nondimeno, per loro stessa natura, anche tali strumenti tecnici saranno solo capaci di mettere in evidenza aspetti specifici dei rischi imminenti per le finanze pubbliche. I responsabili delle politiche economiche nell'area dell'euro, pertanto, devono assicurare che le finanze pubbliche dispongano in ogni momento di margini di sicurezza sufficienti e favorire al più presto una ripresa della crescita come presupposto essenziale per ridurre i rischi per la sostenibilità. I nuovi shock saranno diversi da quelli osservati in passato e potrebbero non offrire alle autorità la possibilità di adeguare le rispettive politiche in tempo reale.

Il contesto radicalmente mutato nei mercati finanziari mondiali in generale, e per il finanziamento del debito sovrano in particolare, impone un nuovo atteggiamento di prudenza in materia di bilancio nel prossimo futuro. I rapporti debito/PIL andrebbero quindi portati su livelli decisamente inferiori al 60 per cento. In molti paesi dell'area dell'euro, ciò richiederà altri notevoli sforzi di risanamento per un periodo di tempo prolungato. Benché vi siano chiaramente differenze rilevanti tra i vari paesi riguardo alla loro capacità di ottenere avanzi primari, molti paesi dell'area dell'euro sottoposti a tensioni di bilancio avranno bisogno di conseguire e mantenere a lungo avanzi primari pari o superiori al 4 per cento del PIL. In prospettiva, dovranno essere rigorosamente rispettati gli accordi raggiunti in seguito alle riunioni del Consiglio europeo

dell'8-9 dicembre 2011 e del 30 gennaio 2012 e firmati il 2 marzo, che prevedono l'impegno a istituire nell'ambito del nuovo Trattato sulla stabilità, il coordinamento e la *governance* nell'Unione economica e monetaria un nuovo patto di bilancio (*fiscal compact*) comprensivo di un "freno al debito" (*debt brake*)³³. Se pienamente attuati, essi costituiranno un importante progresso verso il rafforzamento della disciplina di bilancio, tale da innescare un circolo virtuoso

di minori rischi per la sostenibilità del debito e di maggiore fiducia dei mercati finanziari.

33) Gli accordi del Consiglio europeo dell'8-9 dicembre 2011 e del 30 gennaio 2012, firmati il 2 marzo, comprendono l'istituzione di un *fiscal compact*, che contempla una regola sul pareggio di bilancio formulata in termini strutturali nell'ambito di un trattato intergovernativo a livello europeo. Questo dovrebbe essere incorporato nella legislazione nazionale e abbinato a un meccanismo automatico di correzione in caso di deviazioni (freno al debito).

ARTICOLI

L'analisi
della sostenibilità
del debito pubblico
nell'area dell'euro



L'ANDAMENTO DEI PREZZI E DEI COSTI DURANTE LA RECESSIONE DEL 2008-2009

Al fine di valutare le prospettive per l'inflazione e i relativi rischi è importante comprendere la relazione che intercorre fra l'inflazione e il ciclo economico. Questo articolo considera in particolare gli andamenti durante la recessione del 2008-2009 ed esamina se la risposta dell'inflazione in quell'occasione sia stata in linea con l'esperienza storica. Esso mostra che il calo dell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC è stato molto vigoroso, soprattutto per effetto del crollo particolarmente pronunciato dei prezzi delle materie prime. Per converso, la reazione dell'inflazione al consumo al netto dei beni alimentari ed energetici è stata molto più contenuta, nonostante l'estrema gravità della recessione. Ne consegue una debole relazione con il grado di sottoimpiego della capacità produttiva, che appare riconducibile alla presenza nell'area dell'euro di rigidità nominali verso il basso che hanno impedito un aggiustamento maggiore dei salari in risposta alla recessione. In aggiunta, il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione, che riflette la credibilità della politica monetaria, ha contribuito a scongiurare l'insorgere di una spirale deflazionistica.

I INTRODUZIONE

La recessione che ha colpito l'economia dell'area dell'euro nel 2008-2009 non ha precedenti in termini di gravità: dal punto di massimo a quello di minimo, il PIL in termini reali è diminuito del 5,5 per cento, provocando un sostanziale ampliamento dell'*output gap*. A questo riguardo, non sorprende a prima vista che la recessione abbia coinciso con una riduzione relativamente marcata dell'inflazione dei prezzi al consumo, che ha visto il tasso di variazione sul periodo corrispondente dello IAPC calare dal 4 per cento circa di prima della recessione a un minimo di quasi il -1 per cento. A un esame più attento, tuttavia, emerge che gran parte di questo calo è stato causato dalle componenti alimentari ed energetiche dello IAPC, che tendono a risentire pesantemente degli sviluppi esterni. L'aggiustamento dell'inflazione armonizzata al netto di queste componenti, più direttamente riconducibile ai fattori interni di domanda e di costo, è stato invece molto più contenuto.

Alla luce di ciò, questo articolo esamina l'aggiustamento dei prezzi e dei costi durante la recente recessione, mettendolo a confronto con l'esperienza storica. Eventuali regolarità o specificità osservabili in relazione a tale aggiustamento potrebbero inoltre fornire elementi utili per le valutazioni prospettiche degli andamenti dell'inflazione, ad esempio contribuendo alla valutazione delle probabili dinamiche che l'inflazione assumerà in risposta al rallentamento della crescita del PIL reale osservato nel 2011.

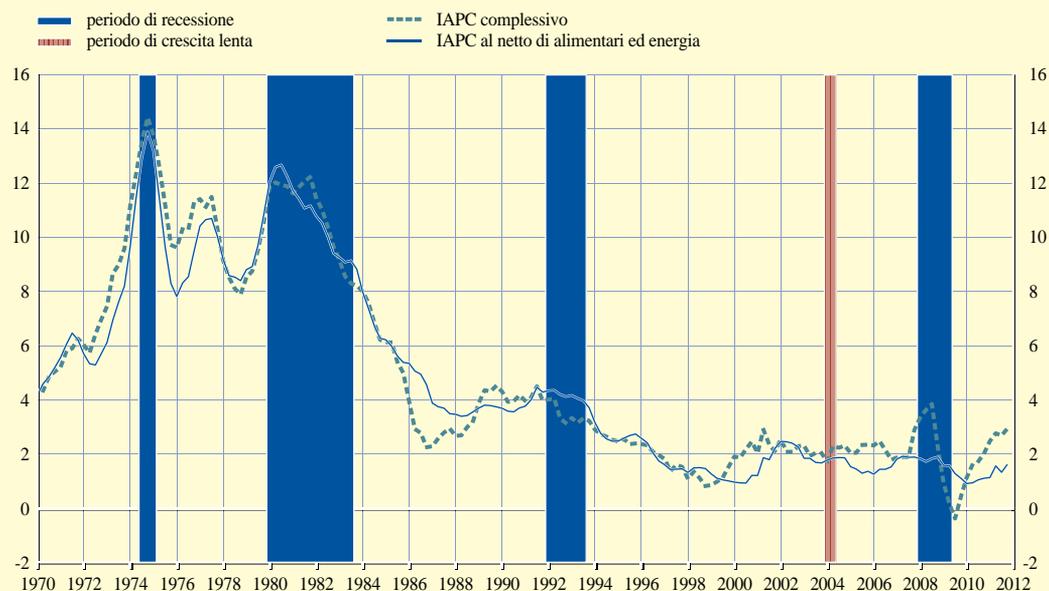
L'articolo è strutturato come segue. La sezione 2 si chiede se gli andamenti dell'inflazione armonizzata al consumo (sia complessiva, sia al netto di alimentari ed energia) all'epoca della recessione del 2008-2009 siano da considerarsi come eccezionali se confrontati con le recessioni precedenti. La sezione 3 esamina il contributo dei prezzi delle materie prime alla dinamica dello IAPC durante l'ultima recessione e cerca di capire perché tale contributo possa essere stato maggiore che nelle recessioni precedenti. La sezione 4 è dedicata alla relazione fra le componenti dell'inflazione che più risentono dei fattori interni (incluse nello IAPC al netto di alimentari ed energia) e il grado di sottoutilizzo della capacità produttiva, ed esamina il ruolo dei costi del lavoro e dei profitti nella correzione della dinamica dei prezzi. Infine, la sezione 5 conclude presentando alcune implicazioni per le attuali prospettive.

2 CONFRONTO FRA GLI ANDAMENTI DELL'INFLAZIONE DURANTE L'ULTIMA RECESSIONE E LE RECESSIONI PRECEDENTI

Il raffronto fra la correzione dell'inflazione durante la recessione del 2008-2009 e quelle precedenti risulta difficile per vari motivi. Esso dipende ad esempio dalla gravità e dalla durata della recessione, nonché verosimilmente dal fatto che una recessione sia determinata da fattori esterni piuttosto che interni e dalle politiche macroeconomiche vigenti o adottate

Figura 1 Inflazione armonizzata al consumo complessiva e al netto di alimentari ed energia

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati precedenti al 1996 sono stimati dalla BCE sulla base dei dati non armonizzati relativi agli IPC nazionali. Le date dei periodi di recessione/crescita lenta corrispondono a quelle determinate dal Centre for Economic Policy Research (cfr. nota 1 al testo).

all'epoca. La figura 1 mostra che gli andamenti dell'inflazione in prossimità delle recessioni sono stati in parte diversi¹⁾. I cali dell'inflazione registrati ad esempio a metà degli anni settanta e agli inizi degli anni ottanta hanno avuto luogo soltanto a recessione avviata. Durante la recessione degli anni ottanta, inoltre, il calo ha altresì coinciso con un processo disinflattivo di lungo corso indotto dalle politiche economiche, il che rende difficile isolare l'aggiustamento congiunturale da quello strutturale. In aggiunta, la recessione del 2008-2009 differisce dalle altre nella misura in cui l'inflazione al consumo armonizzata complessiva e quella al netto di alimentari ed energia hanno assunto dinamiche assai diverse: mentre l'inflazione complessiva è diminuita di 4,7 punti percentuali dal picco al minimo, quella di fondo è calata di appena 1,2 punti percentuali. Analogamente, durante il periodo successivo alla recessione (2010-11) l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC ha riacquisito vigore in misura molto maggiore rispetto a quella al netto dei beni alimentari ed energetici.

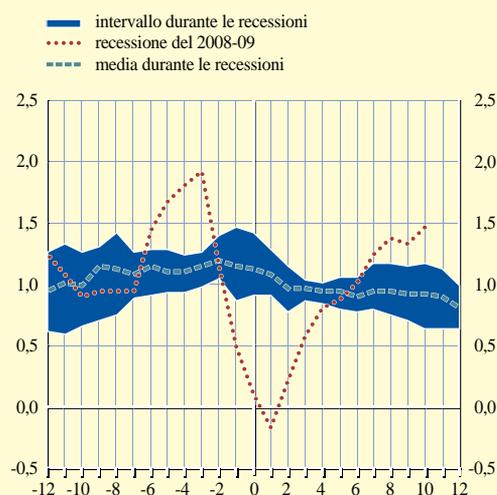
Per tenere conto dei livelli molto diversi dell'inflazione all'epoca delle recessioni degli ultimi quarant'anni, le figure 2 e 3 mostrano gli andamenti dell'inflazione normalizzati dividendoli per la media dell'inflazione all'epoca (nel periodo dai tre anni precedenti ai tre anni successivi il minimo della recessione). È evidente che i movimenti normalizzati dell'inflazione armonizzata al consumo complessiva durante la più recente recessione si discostano chiaramente dall'esperienza storica, mentre quelli al netto delle componenti alimentare ed energetica presentano un profilo maggiormente in linea con le recessioni precedenti.

Questo diverso andamento dell'inflazione solleva varie questioni. Da un lato, l'impatto dei prezzi delle materie prime su quelli dei beni di

1) Le date dei periodi di recessioni cui si fa riferimento in questo articolo sono quelle determinate dal Centre for Economic Policy Research. Si considera quindi che la recessione più recente sia iniziata nel primo trimestre del 2008 e sia terminata nel secondo trimestre del 2009. Il periodo dal primo al secondo trimestre del 2003 si connota come una pausa prolungata della crescita economica, anziché una vera e propria recessione.

Figura 2 Inflazione complessiva normalizzata nell'area dell'euro misurata sullo IAPC prima e dopo le recessioni

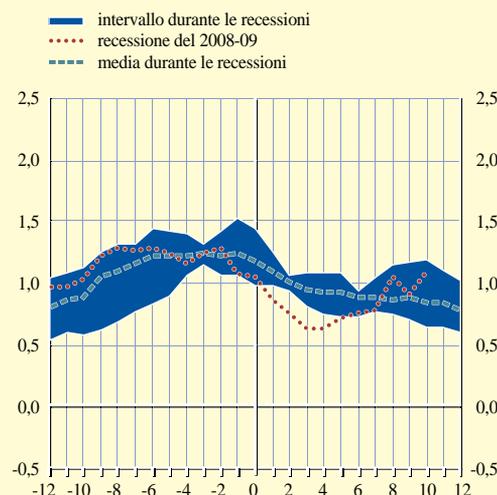
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente normalizzate)



Fonti: Eurostat, statistiche nazionali ed elaborazioni della BCE.
Note: la figura mostra la media e gli intervalli dei tassi di inflazione sul periodo corrispondente normalizzati per i 12 trimestri precedenti e successivi l'ultimo trimestre di ciascuna recessione (0 = 1° trim. 1975, 3° trim. 1982, 3° trim. 1993 e 2° trim. 2003). Per la recessione del 2008-2009, 0=2° trim. 2009. I valori sono stati normalizzati dividendoli per la media dell'inflazione negli intervalli della figura, ossia nei tre anni precedenti e successivi al punto di minimo toccato dal prodotto durante le recessioni. La media e gli intervalli non includono la recessione del 2008-2009. I dati precedenti al 1996 sono stimati dalla BCE sulla base dei dati non armonizzati relativi agli IPC nazionali.

Figura 3 Inflazione di fondo normalizzata nell'area dell'euro misurata sullo IAPC al netto di alimentari ed energia prima e dopo le recessioni

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente normalizzate)



Fonti: Eurostat, statistiche nazionali ed elaborazioni della BCE.
Nota: cfr. le note alla figura 2.

consumo alimentari ed energetici sembra esser stato più marcato che nelle recessioni precedenti, forse riflettendo il fatto che le forti variazioni dei prezzi delle materie prime hanno coinciso con oscillazioni particolarmente pronunciate del ciclo economico mondiale (cfr. sezione 3). Dall'altro lato, la reazione dello IAPC al netto di alimentari ed energia, seppure leggermente più vigorosa che in passato in termini normalizzati, è risultata relativamente contenuta considerato che la recente recessione è stata di gran lunga la più grave degli ultimi quarant'anni. Nel complesso, sembrerebbe quindi che l'aggiustamento dell'economia dell'area dell'euro vada ricondotto, in misura relativamente ampia, a correzioni delle quantità, ad esempio riduzioni nelle ore lavorate o nel numero di occupati, anziché dei prezzi, ad esempio un abbassamento dei costi salariali (cfr. sezione 4).

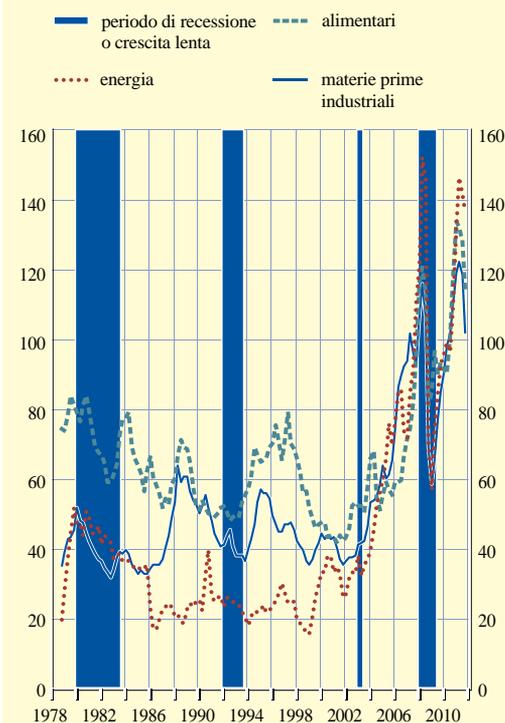
3 L'IMPATTO DEI PREZZI DELLE MATERIE PRIME DURANTE LA RECESSIONE DEL 2008-2009

Le variazioni dei prezzi delle materie prime producono un impatto diretto sulle componenti alimentare ed energetica dello IAPC, poiché le materie prime sono consumate direttamente o rappresentano un importante input nella produzione dei beni finali. Nel caso dell'energia, il petrolio greggio costituisce la base dei prodotti energetici raffinati, come i carburanti per il trasporto o il gasolio da riscaldamento. I prezzi del greggio esercitano inoltre un impatto considerevole sui prezzi del gas naturale e, in misura minore, su quelli dell'elettricità²⁾.

- 2) I corsi petroliferi incidono su quelli del gas naturale poiché quest'ultimo può in certi casi sostituirsi al petrolio, in particolare per la produzione di elettricità, e poiché molti contratti a lungo termine sul gas naturale sono indicizzati al prezzo del petrolio.

Figura 4 Andamento dei prezzi internazionali delle materie prime

(dollari USA; indice: 2010 = 100)



Fonti: BCE, Eurostat e HWWI.

Nota: le date dei periodi di recessione/crescita lenta corrispondono a quelle determinate dal Centre for Economic Policy Research (cfr. nota 1 al testo).

Per quanto riguarda gli alimentari, le materie prime alimentari, come per esempio il frumento, i semi da olio e lo zucchero, rappresentano un importante fattore di costo nella produzione dei beni di consumo alimentari trasformati,

mentre le materie prime come le carni influiscono direttamente sulla componente degli alimentari non trasformati³⁾.

Nel tempo questi impatti diretti possono variare in termini di intensità, e ciò per due motivi: 1) la diversa entità delle oscillazioni dei prezzi stessi delle materie prime; 2) la diversa intensità della trasmissione delle variazioni di tali prezzi ai prezzi al consumo. La figura 4 mostra che i corsi internazionali delle materie prime hanno subito oscillazioni storicamente assai pronunciate nella seconda metà degli anni duemila. Per quanto riguarda la recente recessione, la successione di un'impennata generalizzata dei prezzi prima della recessione, un calo generalizzato durante la recessione e un recupero anch'esso generalizzato dopo la recessione ha coinciso con le ampie oscillazioni del ciclo economico mondiale e, in particolare, con gli sviluppi nelle economie emergenti, la cui importanza in qualità di utilizzatori e consumatori di materie prime è andata aumentando (cfr. il riquadro 1 per un raffronto fra le dinamiche recenti e quelle storiche degli andamenti dei corsi petroliferi). Durante i rialzi del 2008 e del 2011 l'impatto dell'oscillazione dei prezzi internazionali delle materie prime in termini di dollari USA sull'inflazione nell'area dell'euro è stato in parte attutito dall'apprezzamento della moneta unica nei confronti di quella statunitense.

3) Varie materie prime, come il frumento, i germogli di soia e l'avena, sono inoltre utilizzati come mangime per animali e, per questo motivo, influiscono altresì sulla componente degli alimentari non trasformati per il tramite di quella delle carni.

Riquadro 1

ANDAMENTI DEI CORSI PETROLIFERI DURANTE LA RECESSIONE DEL 2008-2009

Durante la recessione mondiale del 2008-2009 il prezzo del petrolio greggio di qualità Brent è crollato da circa 150 dollari USA al barile a metà 2008 a 40 dollari al barile alla fine del 2009. Questa flessione del 70 per cento circa ha segnato un'inversione della pronunciata tendenza rialzista dei corsi petroliferi iniziata nei primi anni duemila. Con i primi segnali di ripresa dell'attività mondiale, inoltre, le quotazioni del greggio hanno ripreso a salire. In questo riquadro si esamina la natura di questi bruschi movimenti recenti dei prezzi petroliferi alla luce di passati episodi analoghi.

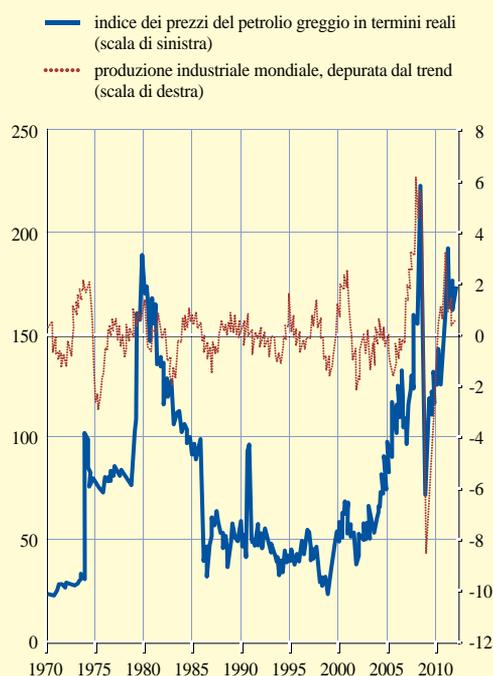
I precedenti storici di variazioni pronunciate dei prezzi del petrolio

In una prospettiva storica il recente episodio di rapida crescita e calo dei corsi petroliferi appare senza precedenti in termini sia di velocità sia di entità delle oscillazioni (cfr. figura A). Sebbene vi siano stati episodi di aumenti più rapidi, ad esempio successivamente alla guerra dello Yom Kippur nel 1973, o di cali più pronunciati (ma più lenti), come negli anni ottanta, l'episodio più recente si distingue per la marcata pendenza della traiettoria sia ascendente sia discendente delle quotazioni. Inoltre, diversamente dall'ultimo episodio, tutti gli analoghi episodi del passato sono direttamente riconducibili a drammatici sviluppi geopolitici collegati a conflitti nel Medio Oriente, ad esempio l'embargo imposto dall'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC) nel 1973 o la rivoluzione iraniana del 1979.

Più specificamente, le principali determinanti delle rapide oscillazioni dei corsi petroliferi sino agli ultimi anni novanta sono da ricercare negli shock dal lato dell'offerta. Si può pertanto affermare che le variazioni dei prezzi del greggio sono state tendenzialmente determinanti del ciclo economico, anziché esserne la conseguenza. Ciò emerge nella figura A, che mostra gli andamenti delle quotazioni petrolifere in termini reali e della componente ciclica della produzione industriale mondiale a partire dal gennaio del 1970¹⁾. I prezzi del petrolio sono a esempio più che triplicati a seguito della drastica riduzione dell'offerta ad opera dell'OPEC nel novembre 1973, stimata nell'ordine del 7,5 per cento della produzione mondiale dell'epoca²⁾. A causa della mancanza di fonti alternative di approvvigionamento e dell'alta intensità di petrolio dell'economia mondiale, si innescò allora una grave recessione. Analogamente, anche lo shock petrolifero del 1979 indusse una recessione economica. Il protratto andamento ribassista successivamente segnato dai prezzi del petrolio, tuttavia, non sembra essersi associato all'evoluzione dell'attività economica, e sarebbe anzi dovuto principalmente all'offerta di petrolio, in particolare alla rapida espansione della produzione da parte dei paesi non appartenenti all'OPEC, per i

Figura A Prezzi del petrolio greggio in termini reali e attività economica mondiale

(indici: 2005 = 100; dati mensili)



Fonti: FMI, Bureau of Labor Statistics degli Stati Uniti, Haver Analytics ed elaborazioni della BCE.

Note: l'indice dei prezzi del petrolio è una media degli indici dei prezzi delle qualità Dubai, Brent e WTI deflazionata in base all'indice dei prezzi al consumo statunitense ed espressa in termini di dollari USA del 2005 (l'ultima rilevazione si riferisce a gennaio 2012). La produzione industriale mondiale è al netto delle costruzioni e si riferisce ai paesi OCSE, più i sei maggiori paesi non appartenenti all'OCSE. È depurata dal trend utilizzando un filtro di Hodrick-Prescott (l'ultima rilevazione si riferisce a novembre 2011).

1) Al fine di rilevare chiaramente gli andamenti dell'attività internazionale collegati al ciclo economico, nonché permettere un confronto di tali andamenti fra i diversi cicli economici, la figura A presenta una misura della produzione industriale mondiale (al netto delle costruzioni) depurata dal trend.

2) Cfr. Hamilton, J.D., "Historical Oil Shocks", in Whaples, R. e Parker, R. (ed.), *Major Events in Economic History*, Routledge, pubblicazione prevista nel 2013. L'articolo è consultabile anche all'indirizzo [http://dss.ucsd.edu/~jhamilto/oil history.pdf](http://dss.ucsd.edu/~jhamilto/oil%20history.pdf)

quali lo sfruttamento di giacimenti esistenti e nuovi era diventato d'un tratto economicamente percorribile grazie all'aumento dei corsi petroliferi a metà degli anni settanta (cfr. figura B).

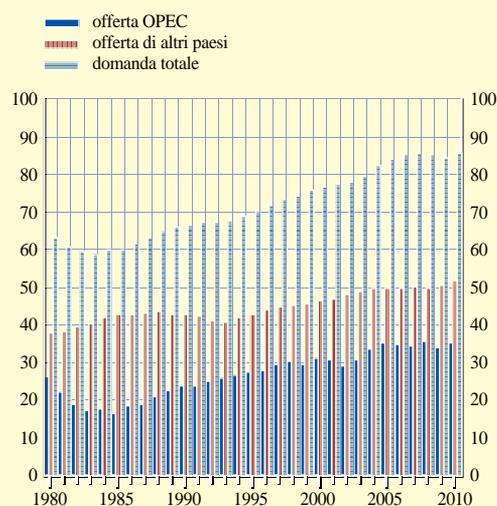
La mutata natura delle variazioni dei corsi petroliferi

La generale stabilità dei prezzi del petrolio fino agli ultimi anni novanta si deve principalmente alla crescita relativamente costante e affidabile dell'offerta di greggio, specie da parte dei paesi dell'OPEC. Tuttavia, la progressiva riduzione della capacità inutilizzata dell'OPEC, unitamente alla mancanza di capacità nuova dovuta alla limitatezza degli investimenti durante il periodo di bassi prezzi petroliferi a partire da metà degli anni ottanta, nonché il rallentamento della produzione nei paesi non appartenenti all'OPEC, hanno fatto sì che negli anni duemila la crescita complessiva dell'offerta risultasse costantemente inferiore a quella della domanda. In generale, ciò ha esercitato pressioni al rialzo sui prezzi. Di conseguenza, in assenza di interruzioni dell'offerta di entità comparabile a quelle pregresse, negli anni recenti i corsi petroliferi sembrano essere stati determinati in misura maggiore dalla domanda³⁾.

La marcata flessione dei prezzi del greggio durante la recessione del 2008-2009 è stata innescata da un crescente numero di segnali di un importante calo dell'attività economica mondiale, successivamente esacerbati dallo scoppio della crisi finanziaria. L'indice della produzione industriale (al netto delle costruzioni) è calato del 13 per cento circa durante questa recessione (cfr. figura A). Tale andamento ha fatto seguito alla vigorosa crescita tanto dell'attività internazionale quanto delle quotazioni petrolifere registrata prima della crisi, a indicare la presenza negli ultimi anni di un forte legame fra le variazioni di tali quotazioni e il ciclo economico

Figura B Offerta e domanda di petrolio

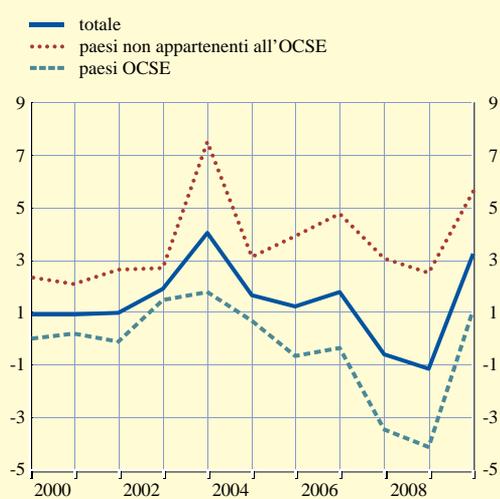
(milioni di barili al giorno; dati annuali)



Fonte: Energy Information Administration degli Stati Uniti.
Nota: l'ultima rilevazione si riferisce al 2010.

Figura C Crescita della domanda di petrolio

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: Agenzia internazionale dell'energia.
Nota: l'ultima rilevazione si riferisce al 2010.

3) Negli anni duemila si sono verificate varie interruzioni degne di nota della fornitura di petrolio, fra cui quella successiva allo sciopero generale in Venezuela nel 2002-03 e quella all'indomani dell'attacco americano all'Irak nel 2003. Tuttavia, rispetto alle interruzioni dell'offerta precedenti, gli effetti hanno riguardato una quota molto minore dell'offerta mondiale di petrolio. Cfr. l'articolo menzionato nella nota 2.

mondiale. Un importante fattore al riguardo è stato il maggiore ruolo svolto dai paesi esterni all'OCSE nel trainare il ciclo economico internazionale e la domanda mondiale di petrolio in presenza di una crescita limitata dell'offerta (cfr. figura C). Ciò trova conferma anche nel fatto che le pronunciate oscillazioni dei prezzi del petrolio hanno rispecchiato molto da vicino quelle dei prezzi degli alimentari e delle altre materie prime, anziché seguire un andamento proprio (cfr. figura 4 nel testo principale).

In prospettiva, vi sono pochi motivi di attendersi un rallentamento della domanda mondiale di petrolio. Infatti, a causa della rapida espansione delle economie emergenti, in particolare dell'Asia, l'Agenzia internazionale dell'energia prevede che la domanda di greggio continuerà a salire costantemente fino al 2016, nonostante gli elevati livelli attuali dei prezzi⁴⁾. Per contro, la crescita dell'offerta di petrolio sarà verosimilmente soggetta a vincoli, quantomeno nel medio-lungo periodo, a causa delle restrizioni geologiche all'ulteriore espansione della capacità dei paesi esterni all'OPEC e del fatto che occorrerebbero investimenti significativi per espandere la capacità dell'OPEC, attualmente limitata. Inoltre, occorrerà qualche tempo prima che le fonti alternative di energia e di carburante, le quali stanno diventando maggiormente convenienti dal punto di vista economico considerati gli elevati prezzi del petrolio, costituiscano una quota significativa dell'offerta di energia e di carburanti. Entrambi questi fattori implicano la possibilità che il recente forte comovimento fra i corsi petroliferi e il ciclo economico internazionale continui. Tuttavia, anche gli andamenti dal lato dell'offerta seguiranno a svolgere un ruolo importante, in particolare considerata la difficile situazione corrente e attesa in termini di offerta e domanda mondiali di petrolio⁵⁾.

4) Agenzia internazionale dell'energia, *Oil Market Report*, dicembre 2011.

5) Cfr. inoltre Kaufmann, R., Karadeloglou, P. e Di Mauro, F., "Will oil prices decline over the long run?", *Occasional Paper Series*, n. 98, BCE, ottobre 2008.

Con riferimento alle quotazioni del petrolio, il loro impatto relativamente vigoroso sulla componente energetica dello IAPC all'epoca della recessione del 2008-2009 va ricondotto non soltanto alle ampie oscillazioni di tali quotazioni, ma anche al livello di partenza molto più elevato su cui si collocavano rispetto a precedenti episodi di variazione dei prezzi. Il fatto che l'impatto sullo IAPC delle variazioni dei corsi petroliferi dipenda dal livello di tali corsi riflette il fatto che le ripercussioni dei rincari del petrolio sui prezzi al consumo dei carburanti liquidi sono attutite da margini di distribuzione relativamente stabili, e in particolare dalle accise sui carburanti, fissate come importo fisso per litro. Ad esempio, ipotizzando che i prezzi del petrolio si collochino a 20 euro al barile, si stima che un rialzo del 10 per cento del petrolio greggio induca un aumento medio dell'1,6 per cento circa della componente energetica dello IAPC. Nel caso in cui i prezzi del petrolio siano invece pari a 100 euro al barile, l'impatto cresce al 4,2 per cento circa⁴⁾. Ciò spiega perché l'aumento e il crollo dei

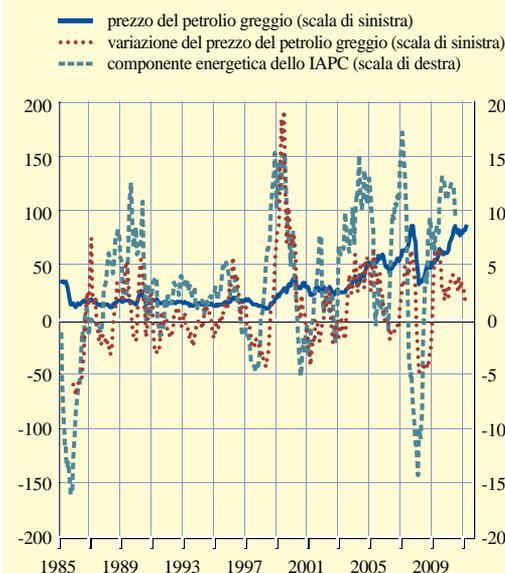
corsi petroliferi abbiano avuto un impatto così forte sulla componente energetica dello IAPC in occasione della recessione del 2008-2009, benché gli andamenti in termini di variazioni percentuali annue risultassero meno eccezionali (cfr. figura 5).

Il livello delle quotazioni petrolifere incide inoltre sulla ponderazione dell'energia all'interno del paniere dello IAPC. Il trend dei prezzi dei prodotti energetici, collocatisi al di sopra della media, unitamente all'aumento del consumo di energia, hanno dato luogo a una costante crescita della quota dell'energia sui consumi totali. Di conseguenza, il peso dell'energia all'interno del paniere dello IAPC nel 2011 era pari al 10 per cento, ossia quasi il doppio degli anni settanta. Ciò significa che un dato aumento percentuale dei prezzi dell'energia

4) Per maggiori dettagli, cfr. Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, "Energy markets and the euro area macroeconomy" (sezione 3.2), *Occasional Paper Series*, n. 113, BCE, giugno 2010.

Figura 5 Prezzi del petrolio greggio e inflazione dell'energia

(euro per barile; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat e Datastream.

Figura 6 Prezzi delle materie prime alimentari a livello internazionale e all'interno della UE

(indice: 2008 = 100)



Fonti: Direzione generale per l'agricoltura e lo sviluppo rurale della Commissione europea, HWWI ed elaborazioni della BCE.

produrrà automaticamente un impatto maggiore sull'inflazione armonizzata al consumo complessiva rispetto ai decenni scorsi.

Per quanto riguarda i prezzi degli alimentari, storicamente le dinamiche delle quotazioni internazionali delle materie prime non hanno avuto un ruolo rilevante per i prezzi al consumo. Uno dei motivi di ciò è che la Politica agricola comune (PAC) influenza il prezzo di alcune materie prime prodotte nell'UE mediante prezzi di intervento, misure di sostegno dei prezzi, l'applicazione di tariffe doganali e di quote all'importazione⁵⁾. Di conseguenza, i prezzi all'interno dell'UE sono stati tradizionalmente più elevati di quelli internazionali e la PAC ha attutito la trasmissione degli shock dei prezzi internazionali degli alimentari all'inflazione armonizzata al consumo. La figura 6 mostra che fino al 2006 l'indice dei prezzi internazionali è risultato considerevolmente più volatile di quello dei prezzi europei. Tuttavia, dal momento che le quotazioni internazionali di varie materie prime hanno superato i prezzi di inter-

vento della PAC nel 2006, i prezzi internazionali e quelli europei si sono mossi maggiormente in linea. Ciò fa ritenere che l'effetto di freno della PAC sui prezzi non sia più lo stesso e che l'impatto delle quotazioni internazionali delle materie prime alimentari, divenute più volatili, abbia avuto un ruolo maggiore nella determinazione dell'inflazione dei prezzi degli alimentari durante la recessione del 2008-2009⁶⁾.

I prezzi delle materie prime influiscono sullo IAPC anche attraverso effetti indiretti, ossia l'impatto dei maggiori costi degli input sull'inflazione armonizzata al consumo al netto di alimentari ed energia lungo la catena produttiva, ed effetti di secondo impatto, che attengono all'impatto dei

5) Cfr. Ferrucci, G., Jiménez-Rodríguez, R. e Onorante, L., "Food price pass-through in the euro area – the role of asymmetries and non-linearities", *Working Paper Series*, n. 1168, BCE, aprile 2010.

6) Si tratta probabilmente di un cambiamento permanente, considerato il fatto che i prezzi delle materie prime alimentari rimarranno verosimilmente elevati e che nell'ambito della PAC si stanno gradualmente rimuovendo i prezzi di intervento.

prezzi delle materie prime sulle contrattazioni salariali o sulle aspettative di inflazione. La trasmissione degli effetti indiretti e di quelli di secondo impatto impiega molto più tempo di quella degli effetti diretti. Di conseguenza, il loro impatto potrebbe dipendere dalla durata delle oscillazioni dei prezzi delle materie prime. All'epoca della recessione del 2008-2009 tali oscillazioni sono state molto pronunciate in entrambe le direzioni, ma si sono anche protratte per periodi di tempo piuttosto brevi, sia al rialzo sia al ribasso. Ciò potrebbe pertanto aver ridotto la risposta complessiva in termini di effetti indiretti.

Le evidenze tratte da vari modelli implicano tipicamente che un aumento del 10 per cento dei corsi petroliferi induce su un orizzonte di tre anni un impatto cumulato di appena 0,2 punti percentuali sull'inflazione armonizzata al consumo al netto di alimentari ed energia. Si stima che tale impatto derivi in misura grosso modo equivalente dagli effetti indiretti e dagli effetti di secondo impatto. Sotto questo aspetto, la reazione più contenuta dello IAPC al netto di alimentari ed energia durante la recessione del 2008-2009 rispetto alle recessioni precedenti potrebbe essere dovuta al fatto che gli effetti indiretti e quelli di secondo impatto sembrano essersi ridotti a partire da metà degli anni ottanta ⁷⁾, e ciò per effetto dei cambiamenti strutturali intervenuti nell'economia, in particolare la minore intensità di energia, il migliore ancoraggio delle aspettative di inflazione e il mutamento dei comportamenti di determinazione dei salari e dei prezzi. Questi aspetti sono esaminati nella sezione seguente.

4 LA SCARSA REATTIVITÀ DELLO IAPC AL NETTO DI ALIMENTARI ED ENERGIA DURANTE LA RECESSIONE DEL 2008-2009

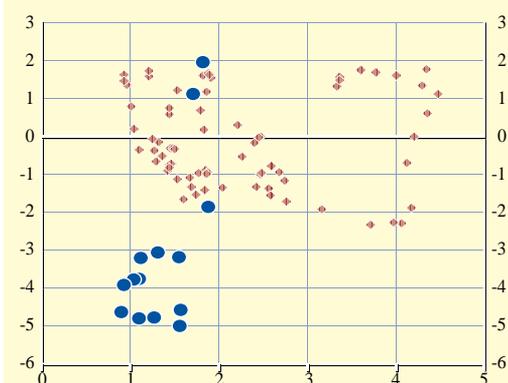
Considerata la gravità della recessione del 2008-2009, misurata in termini di *output gap* a livello di intera economia, la reattività delle componenti dell'inflazione più sensibili ai fattori interni (rappresentate dallo IAPC al netto di alimentari ed energia) è stata contenuta. Al riguardo, la figura 7 mostra che le combinazioni fra lo IAPC al netto di alimentari ed energia e l'*output gap* osservate

Figura 7 Inflazione misurata sullo IAPC (al netto di alimentari ed energia) e *output gap* nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; valori percentuali; dati trimestrali)

asse delle x: IAPC sul periodo corrispondente al netto di alimentari ed energia

asse delle y: *output gap* in percentuale del prodotto potenziale



Fonti: Eurostat e stime dell'OCSE per l'*output gap*.

Note: il campione complessivo corrisponde al periodo dal 1990 al 2011. I punti blu corrispondono alle combinazioni fra inflazione misurata sullo IAPC al netto di alimentari ed energetici e *output gap* dal 2008 al 2011.

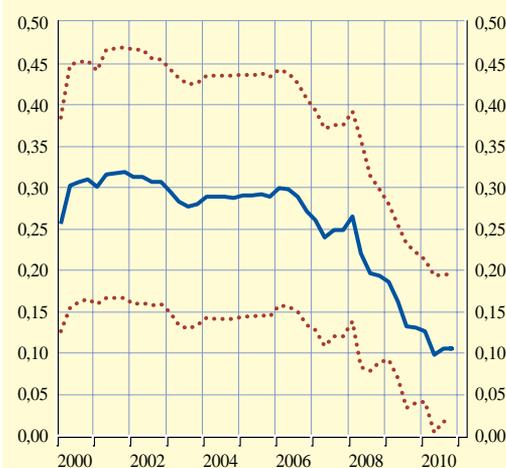
negli ultimi anni divergono da quelle osservate nel periodo a partire dal 1990: anche nel momento peggiore della recessione, l'inflazione armonizzata al consumo al netto di alimentari ed energia non si è mossa molto al disotto dell'1 per cento.

Sotto questo aspetto è importante notare che, al confronto con le precedenti recessioni, quella degli anni novanta ha segnato un primo cambiamento nella relazione fra inflazione e grado di sottoutilizzo della capacità produttiva, ossia una discontinuità nella cosiddetta curva di Phillips. In particolare, il ruolo dell'*output gap* o del tasso di disoccupazione nello spiegare l'inflazione (tenuto conto degli influssi dell'offerta derivanti dagli shock dei prezzi delle materie prime o

7) Cfr. Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, op. cit. Stando alle evidenze ricavate da un modello strutturale di piccola scala, la stima media dell'impatto di un aumento del 10 per cento dei corsi petroliferi sullo IAPC al netto dell'energia diminuisce da 0,29 a 0,20 punti percentuali allorché si basa su campioni mobili con inizio tra il primo trimestre del 1971 e il terzo trimestre del 1995 e fine fra il quarto trimestre del 1979 e il quarto trimestre del 2000, anziché su campioni mobili con inizio fra il primo trimestre del 1980 e il primo trimestre del 2001 e fine fra il primo trimestre del 1988 e il primo trimestre del 2009.

Figura 8 Stime ricorsive del coefficiente relativo al grado di sottoimpiego della capacità produttiva in una curva di Phillips standard

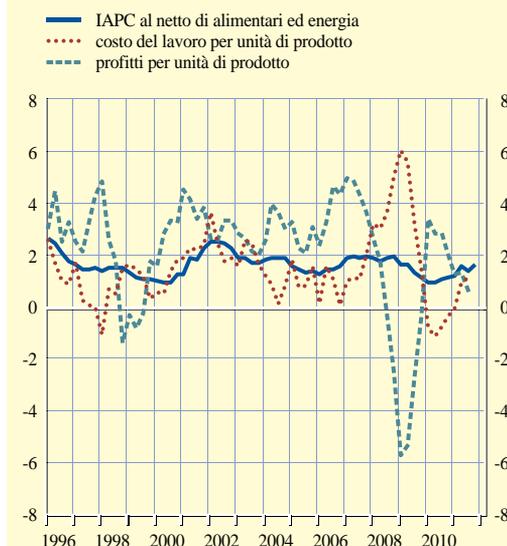
(elasticità; dati trimestrali)



Fonti: elaborazioni della BCE.
 Note: le stime ricorsive utilizzano l'inflazione misurata sullo IAPC al netto di alimentari ed energia come variabile dipendente e l'*output gap* stimato dall'OCSE come regressore. Il campione per le stime ha sempre inizio nel 1988. Le linee rosse punteggiate si riferiscono a intervalli di confidenza del 95 per cento.

Figura 9 Inflazione misurata sullo IAPC al netto di alimentari ed energia, costo del lavoro per unità di prodotto e crescita dei profitti per unità di prodotto

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

dalle variazioni della tassazione) sembra essersi ridotto nel periodo. Stando alla letteratura, questo calo è riconducibile a vari fattori concomitanti, quali la globalizzazione, che restringe il margine per un aumento dei prezzi in presenza di concorrenza dall'estero, ed il perseguimento in molti paesi di politiche monetarie solide⁸⁾. La figura 8 indica che il ruolo di questi indicatori potrebbe essersi ulteriormente ridimensionato negli anni duemila, essendo diminuite le stime ricorsive del coefficiente relativo al grado di sottoimpiego della capacità produttiva in un'equazione dell'inflazione armonizzata al consumo al netto di alimentari ed energia, specie in corrispondenza con la recessione del 2008-2009.

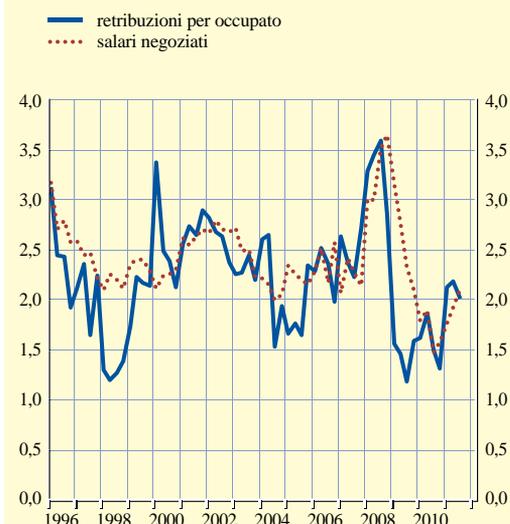
Per vari motivi potrebbero emergere pressioni disinflazionistiche deboli, anche in presenza di mutamenti significativi nell'attività economica. Uno di questi motivi attiene alle rigidità del mercato del lavoro. In media i costi del fattore lavoro rappresentano circa il 27 per cento dei

costi totali dei fattori produttivi per le imprese dell'area dell'euro. Di conseguenza, le rigidità di aggiustamento di tali costi possono spiegare una parte considerevole dell'eventuale mancanza di reattività dell'inflazione. I costi del lavoro sono determinati in ultima istanza dalla combinazione fra salari e produttività. Il tasso di crescita dei costi del lavoro per unità di prodotto sono di fatto aumentati sino alla fine del 2008, anno in cui l'attività economica ha raggiunto il minimo della recessione, e ciò (a causa di un calo relativamente più contenuto dell'occupazione) si è

8) Per un raffronto fra paesi, cfr. ad esempio Laxton, D. e N'Diaye, P., "Monetary Policy credibility and the Unemployment-Inflation Tradeoff: Some Evidence from 17 Industrial Countries," *Working Paper Series*, n. 02/222, FMI, 2002. Per evidenze sugli Stati Uniti, cfr. Atkeson, A. e Ohanian, L.E., "Are Phillips curves useful for forecasting inflation?", *Quarterly Review*, vol. 25, n. 1, Federal Reserve Bank of Minneapolis, inverno 2001, pagg. 2-11. Per evidenza sull'area dell'euro, cfr. Fischer, B., Lenza, M., Pill, H. e Reichlin, L., "Monetary analysis and monetary policy in the euro area 1999-2006", *Journal of International Money and Finance*, vol. 28, n. 7, Elsevier, novembre 2009, pagg. 1138-1164.

Figura 10 Retribuzioni per occupato e salari negoziati

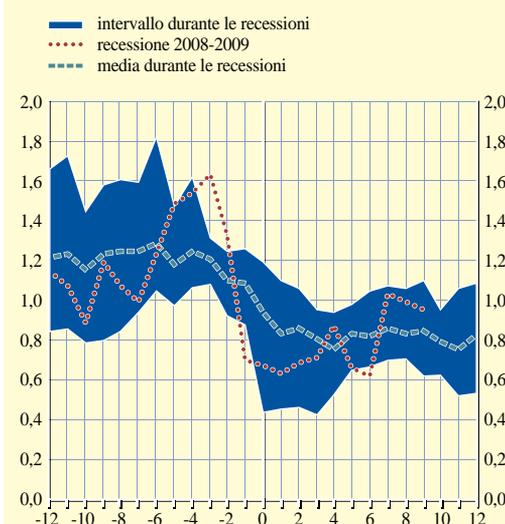
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 11 Retribuzioni per occupato normalizzate prima e dopo le recessioni

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente normalizzate)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la figura mostra la media e gli intervalli dei tassi di variazione sul periodo corrispondente normalizzati per i 12 trimestri precedenti e successivi l'ultimo trimestre di ciascuna recessione (0 = 1° trim. 1975, 3° trim. 1982, 3° trim. 1993 e 2° trim. 2003). Per la recessione del 2008-2009, 0 = 2° trim. 2009. I valori sono stati normalizzati dividendoli per la media negli intervalli della figura, ossia nei tre anni precedenti e successivi al punto di minimo toccato dal prodotto durante le recessioni. La media e gli intervalli non includono la recessione del 2008-2009. I dati precedenti al 1996 si basano sui dati del database del modello per l'intera area dell'euro della BCE, che impiega fonti non armonizzate.

tradotto in una perdita di produttività (cfr. figura 9). Solo dopo che la successiva ripresa economica ha indotto un miglioramento della produttività del lavoro e la crescita dei salari si è attestata su livelli più bassi, la crescita dei costi del lavoro per unità di prodotto è diminuita, toccando un minimo nel 2010 e portandosi nuovamente in territorio positivo nel 2011. Queste dinamiche hanno pertanto avuto un effetto lievemente "anticiclico" sull'inflazione. Il fatto che l'inflazione armonizzata al consumo al netto di alimentari ed energia sia rimasta comunque relativamente stabile all'epoca della recessione è dovuto all'effetto contrario degli andamenti della crescita dei profitti per unità di prodotto, che hanno seguito da vicino quelli dell'attività reale.

Guardando agli andamenti specifici, la crescita delle retribuzioni per occupato è diminuita dal 3½ per cento all'inizio della recessione del

2008-2009 (il tasso più elevato dall'avvio della UEM nel 1999) all'1½ per cento circa nell'autunno 2009 (cfr. figura 10). Questo calo concorda con l'esperienza storica (cfr. la figura 11, basata sulla stessa metodologia impiegata per le figure 2 e 3). Ciò potrebbe sorprendere, considerata l'eccezionale gravità della recessione, ma può essere in parte spiegato dal fatto che gli aggiustamenti dei costi si sono concretizzati in termini di "quantità", ad esempio mediante la riduzione del numero di ore lavorate o di occupati, anziché in termini di tassi salariali⁹⁾. Il riquadro 2, che mette a confronto gli andamenti dell'inflazione e dei costi del lavoro nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, indica che in quest'ulti-

9) Per un raffronto degli andamenti del mercato del lavoro in Germania e negli Stati Uniti, cfr. ad esempio Burda, M. e Hunt, J., "What Explains the German Labor Market Miracle in the Great Recession?", CEPR Discussion Paper, n. 8520, agosto 2011.

ma economia l'importanza degli aggiustamenti nelle "quantità" è stata addirittura maggiore nel corso della recessione del 2008-2009 che non nelle recessioni precedenti.

Relativamente all'area dell'euro nel suo complesso, vari sono i fattori che potrebbero aver impedito una maggiore correzione al ribasso dei salari durante la recessione del 2008-2009, nonostante le condizioni assai deboli del mercato del lavoro. In alcuni paesi dell'area, ad esempio, i salari sono indicizzati agli andamenti pregressi dell'inflazione e hanno pertanto evidenziato un aggiustamento minore¹⁰. In vari paesi vige inoltre un salario minimo garantito per legge, che tende a limitare gli aggiustamenti al ribasso dei salari, specie per i settori e le professioni caratterizzati da una debole crescita della produttività. È inoltre parsa esservi una riluttanza più generale ad abbassare il livello (piuttosto che il tasso di crescita) dei salari. Le evidenze tratte dalle indagini del Wage Dynamics Network del SEBC durante la recessione del 2008-2009 mostrano che le imprese confrontate con un calo della domanda hanno in genere ridotto i costi del lavoro principalmente mediante la riduzione dell'input del fattore lavoro in termini di numero di occupati od ore lavorate, anziché mediante un abbassamento dei salari. Solo l'1,5 per cento delle imprese intervistate nell'estate del 2009 ha dichiarato di aver ridot-

to i salari di base in risposta alla recessione, e solo l'8,6 per cento di aver ridotto le componenti salariali variabili, come i bonus. Nel contempo, stando alle stesse indagini, sarebbe aumentata considerevolmente l'incidenza dei congelamenti salariali, cui era ricorso nell'estate del 2009 il 37,1 per cento delle imprese, a fronte del 7,6 per cento nei cinque anni precedenti la recessione. Per quanto riguarda i dati macroeconomici, la correzione più pronunciata delle componenti salariali variabili rispetto ai salari di base trova riflesso nell'evoluzione leggermente diversa della crescita delle retribuzioni individuali e dei salari negoziati (cfr. figura 10). La moderazione della crescita di questi ultimi è stata più lenta rispetto a quella delle retribuzioni individuali, toccando un minimo soltanto più di un anno dopo. Questo ritardo potrebbe essere ascrivibile non soltanto alle rigidità del mercato del lavoro, ma anche alla lunghezza media delle negoziazioni salariali (18 mesi circa) nell'area dell'euro: le dinamiche salariali tendono inevitabilmente a seguire gli andamenti economici con uno sfasamento temporale che dipende dalla gravità della recessione e dalla durata residua dei contratti.

10) Cfr. Babecký, J., Du Caju, P., Kosma, T., Lawless, M., Messina, J. e Røðm, T., "Downward nominal and real wage rigidity-survey evidence from European firms", *Working Paper Series*, n. 1105, BCE, novembre 2009.

Riquadro 2

LA CORREZIONE DEI PREZZI DURANTE E DOPO LE RECESSIONI: AREA DELL'EURO E STATI UNITI A CONFRONTO

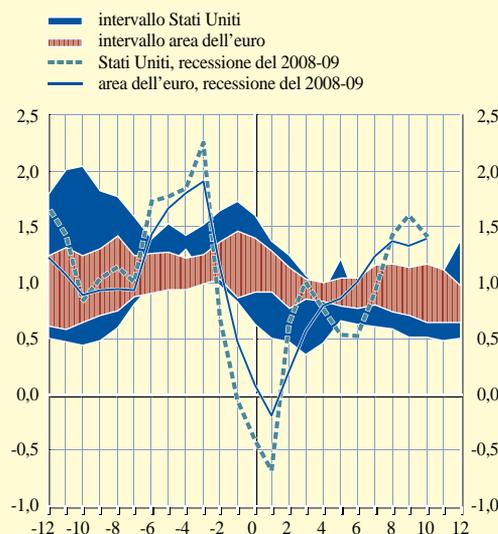
Questo riquadro mette a confronto gli andamenti dell'inflazione all'epoca dell'ultima recessione con quelli durante le recessioni precedenti, con particolare riferimento all'area dell'euro e agli Stati Uniti. Vengono inoltre raffrontati gli andamenti del costo del lavoro in entrambe le economie, essendo tale costo una delle principali componenti dell'inflazione generata internamente.

Durante l'ultima recessione l'inflazione negli Stati Uniti ha seguito un andamento simile a quella nell'area dell'euro

Analogamente a quando delineato per l'area dell'euro nella sezione 2 del testo principale, le dinamiche dell'inflazione complessiva negli Stati Uniti all'epoca dell'ultima recessione sono risultate nettamente diverse da quelle osservate durante le recessioni precedenti (cfr. figura A).

Figura A Inflazione complessiva

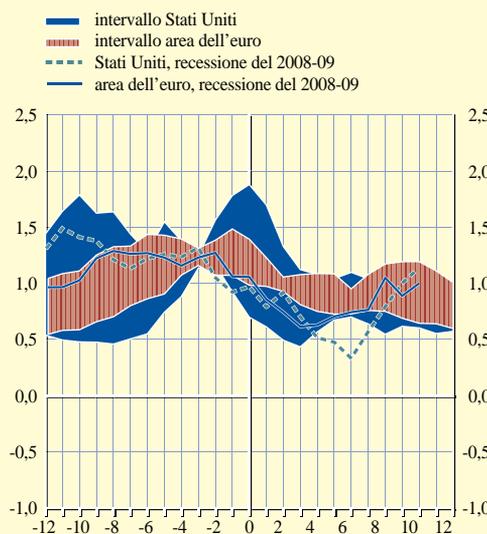
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente normalizzate)



Fonti: Bureau of Labor Statistics degli Stati Uniti, National Bureau of Economic Research degli Stati Uniti ed elaborazioni della BCE. Note: la figura mostra i tassi normalizzati di inflazione sul periodo corrispondente per i 12 trimestri precedenti e successivi l'ultimo trimestre di ciascuna recessione statunitense (0 = 1° trim. 1975, 4° trim. 1982, 1° trim. 1991, 4° trim. 2001 e 2° trim. 2009). I risultati per l'area dell'euro sono riportati nelle figure 2 e 3.

Figura B Inflazione al netto di alimentari ed energia

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente normalizzate)



Fonti: Bureau of Labor Statistics degli Stati Uniti, National Bureau of Economic Research degli Stati Uniti ed elaborazioni della BCE. Note: la figura mostra i tassi normalizzati di inflazione sul periodo corrispondente per i 12 trimestri precedenti e successivi l'ultimo trimestre di ciascuna recessione statunitense (0 = 1° trim. 1975, 4° trim. 1982, 1° trim. 1991, 4° trim. 2001 e 2° trim. 2009). I risultati per l'area dell'euro sono riportati nelle figure 2 e 3.

Come nell'area dell'euro, le variazioni storicamente ampie dell'inflazione complessiva erano riconducibili soprattutto agli andamenti dei prezzi delle materie prime, dal momento che l'evoluzione dell'inflazione al netto di alimentari ed energia era sostanzialmente in linea con quella osservata durante le recessioni precedenti (cfr. figura B). Nel contempo, tuttavia, la situazione dell'area dell'euro e quella degli Stati Uniti differivano nella misura in cui in quest'ultima economia i prezzi degli alloggi avevano un impatto significativo. Infatti, mentre nelle recessioni precedenti erano stati relativamente stabili, nell'ultima erano considerevolmente calati, collocandosi in territorio negativo per gran parte del 2010. Successivamente avevano cominciato a riprendersi rapidamente, tornano a livelli prossimi a quelli precedenti la crisi nel terzo trimestre del 2011. Questo ciclo pronunciato era collegato alla forte correzione del mercato statunitense delle abitazioni avviata nel 2007, che ha visto i prezzi scendere a tassi mai osservati negli ultimi quarant'anni.

Sebbene la reattività dell'inflazione all'epoca dell'ultima recessione sia stata molto simile nelle due economie considerate, è utile notare che, tradizionalmente, negli Stati Uniti gli andamenti dell'inflazione sono più volatili. Ciò vale anche per i periodi di recessione, e si riscontra negli intervalli più ampi dell'inflazione complessiva e di quella al netto di alimentari ed energia registrati negli Stati Uniti. Tale fenomeno potrebbe essere dovuto, fra l'altro, al fatto che l'evoluzione dei prezzi dell'energia tende a produrre un impatto maggiore sull'inflazione americana, in linea con la più elevata intensità di energia dell'economia, a causa della minore tassazione dei prodotti energetici, e all'evidenza empirica secondo cui negli Stati Uniti l'inflazione reagisce più prontamente e vigorosamente alle variazioni nel grado di sottoimpiego della capacità

produttiva¹⁾. In generale, i prezzi sembrano variare più frequentemente negli Stati Uniti, forse per effetto della maggiore concorrenza nel settore al dettaglio e in alcuni servizi²⁾.

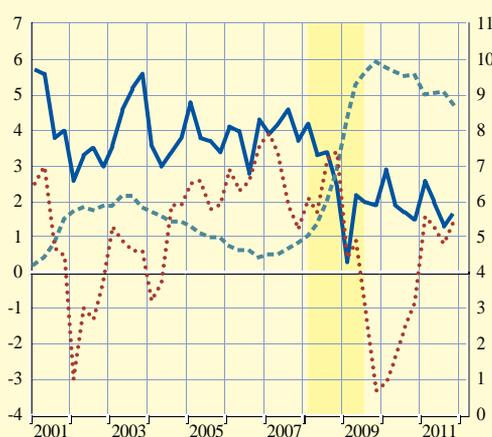
I costi del lavoro negli Stati Uniti sembrano aver reagito più rapidamente alle condizioni economiche rispetto a quelli nell'area dell'euro

Sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti l'ultima recessione ha inizialmente indotto alcune pressioni al rialzo sulla crescita del costo del lavoro per unità di prodotto, prima che la moderazione della crescita salariale e i miglioramenti di produttività innescassero una marcata flessione a metà del periodo recessivo (cfr. figure C e D). Tuttavia, mentre negli Stati Uniti il costo del lavoro per unità di prodotto si è mosso in territorio negativo già nella seconda metà del 2009 e nel 2010, crescendo successivamente meno rispetto al periodo pre-crisi, nell'area dell'euro l'iniziale mancanza di aggiustamenti dei salari e dei costi del lavoro durante la recessione ha sospinto su livelli assai elevati per qualche trimestre il costo del lavoro per unità di prodotto, che poi è calato brevemente e in misura minore che negli Stati Uniti. I principali fattori all'origine di questi andamenti sembrano essere l'entità e i tempi dell'aggiustamento, tenuto conto che il calo dal massimo al minimo dell'espansione del PIL in termini reali è stato analogo nelle due economie. Le figure indicano in effetti che nell'area dell'euro la decelerazione dei salari

Figura C Tasso di disoccupazione e costo del lavoro negli Stati Uniti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; percentuale delle forze lavoro; dati destagionalizzati)

— settore delle imprese: retribuzione oraria (scala di sinistra)
 settore delle imprese: costo del lavoro per unità di prodotto (scala di sinistra)
 - - - tasso di disoccupazione della popolazione civile: età uguale o superiore ai 16 anni (scala di destra)

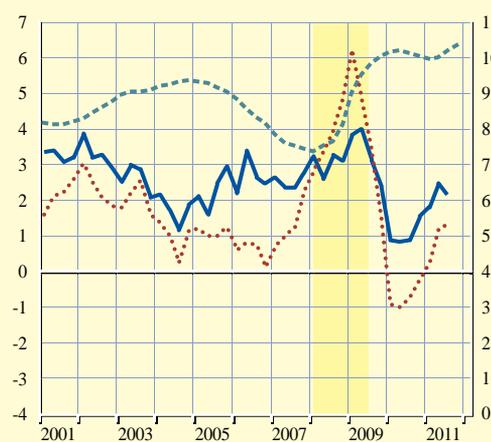


Fonti: Bureau of Labor Statistics degli Stati Uniti e National Bureau of Economic Research degli Stati Uniti.
 Nota: l'area ombreggiata indica l'ultimo periodo di recessione.

Figura D Tasso di disoccupazione e costo del lavoro nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; percentuale delle forze lavoro; dati destagionalizzati)

— intera economia: retribuzione oraria (scala di sinistra)
 intera economia: costo del lavoro per unità di prodotto (scala di sinistra)
 - - - tasso di disoccupazione (scala di destra)



Fonti: Eurostat, Centre for Economic Policy Research ed elaborazioni della BCE.
 Nota: l'area ombreggiata indica l'ultimo periodo di recessione.

1) Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro intitolato *L'inflazione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti: una valutazione basata sulla curva di Phillips*, nel numero di giugno 2011 di questo Bollettino.
 2) Per un'analisi più approfondita, cfr. "Price Changes in the Euro Area and the United States: Some Facts from Individual Consumer Price Data", Dhyne, E. et al., *Journal of Economic Perspectives*, vol. 20, n. 2, primavera 2006.

si è verificata dopo che negli Stati Uniti, e l'aumento del tasso di disoccupazione è stato molto più modesto. Una semplice analisi di cross-correlazione fra i costi del lavoro e il tasso di disoccupazione da un lato e l'andamento del PIL in termini reali dall'altro conferma la presenza di una relazione più stretta fra gli andamenti del mercato del lavoro, specie i costi del lavoro, e l'attività economica negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro. Ciò concorda con la nozione che, rispetto all'area, negli Stati Uniti l'inflazione al netto di alimentari ed energia reagisce tipicamente in modo più rapido alle variazioni del grado di sottoimpiego della capacità produttiva, a causa della maggiore flessibilità del mercato del lavoro americano, sebbene durante l'ultima recessione nell'area dell'euro l'entità e la natura della flessibilità (ad esempio il numero di ore lavorate e di occupati) sia considerevolmente variata da un paese all'altro.

In sintesi, tanto nell'area dell'euro quanto negli Stati Uniti l'evoluzione dell'inflazione complessiva durante l'ultima recessione non è stata in linea con i precedenti storici, mentre lo è stato l'andamento dell'inflazione al netto di alimentari ed energia. Sembra inoltre che, rispetto all'area dell'euro, negli Stati Uniti i costi del lavoro si siano aggiustati più rapidamente in risposta alle condizioni economiche, sia mediante un calo della crescita dei salari, sia mediante guadagni di produttività sulla scia di un maggior numero di licenziamenti in una fase precedente.

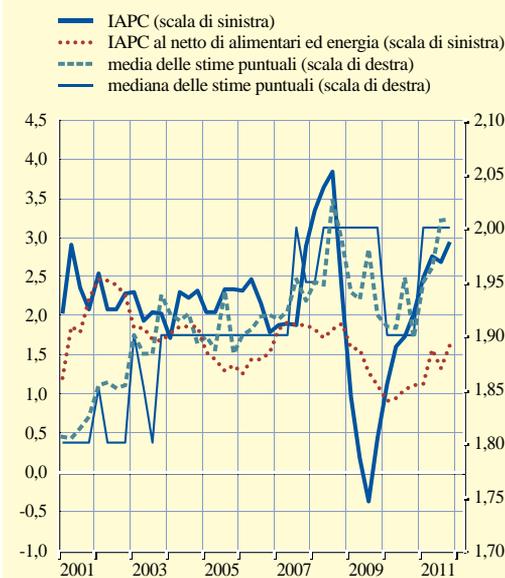
Infine, la scarsa reattività dell'inflazione alle variazioni del grado di sottoimpiego della capacità produttiva può essere altresì ricondotta al saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione degli agenti che fissano i prezzi e i salari. Le aspettative possono essere un'importante determinante dell'inflazione effettiva: qualora gli operatori economici ritengano che l'inflazione rimarrà inferiore, ma vicina al 2 per cento nel medio periodo (e che gli interventi di politica monetaria saranno opportunamente finalizzati a raggiungere tale obiettivo), il rischio che si inneschi una spirale deflazionistica autonoma è basso.

La figura 12 riporta gli andamenti delle aspettative di inflazione di lungo periodo nell'area dell'euro, desunti dalla *Survey of Professional Forecasters* della BCE, relativamente al periodo che va dal primo trimestre del 2001 al quarto trimestre del 2011. Essa mostra che le aspettative di inflazione di lungo periodo nell'area dell'euro sono rimaste stabili negli ultimi anni. A partire dal 2004 la mediana delle previsioni puntuali si collocava fra l'1,9 e il 2,0 per cento, malgrado le forti variazioni dei prezzi registrate dal 2006 e la gravità della recessione successiva al dissesto di Lehman Brothers nel 2008. La media e la mediana delle previsioni puntuali risultavano sostanzialmente in linea con la defini-

zione quantitativa di stabilità dei prezzi adottata dalla BCE e, nel complesso, evidenziavano una notevole stabilità.

Figura 12 Aspettative di inflazione (a cinque anni), inflazione misurata sullo IAPC e inflazione misurata sullo IAPC al netto di alimentari ed energia

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Survey of Professional Forecasters della BCE ed elaborazioni della BCE.

5 CONCLUSIONI

Questo articolo ha passato in rassegna gli andamenti dei prezzi al consumo nell'area dell'euro durante la recessione del 2008-2009. Rispetto agli episodi di recessione precedenti, l'inflazione armonizzata al consumo complessiva ha subito un brusco calo, risultante tuttavia dal maggiore impatto dell'evoluzione dei prezzi delle materie prime sulle componenti alimentare ed energetica dello IAPC, anziché da una reazione alle eccezionali variazioni del grado di sottoimpiego della capacità produttiva. Le componenti dell'inflazione più sensibili ai fattori interni, misurate dallo IAPC al netto di alimentari ed energia, hanno di fatto dato prova di notevole capacità di tenuta considerata la gravità della recessione. La loro relativa stabilità è in linea con l'indebolimento della relazione fra il grado di sottoimpiego della capacità e l'inflazione osservato negli ultimi vent'anni. Le rigidità nominali nei mercati del lavoro, specie all'approssimarsi dell'inflazione complessiva allo zero, e il più saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione potrebbero aver avuto un importante ruolo di freno alle oscillazioni dell'inflazione dei prezzi e dei salari nell'arco del ciclo economico. Negli Stati Uniti gli andamenti dell'inflazione al netto di alimentari ed energia sono risultati anch'essi sostanzialmente in linea con quelli delle recessioni precedenti. Tuttavia, rispetto a quanto

osservato nel complesso dell'area dell'euro, in questo paese la correzione dei costi del lavoro ha rispecchiato più rapidamente le condizioni economiche, ed è scaturita sia da una moderazione delle dinamiche salariali sia da aumenti della produttività.

Le informazioni relative alle correzioni passate dell'inflazione possono concorrere a determinare le prospettive per l'inflazione nell'area dell'euro. In particolare, esse possono contribuire a spiegare perché le previsioni e proiezioni attualmente disponibili sull'inflazione nel 2012 formulate da organismi privati e internazionali siano rimaste elevate, nonostante la moderazione della crescita osservata nel 2011.

Infatti ci si attende che il tasso di crescita dello IAPC al netto delle componenti alimentare ed energetica rimanga sostanzialmente stabile nell'orizzonte previsivo. Mentre le pressioni domestiche sui prezzi derivanti dalla bassa crescita della domanda interna e dalla dinamica moderata del costo del lavoro dovrebbero essere deboli, si prevede che saranno sostanzialmente compensate dall'impatto verso l'alto dei previsti aumenti delle imposte indirette e dei prezzi amministrati¹¹⁾.

11) Cfr. il riquadro *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE*, nel numero di marzo 2012 di questo Bollettino.



LA RENDICONTAZIONE CONTABILE NELL'EUROSISTEMA

Riscontri recenti evidenziano l'accresciuto interesse del pubblico per i bilanci dell'Eurosistema, in particolare nel contesto dell'ultima crisi finanziaria. Appare quindi appropriato esaminare il sistema di regole che governa la rilevazione e la rendicontazione contabile dell'Eurosistema e i principi fondamentali su cui esso si basa.

I INTRODUZIONE

La BCE pubblica regolarmente diverse tipologie di segnalazioni contabili che mostrano la posizione finanziaria dell'Eurosistema. Queste comunicazioni servono a soddisfare i requisiti di *accountability* nei confronti del pubblico e dei soggetti interessati all'Eurosistema e a fornire informazioni finanziarie a fini operativi, quali la conduzione della politica monetaria.

Le regole di rilevazione e rendicontazione contabile comuni per l'Eurosistema sono definite in un Atto di indirizzo della BCE¹⁾ (d'ora in avanti, "Indirizzo relativo al quadro contabile") che si applica a tutte le banche centrali dell'area dell'euro ai fini della rendicontazione nell'ambito dell'Eurosistema. Esso è stato disegnato in funzione delle specifiche esigenze delle banche centrali dell'Eurosistema²⁾ e differisce dai principi contabili internazionali (*International Financial Reporting Standards*, IFRS) quanto al trattamento delle principali operazioni di banca centrale.

2 L'ESIGENZA DI TRASPARENZA E RENDICONTAZIONE

In quanto istituzioni pubbliche, le banche centrali sono chiamate a rendere conto sia dell'uso delle risorse pubbliche loro affidate sia dello svolgimento efficiente dei compiti necessari per conseguire i loro obiettivi, ivi inclusa l'efficace conduzione della politica monetaria. Quest'ultimo aspetto comporta l'esigenza di una comunicazione adeguata, senza la quale gli operatori economici potrebbero non percepire correttamente gli obiettivi delle operazioni da esse effettuate. Un'informativa carente potrebbe quindi mettere a repentaglio l'efficace conduzione della politica monetaria.

Un elemento importante di una comunicazione efficiente è costituito dalla trasparenza, che

viene conseguita, tra l'altro, attraverso la pubblicazione regolare di situazioni contabili e che comporta, inoltre, la diffusione di informazioni accurate sugli effetti finanziari delle politiche adottate. Tuttavia, atteso che i risultati di bilancio di una banca centrale non dovrebbero essere considerati un indicatore di efficacia della propria azione di politica monetaria, gli stessi devono essere comunicati attraverso canali³⁾ atti ad assicurarne la comprensione.

Per quanto importante, l'informativa contabile costituisce soltanto una delle fonti di informazione sulle attività svolte dall'Eurosistema. La BCE risponde alle esigenze di diverse tipologie di utenti offrendo una serie di dati aggiuntivi a fini operativi, analitici e statistici.

Ad esempio, i dati e le informazioni esplicative relativi alle misure finanziarie convenzionali e non convenzionali adottate dall'Eurosistema sono messi a disposizione del pubblico su base giornaliera e settimanale nel sito Internet della BCE e attraverso i servizi di informazione allo scopo di informare i mercati sulla reazione dell'Eurosistema agli sviluppi della situazione economica. Il pubblico può quindi ottenere in

- 1) Cfr. l'Indirizzo della Banca centrale europea dell'11 novembre 2010 relativo al quadro giuridico per la rilevazione e rendicontazione contabile nel Sistema europeo di banche centrali (rifusione) (BCE/2010/20), Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea (GU), L 35 del 9 febbraio 2011, pagg. 31 e segg., modificato dall'Indirizzo della Banca centrale europea del 21 dicembre 2011 che modifica l'Indirizzo BCE/2010/20 relativo al quadro giuridico per la rilevazione e rendicontazione contabile nel Sistema europeo di banche centrali (BCE/2011/27) (GU L 19 del 24 gennaio 2012, pagg. 37 e segg.).
- 2) Dalla sua prima adozione da parte del Consiglio direttivo della BCE nel 1998, l'Indirizzo relativo al quadro contabile è stato regolarmente oggetto di riesame ed è stato modificato in diverse occasioni per tener conto delle mutate esigenze delle banche centrali dell'Eurosistema, per soddisfare i soggetti interessati a ottenere informazioni finanziarie più dettagliate sulle operazioni dell'Eurosistema e per garantire che l'Indirizzo rimanga aggiornato rispetto all'evoluzione dei mercati finanziari indotta dalla crisi.
- 3) Questi canali aggiuntivi includono i comunicati stampa, i documenti informativi e i discorsi pubblici.

modo agevole i dati concernenti: le operazioni di mercato aperto in euro svolte dall'Eurosistema, le operazioni di immissione o assorbimento di liquidità in dollari statunitensi, gli acquisti di obbligazioni garantite denominate in euro nell'ambito dei *Covered Bond Purchase Programmes* (CBPP e CBPP2), nonché gli acquisti di titoli effettuati nell'ambito del *Securities Markets Programme* (SMP).

La BCE pubblica inoltre un'ampia serie di statistiche su base mensile o trimestrale, ricavata in gran parte dalle informazioni comunicate ai fini della rendicontazione contabile dell'Eurosistema. Le tavole relative alle statistiche di politica monetaria includono in particolare dettagli sulla situazione contabile consolidata dell'Eurosistema, i tassi di interesse di riferimento della BCE e le operazioni di politica monetaria condotte dall'Eurosistema. In aggiunta, le informazioni aggregate e consolidate sui bilanci delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM)⁴⁾ raccolte nel contesto delle statistiche relative a questo settore offrono alcuni ragguagli specifici sul bilancio dell'Eurosistema. Anche in materia di statistiche esterne, che includono i dati sulla bilancia dei pagamenti e la posizione verso l'estero dell'area dell'euro, le informazioni raccolte dalla BCE e dalle altre banche centrali dell'Eurosistema svolgono un ruolo importante. I dati contabili dell'Eurosistema vengono inoltre utilizzati nella predisposizione dei conti integrati dell'area dell'euro⁵⁾.

La pubblicazione di informazioni di mercato e le segnalazioni statistiche richiamate in precedenza sono interconnesse con la reportistica contabile dell'Eurosistema⁶⁾, che sarà esaminata in maggiore dettaglio nel prosieguo di questo articolo.

3 L'ARMONIZZAZIONE E IL PROCESSO DI CONSOLIDAMENTO

3.1 L'ARMONIZZAZIONE

Le operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema trovano riflesso nello stato patrimoniale delle singole banche centrali. Poiché la politica

monetaria è unica, la situazione patrimoniale dell'Eurosistema deve descrivere e rispecchiare l'impatto finanziario delle operazioni condotte da tutte le banche centrali dell'area dell'euro come se queste costituissero una sola entità. Tale situazione patrimoniale va quindi predisposta consolidando i dati relativi alla BCE e a tutte le banche centrali nazionali (BCN) dell'area.

La rendicontazione consolidata dell'Eurosistema presuppone regole contabili armonizzate: i dati contabili delle singole BCN e della BCE possono essere utilmente sommati (aggregati) solo se sono prodotti e segnalati in modo coerente.

Regole uniformi e schemi di rendicontazione standardizzati permettono inoltre di calcolare e attribuire correttamente il reddito ottenuto dalle BCN nella conduzione della politica monetaria dell'Eurosistema (anche noto come "reddito monetario"). La relativa metodologia di calcolo utilizzata dall'Eurosistema si basa sui dati di conto economico e stato patrimoniale trasmessi dalle BCN. Ne deriva che, al fine di applicare correttamente la metodologia di calcolo e di distribuire in modo equo il reddito monetario agli azionisti dell'Eurosistema, è necessario che tutte le BCN determinino il loro reddito e redigano il loro stato patrimoniale in modo uniforme⁷⁾.

Infine, l'armonizzazione delle regole ha il vantaggio di garantire la comparabilità dei dati se-

4) Le istituzioni finanziarie monetarie (IFM) sono istituzioni finanziarie che nel loro insieme costituiscono il settore degli emittenti monetari nell'area dell'euro. La BCE e le altre banche centrali dell'Eurosistema fanno parte del settore delle IFM dell'area dell'euro.

5) Tutti questi dati, compresi quelli della Situazione contabile settimanale dell'Eurosistema, sono disponibili sotto forma di serie temporali nella sezione *Statistical Data Warehouse* sul sito Internet della BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).

6) Ad esempio, le informazioni sulle consistenze di titoli nell'ambito dei Programmi di acquisto di obbligazioni garantite (*Covered Bond Purchase Programmes*, CBPP e CBPP2) e del Programma per i mercati dei titoli finanziari (*Securities Markets Programme*, SMP), pubblicati nella Situazione contabile settimanale dell'Eurosistema, corrispondono ai dati sulle operazioni a pronti in euro pubblicati ogni settimana sul sito Internet della BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).

7) Il meccanismo per l'accantonamento e la redistribuzione del reddito monetario è descritto dettagliatamente nella Decisione della Banca centrale europea del 25 novembre 2010 relativa all'allocazione del reddito monetario delle banche centrali nazionali degli Stati membri la cui moneta è l'euro (rifusione) (BCE/2010/23), come successivamente modificata (GU L 35 del 9 febbraio 2011, pagg. 17 e segg.).

gnalati dalle singole BCN dell'Eurosistema, consentendo così confronti trasversali significativi.

3.2 IL PROCESSO DI CONSOLIDAMENTO

L'Eurosistema pubblica rendiconti consolidati con frequenza maggiore rispetto ai gruppi di imprese commerciali. Benché il concetto di consolidamento sia semplice, il processo per arrivare a una presentazione significativa dei dati aggregati di tutte le banche centrali partecipanti non si limita a una mera somma ma richiede anche una serie di tecniche aggiuntive. La situazione contabile consolidata dell'Eurosistema viene predisposta seguendo i passaggi principali sintetizzati qui di seguito:

- a) In primo luogo, viene effettuata un'aggregazione voce per voce degli importi iscritti nei bilanci della BCE e delle singole BCN, a esclusione di quelli relativi a transazioni intra-Eurosistema.
- b) In secondo luogo, le posizioni della BCE e delle BCN verso soggetti terzi non sono compensate tra loro. Ad esempio, il credito di una BCN verso un'istituzione creditizia e il debito di un'altra BCN nei confronti della medesima istituzione non vengono compensati l'uno con l'altro, ma vengono rilevati su base lorda rispettivamente nell'attivo e nel passivo della situazione contabile consolidata. Ciò rispecchia la circostanza che le banche centrali dell'Eurosistema sono entità giuridiche separate e che, di conseguenza, tali operazioni non possono essere regolate su base netta.
- c) In terzo luogo, i saldi interni all'Eurosistema sono riportati su base netta. Si tratta di un concetto importante dell'esercizio di consolidamento nel corso del quale si procede all'eliminazione dei valori patrimoniali o reddituali che non avrebbero riflesso in contabilità se l'Eurosistema fosse un'entità unica. Conseguentemente, tutti i crediti e i debiti fra le banche centrali partecipanti, compresa la BCE, sono compensati tra loro e non figurano nella situazione contabile

consolidata dell'Eurosistema. Ad esempio, il capitale versato della BCE, composto dai contributi delle BCN dell'area dell'euro e rilevato nella voce "Capitale e riserve" del passivo dello stato patrimoniale della BCE (voce del passivo 15.1)⁸⁾ è compensato con i relativi crediti inclusi nella voce "Partecipazione al capitale della BCE" nell'attivo dello stato patrimoniale di ciascuna BCN (voce dell'attivo 9.1). Un altro esempio è costituito dalla compensazione dei saldi interni all'Eurosistema (voce dell'attivo 9.5 o voce del passivo 10.4) presenti nei bilanci delle banche centrali partecipanti come conseguenza di pagamenti transfrontalieri effettuati tra le banche nell'area dell'euro attraverso il sistema denominato Target2. Poiché le BCN operano all'interno di uno spazio monetario unico, la somma dei saldi Target2 interni all'Eurosistema è nulla. Pertanto, nessuno di questi è rilevato nello stato patrimoniale consolidato dell'Eurosistema⁹⁾.

Le partite interne all'Eurosistema che vengono eliminate in sede di consolidamento sono rappresentate nello stato patrimoniale delle BCN e della BCE all'interno di voci appositamente create per agevolare tale processo. La tavola 1 riassume le partite intra-Eurosistema che sono oggetto di eliminazione.

Un esempio pratico di applicazione del processo di consolidamento è costituito dall'operazione di offerta di liquidità in dollari statunitensi alle controparti dell'Eurosistema attraverso la linea di *swap* della BCE con il Federal Reserve System statunitense. La figura nel riquadro 1 illustra il principio di esecuzione decentrata di questa operazione evidenziando i flussi di capitali dalla Federal Reserve verso la BCE e da quest'ultima verso le BCN che effettuano le operazioni con le controparti locali.

- 8) Le poste di bilancio richiamate in questa sezione si riferiscono alle voci dello schema di stato patrimoniale riportato nell'allegato VIII dell'Indirizzo relativo al quadro contabile.
- 9) Per maggiori ragguagli sul significato economico dei saldi Target2, cfr. il riquadro 4 *I saldi Target2 delle banche centrali nazionali nell'area dell'euro*, nel numero di ottobre 2011 di questo Bollettino.

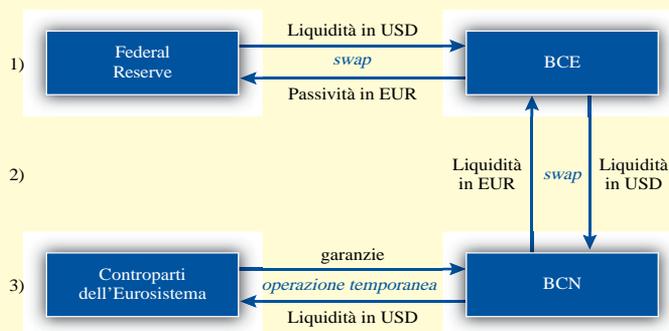
Tavola I Partite intra-Eurosistema che vengono eliminate nel processo di consolidamento

Voce dell'attivo 9.1 (BCN) "Partecipazione al capitale della BCE"	↔	Voce del passivo 15.1 (BCE) "Capitale" (solo il contributo delle BCN dell'Eurosistema)
Voce dell'attivo 9.2 (BCN) "Crediti equivalenti al trasferimento di riserve ufficiali"	↔	Voce del passivo 10.1 (BCE) "Passività equivalenti al trasferimento di riserve ufficiali"
Voce dell'attivo 9.3 (BCE) "Crediti connessi all'emissione di certificati di debito della BCE"	↔	Voce del passivo 10.2 (BCN) "Passività connesse all'emissione di certificati di debito della BCE"
Voce dell'attivo 9.4 (BCN/BCE) "Crediti netti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema"	↔	Voce del passivo 10.3 (BCN) "Passività nette derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema"
Voce dell'attivo 9.5 (BCN/BCE) "Altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema"	↔	Voce del passivo 10.4 (BCN/BCE) "Altre passività nell'ambito dell'Eurosistema"

Riquadro I

OFFERTA DI LIQUIDITÀ IN DOLLARI STATUNITENSIS ALLE CONTROPARTI DELL'EUROSISTEMA NEL QUADRO DELLA LINEA DI SWAP CONCORDATA FRA LA BCE E IL FEDERAL RESERVE SYSTEM

A dicembre 2007, per fronteggiare le accresciute difficoltà di accesso ai finanziamenti a breve termine¹⁾, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di condurre operazioni finalizzate all'immissione di liquidità in dollari statunitensi connesse al programma di anticipazioni a termine tramite asta (*Term Auction Facility*). Come mostra la figura, il meccanismo opera nel modo seguente: in primo luogo, la Federal Reserve eroga alla BCE dollari statunitensi in cambio di euro; in secondo luogo, la BCE conduce operazioni di *back-to-back swap* con le BCN per trasferire loro gli importi così ottenuti; in terzo luogo, le BCN utilizzano tali importi per eseguire operazioni di immissione di liquidità in dollari (operazioni temporanee) con le controparti idonee dell'Eurosistema. L'impatto complessivo sulla posizione dell'Eurosistema rispecchia esclusivamente i saldi verso soggetti terzi, nel senso che si registra un aumento della voce 6 del passivo "Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro" (dove è iscritta la passività in euro nei confronti della Federal Reserve) e un aumento equivalente della voce 3 dell'attivo "Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro"²⁾ (in cui sono rilevati i crediti verso le controparti dell'Eurosistema). I saldi interni all'Eurosistema derivanti dai pagamenti in euro fra la BCE e le BCN sono invece eliminati.



1) Cfr. il comunicato stampa del 12 dicembre 2007 (disponibile sul sito Internet della BCE all'indirizzo: <http://www.ecb.europa.eu>).
2) Per maggiori dettagli sulla struttura della situazione contabile consolidata settimanale dell'Eurosistema, cfr. la sezione 4 dell'articolo.

4 LA SITUAZIONE CONTABILE CONSOLIDATA SETTIMANALE E LE SUE COMPONENTI

Il principale documento contabile pubblicato dall'Eurosistema - prodotto con la tecnica del consolidamento - è la situazione contabile consolidata settimanale, che mostra le attività e le passività dell'Eurosistema nei confronti di soggetti terzi e può costituire uno strumento utile per gli analisti esterni e, in particolare, per quanti sono interessati alla politica monetaria e valutaria e alle attività di investimento dell'Eurosistema. La tavola 2 ne illustra la struttura.

La situazione contabile consolidata settimanale dell'Eurosistema è strutturata in modo tale che: le voci in valuta (ad esempio, la voce 2 dell'attivo) sono tenute distinte da quelle denominate in euro (come la voce 4 dell'attivo); gli strumenti di politica monetaria (come la voce 5 dell'attivo) e i fattori autonomi di liquidità¹⁰⁾ sono ri-

10) Per fattori autonomi di liquidità si intendono le poste dello stato patrimoniale consolidato dell'Eurosistema diverse dalle operazioni di politica monetaria che immettono o assorbono liquidità e quindi influiscono sui conti correnti costituiti dagli enti creditizi presso l'Eurosistema, principalmente con l'obiettivo di soddisfare l'obbligo di riserva. I fattori autonomi includono i depositi delle amministrazioni pubbliche presso l'Eurosistema, le banconote in circolazione e le attività nette sull'estero dell'Eurosistema.

Tavola 2 Schema di presentazione della situazione contabile consolidata settimanale dell'Eurosistema

■ Posizione in valuta ■ Rifinanziamento netto a favore di istituzioni creditizie	
Attivo	Passivo
1 Oro e crediti in oro	1 Banconote in circolazione
2 Crediti denominati in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro	2 Passività denominate in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro relative a operazioni di politica monetaria
2.1 Crediti verso l'FMI	2.1 Conti correnti (inclusi i depositi di riserva obbligatoria)
2.2 Conti presso banche e investimenti in titoli, prestiti esteri e altre attività sull'estero	2.2 Depositi presso la banca centrale
3 Crediti denominati in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro	2.3 Depositi a tempo determinato
4 Crediti denominati in euro verso non residenti nell'area dell'euro	2.4 Operazioni temporanee di regolazione puntuale (<i>fine tuning</i>)
4.1 Conti presso banche, investimenti in titoli e prestiti	2.5 Depositi connessi a richieste di margini
4.2 Crediti derivanti dalla linea di finanziamento nel quadro degli AEC II	3 Altre passività denominate in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro
5 Rifinanziamenti denominati in euro a favore di istituzioni creditizie dell'area dell'euro relativi a operazioni di politica monetaria	4 Certificati di debito emessi
5.1 Operazioni di rifinanziamento principali	5 Passività denominate in euro verso altri residenti nell'area dell'euro
5.2 Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	5.1 Pubblica amministrazione
5.3 Operazioni temporanee di regolazione puntuale (<i>fine tuning</i>)	5.2 Altre passività
5.4 Operazioni temporanee di tipo strutturale	6 Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro
5.5 Operazioni di rifinanziamento marginale	7 Passività denominate in valuta estera verso residenti nell'area dell'euro
5.6 Crediti connessi a richieste di margini	8 Passività denominate in valuta estera verso non residenti nell'area dell'euro
6 Altri crediti denominati in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	8.1 Depositi, conti di natura diversa e altre passività
7 Titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	8.2 Passività derivanti dalla linea di finanziamento nel quadro degli AEC II
7.1 Titoli detenuti ai fini della politica monetaria	9 Contropartita dei diritti speciali di prelievo assegnati dall'FMI
7.2 Altri titoli	10 Altre passività
8 Crediti verso la pubblica amministrazione denominati in euro	11 Conti di rivalutazione
9 Altre attività	12 Capitale e riserve
Totale attivo	Totale passivo

levati separatamente; le posizioni nei confronti dei residenti nell'area dell'euro (ad esempio, la voce 3 dell'attivo) sono distinte da quelle nei confronti dei non residenti (ad esempio, la voce 2 dell'attivo); le posizioni nei confronti del settore finanziario (come la voce 3 del passivo) hanno separata evidenza rispetto a quelle riguardanti le amministrazioni pubbliche e gli altri soggetti (ad esempio, la voce 5 del passivo). Queste modalità espositive dei saldi sono tese a fornire una struttura utile a diverse categorie di lettori. Quanti si occupano di gestione della liquidità saranno ad esempio più interessati alle voci che riflettono in termini aggregati l'offerta di liquidità dell'Eurosistema, mentre gli esperti di statistica si concentreranno maggiormente – per fini analitici – su aspetti quali la scomposizione per paese di residenza delle controparti.

Un'altra caratteristica propria della situazione contabile consolidata settimanale dell'Eurosistema è rappresentata dal fatto che durante il trimestre le poste di bilancio esprimono solo i flussi connessi a transazioni finanziarie, mentre al termine di ogni trimestre, a seguito del processo di rivalutazione, i saldi sono valutati ai tassi e ai prezzi di mercato. Questo approccio offre ai *policy maker* e agli altri utenti il vantaggio di coniugare due prospettive: quella orientata ai flussi di cassa, utile a valutare l'effetto dei soli flussi di liquidità e quella tesa a riflettere i valori economici, grazie al loro aggiornamento periodico (trimestrale). Le rettifiche di fine trimestre sono rilevate in una colonna separata e possono quindi essere tenute distinte dalle operazioni ordinarie, in modo da accrescere la trasparenza e agevolare l'analisi.

La situazione contabile consolidata settimanale dell'Eurosistema viene pubblicata assieme a una nota esplicativa che ne agevola l'interpretazione e offre ulteriori ragguagli sull'evoluzione delle principali poste di bilancio rispetto alla settimana precedente. La nota distingue tra voci non relative a operazioni di politica monetaria (come ad esempio la posizione in valuta estera, l'oro e le banconote in circolazione) e voci relative a operazioni di politica monetaria (quali il rifinanziamento netto a favore di istituzioni creditizie e i titoli detenuti per finalità di politica monetaria).

5 I PRINCIPI E LE REGOLE CONTABILI FONDAMENTALI DELL'EUROSISTEMA

5.1 PRINCIPI CONTABILI

Il quadro contabile dell'Eurosistema si basa, nei suoi tratti salienti, su regole generalmente accettate per la rilevazione delle attività e delle passività e su principi contabili fondamentali quali: realtà economica e trasparenza; rilevanza; continuità operativa; competenza; coerenza e comparabilità. Particolare importanza viene attribuita al principio della prudenza nella rilevazione delle componenti reddituali, la cui applicazione nel contesto dell'Eurosistema dovrebbe, in ultima istanza, favorire l'accumulo di risorse finanziarie, contribuendo così alla solidità patrimoniale.

Una banca centrale che operi con un patrimonio considerato insufficiente potrebbe essere ritenuta non indipendente dal punto di vista finanziario e, di conseguenza, non credibile nella propria azione. Si può pertanto affermare, in generale, che un patrimonio inadeguato può influire sulla capacità della banca centrale di conseguire i propri obiettivi di politica monetaria. È quindi opportuno tenere conto dei seguenti fattori specifici dell'Eurosistema che potrebbero incidere sulla dotazione patrimoniale:

- i rischi intrinseci connessi con determinate poste di bilancio, legati, in particolare, alla quota elevata di stato patrimoniale esposta al rischio di cambio e di tasso di interesse ¹¹⁾;
- le disposizioni nazionali in tema di distribuzione degli utili delle BCN (oggi operanti in 17 giurisdizioni diverse), che potrebbero limitare la capacità di mantenere adeguate risorse patrimoniali (ad esempio, attraverso la costituzione di riserve);

11) Poiché la maggior parte delle attività e passività dell'Eurosistema è soggetta a rivalutazioni periodiche ai tassi di cambio e ai prezzi di mercato correnti, la redditività dipende in larga parte dall'esposizione all'andamento dei tassi di cambio e – in misura minore – dei tassi di interesse.

– il fatto che le attività non sono sempre prontamente negoziabili, per motivi riconducibili alla loro natura (come nel caso dell'oro che l'Eurosistema detiene in misura significativa) o perché eventuali transazioni potrebbero essere interpretate come un segnale di indirizzo delle politiche della BCE.

Atteso che gli utili delle banche centrali dell'Eurosistema vengono distribuiti di norma in modo incondizionato, come percentuale dell'utile d'esercizio, mentre le perdite non sono in genere ripianate automaticamente dai rispettivi governi, le BCN sono esposte al rischio di erosione patrimoniale¹²⁾. Il quadro contabile può quindi influire in misura significativa sulla capacità dell'Eurosistema di trattenere risorse finanziarie, assicurando così un'adeguata solidità patrimoniale. Per fronteggiare tale rischio un ruolo rilevante viene attribuito al principio di prudenza.

5.2 REGOLE CONTABILI

RILEVAZIONE DELLE COMPONENTI REDDITUALI

Alla luce dei suddetti fattori, l'applicazione del principio di prudenza richiede la definizione di un sistema appropriato di regole per la rilevazione delle componenti reddituali in base al quale le plusvalenze non realizzate, vale a dire gli utili risultanti dalla rivalutazione delle attività, non sono rilevate come ricavi a conto economico ma vengono iscritte in un conto di rivalutazione nel passivo dello stato patrimoniale e non rientrano negli utili distribuibili. Le minusvalenze non realizzate sono invece imputate al conto economico di fine esercizio. Questa regola si applica alle disponibilità in valuta, oltre che ai portafogli di titoli (ad esclusione di quelli classificati come "detenuti fino a scadenza") e ai derivati. Inoltre, non viene effettuata alcuna compensazione di plusvalenze o minusvalenze relative a un titolo o a una valuta con minusvalenze o plusvalenze riguardanti altri titoli o valute (di seguito "principio di non compensazione").

Il trattamento asimmetrico di plusvalenze e minusvalenze da valutazione offre alcuni vantaggi alle banche centrali. Anzitutto permette loro di non distribuire utili non realizzati che potrebbero essere successivamente annullati da un calo dei

tassi di cambio e dei prezzi delle attività, con conseguenti perdite ed erosione patrimoniale. In secondo luogo, consente l'accumulo automatico di risorse finanziarie nelle fasi di congiuntura favorevole e il successivo utilizzo delle stesse quando gli andamenti dei mercati siano meno positivi, poiché i conti di rivalutazione costituiscono una prima linea di difesa per l'assorbimento delle minusvalenze. Tali vantaggi potrebbero controbilanciare il potenziale impatto negativo di alcuni dei richiamati fattori specifici dell'Eurosistema, in particolare l'esposizione ai rischi di bilancio e i diversi livelli di controllo in materia di regole di distribuzione degli utili. L'approccio asimmetrico viene pertanto ritenuto adatto a rappresentare l'operatività dell'Eurosistema¹³⁾.

ACCANTONAMENTI

Gli accantonamenti costituiscono un altro aspetto importante dei regimi contabili delle banche centrali dell'Eurosistema e sono disciplinati dalla normativa locale applicabile alle singole BCN. Le regole contabili della BCE e di una serie di BCN dell'area dell'euro permettono la costituzione di fondi rischi generali per i rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro. Un fondo di questo tipo fu introdotto per la BCE nel 2005; da allora le sue dimensioni sono aumentate costantemente, raggiungendo, alla fine del 2011, 6,4 miliardi di euro. Esso ha accresciuto la capacità della BCE di fronteggiare i rischi finanziari in quanto può essere utilizzato per ripianare perdite future realizzate e non realizzate, in particolare minusvalenze non coperte dai conti di rivalutazione. L'entità del fondo e l'esigenza stessa di continuare a disporre sono valutate con cadenza annuale alla luce di una serie di fattori, fra cui in particolare: l'ammontare di attività rischiose detenute, la misura in cui l'esposizione ai rischi si

12) Un sistema di distribuzione degli utili o di ricapitalizzazione adeguatamente concepito potrebbe compensare gli effetti delle norme contabili in modo da consentire comunque un livello sufficiente di patrimonializzazione.

13) Al tempo stesso si potrebbe tuttavia sostenere che, a causa dell'"approccio asimmetrico", i risultati economici effettivi di una banca centrale non trovano riflesso nei suoi utili di bilancio; nell'ottica della gestione del rischio o delle operazioni di mercato, le plusvalenze sarebbero di norma considerate negli indici di redditività.

è concretizzata nell'esercizio corrente, i risultati previsti per l'anno successivo e una valutazione dei rischi che prevede il calcolo per le attività rischiose dei relativi valori a rischio (VaR), condotta in modo coerente nel corso del tempo¹⁴.

Questo importante sistema di accantonamento costituisce pertanto una peculiarità delle banche centrali, giustificata dalla natura delle operazioni da esse effettuate e dalla conseguente struttura dei rischi intrinseci nei loro bilanci. I fondi rischi generali sono definiti "accantonamenti assimilabili alle riserve" nello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea e, benché non identificati esplicitamente in tal senso, sono considerati parte del patrimonio della banca centrale¹⁵. La loro importanza è cresciuta recentemente alla luce del rischio di credito insito nelle attività in essere verso governi e istituzioni finanziarie come conseguenza delle operazioni di maggiore sostegno al credito.

Oltre ai principi generali, il quadro contabile dell'Eurosistema contempla un numero considerevole di regole di dettaglio, aventi natura obbligatoria, che rendono possibile il trattamento armonizzato delle operazioni fondamentali di banca centrale. Dalla panoramica delle regole principali fornita nella tavola 4 emerge che l'Indirizzo relativo al quadro contabile affronta le questioni contabili più importanti per le attività di banca centrale, stabilendo non soltanto i principi generali ma anche i dettagli applicativi¹⁶. Il trattamento contabile delle altre operazioni effettuate dalle singole banche centrali è disciplinato dalla normativa locale, che può fare riferimento agli standard internazionali generalmente accettati. La BCE, per le poste che non trovano disciplina diretta nel proprio quadro giuridico¹⁷ e in assenza di decisioni contrarie del Consiglio direttivo, applica le regole di valutazione contenute negli IFRS¹⁸.

6 LE DIFFERENZE PRINCIPALI RISPETTO AGLI IFRS

Questa sezione evidenzia le differenze principali tra il quadro contabile dell'Eurosistema e gli IFRS, che rappresentano i principi maggior-

mente riconosciuti a livello internazionale¹⁹; tali differenze sono dettate dall'esigenza di tener conto della natura specifica delle operazioni effettuate dalle banche centrali dell'Eurosistema. L'Indirizzo relativo al quadro contabile non si discosta quindi in maniera sostanziale dagli IFRS per quanto concerne i postulati fondamentali del bilancio, ma pone l'accento sul principio di prudenza e questo dà origine a differenze essenziali in materia di rilevazione delle componenti reddituali e degli accantonamenti.

Gli IFRS non consentirebbero di fatto alle banche centrali di dotarsi dei fondi patrimoniali necessari per rispondere ad andamenti di mercato sfavorevoli. In primo luogo, la loro applicazione porterebbe a includere nella determinazione dell'utile le plusvalenze non realizzate relative agli strumenti finanziari (diversi da quelli valutati al costo ammortizzato) e alle poste denominate in valuta estera (IFRS 9 e IAS 21). Nel caso dell'Eurosistema, questo potrebbe dare origine a un processo di erosione patrimoniale poiché l'utile distribubile delle BCN viene di norma determinato in modo automatico come percentuale del risultato di esercizio. In secondo luogo, gli IFRS/IAS non permettono, al momento, la rilevazione in bilancio di fondi di accantonamento generali, di natura prospettica e a fronte di perdite potenziali future (accantonamenti "precauzionali"); ai sensi dello IAS 37, la rilevazione in bilancio di un fondo di accantonamento è consentita soltanto in circostanze molto circoscritte e specifiche, vale a dire se e solo se: "l'entità ha un'obbligazione in corso

14) Cfr. *Rapporto annuale 2010*, BCE, aprile 2011, pag. 211.

15) Cfr. l'articolo 48 dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea (Statuto del SEBC).

16) Uno degli aspetti del quadro di rendicontazione dell'Eurosistema percepiti negativamente è l'assenza di regole vincolanti in materia di informativa di bilancio applicabili in tutto l'Eurosistema; cfr. anche la tavola nella Sezione 6.

17) Disponibile sul sito Internet della IFRS Foundation e dell'International Accounting Standards Board (IASB) all'indirizzo: <http://www.ifrs.org>.

18) Cfr. la Decisione della Banca centrale europea dell'11 novembre 2010 sul bilancio annuale della Banca centrale europea (BCE/2010/21) (GU L 35 del 9 febbraio 2011, pagg. 1-16).

19) La sezione tiene conto del nuovo IFRS 9 pubblicato dallo IASB a ottobre 2010, che attualmente sostituisce alcune parti dello IAS 39. L'applicazione dell'IFRS 9, che a regime sostituirà interamente lo IAS 39, nell'Unione europea è subordinata al completamento del processo di omologazione.

Tavola 3 Principali differenze tra le regole contabili di rilevazione e di rendicontazione dell'Eurosistema e i principi contabili internazionali (International Financial Reporting Standards, IFRS)

Oggetto	Eurosistema	IFRS
Principali categorie per la classificazione degli strumenti finanziari	<ul style="list-style-type: none"> – Titoli detenuti fino a scadenza – Titoli negoziabili diversi da quelli detenuti fino a scadenza – Strumenti azionari negoziabili – Azioni illiquide e ogni altro strumento azionario detenuto come investimento permanente – Prestiti – Operazioni “fuori bilancio” 	<ul style="list-style-type: none"> – Attività/passività finanziarie valutate al costo ammortizzato¹⁾ – Attività/passività finanziarie valutate al <i>fair value</i> (IFRS 9)
Criterio di valutazione delle principali categorie di attività e passività finanziarie	<ul style="list-style-type: none"> – Titoli detenuti fino a scadenza e strumenti non negoziabili: costo ammortizzato soggetto a riduzione di valore – Titoli diversi da quelli detenuti fino a scadenza e strumenti azionari negoziabili: prezzo di mercato – Azioni illiquide e altri strumenti azionari detenuti come investimento permanente: costo soggetto a riduzione di valore – Prestiti: valore nominale – Operazioni “fuori bilancio”: valore di mercato 	Attività/passività finanziarie valutate al costo ammortizzato o al <i>fair value</i> in linea con la loro classificazione (cfr. le categorie indicate in precedenza). Le attività finanziarie valutate al costo ammortizzato sono soggette a riduzione di valore (IFRS 9)
Principali regole di rilevazione delle componenti reddituali relative agli strumenti finanziari	<p>“Approccio asimmetrico” per la rilevazione delle plusvalenze e delle minusvalenze su:</p> <ul style="list-style-type: none"> – i titoli diversi da quelli detenuti fino a scadenza, – gli strumenti azionari negoziabili, – le operazioni “fuori bilancio”, – gli effetti della conversione degli elementi monetari ai tassi di cambio correnti 	<ul style="list-style-type: none"> – Plusvalenze e minusvalenze risultanti dalle “attività/passività finanziarie valutate al <i>fair value</i>” rilevate a conto economico (IFRS 9) – Rilevazione facoltativa a patrimonio dell’importo della rivalutazione degli strumenti azionari non detenuti a fini di negoziazione (IFRS 9) – Elementi monetari convertiti ai tassi di cambio correnti con effetto sul conto economico (IAS 21)
Accantonamenti	È consentita l’iscrizione di fondi rischi generali per perdite attese a condizione che ciò non sia in contrasto con la normativa in materia	I fondi di accantonamento possono essere iscritti solo se: sussiste un’obbligazione che deriva da un evento passato; si prevede che per adempiere a tale obbligazione si renderà necessario l’impiego di risorse atte a produrre benefici economici; può essere effettuata una stima attendibile dell’importo derivante dall’adempimento dell’obbligazione (IAS 37)
Regole contabili per le operazioni di copertura	Le regole contabili sulle operazioni di copertura riguardano esclusivamente la copertura del rischio di tasso di interesse sui titoli mediante strumenti derivati e la copertura delle posizioni in diritti speciali di prelievo (DSP) attraverso le divise del paniere sottostante	Regole generali di contabilizzazione delle operazioni di copertura delle variazioni del <i>fair value</i> e dei flussi finanziari (materia ancora coperta dallo IAS 39)
Obblighi di informativa concernenti gli strumenti finanziari	Informativa armonizzata sulle voci di interesse comune della BCE e delle BCN (avente natura di raccomandazione)	Informativa completa come specificato nell’IFRS 7
Documenti di bilancio	Il rendiconto finanziario e il prospetto della redditività complessiva non sono predisposti poiché si ritiene che non forniscano informazioni aggiuntive di rilievo in considerazione del ruolo di banca centrale svolto dalla BCE e dalle BCN	Lo IAS 1 richiede sia il rendiconto finanziario sia il prospetto della redditività complessiva
Presentazione (stato patrimoniale, conto economico)	Orientata verso l’analisi della politica monetaria	Schema con finalità informative generali (IAS 1)

1) Le attività sono incluse in questa categoria se sono detenute in base a un modello di gestione avente come finalità l’ottenimento di flussi di cassa contrattuali e se sono disciplinate da condizioni contrattuali che prevedono il pagamento di capitale e interessi a date specificate.

quale risultato di un evento passato; è probabile che per adempiere all'obbligazione si renderà necessario l'impiego di risorse atte a produrre benefici economici; può essere effettuata una stima attendibile dell'importo derivante dall'adempimento dell'obbligazione"²⁰⁾.

Il quadro dell'Eurosistema differisce dagli IFRS anche quanto agli obblighi di rilevazione e rendicontazione di altri elementi importanti e in particolare in materia di: contabilizzazione delle operazioni di copertura, obblighi di classificazione e informativa riguardanti gli strumenti finanziari, documenti e presentazione del bilancio.

Dalla breve disamina delle differenze più rilevanti tra il modello contabile dell'Eurosistema e gli IFRS riportata nella tavola 3 emerge il diverso trattamento delle principali operazioni di politica monetaria²¹⁾. Al tempo stesso, standard generalmente accettati come gli IFRS possono costituire una base appropriata per le operazioni non fondamentali, ad esempio per quelle connesse alle immobilizzazioni o agli obblighi pensionistici. È stato già ricordato che, per la predisposizione del bilancio annuale, la BCE segue i principi di valutazione IFRS²²⁾ per quanto non espressamente disciplinato dal proprio quadro contabile²³⁾.

7 L'EVOLUZIONE RECENTE DEL QUADRO CONTABILE

Il quadro contabile dell'Eurosistema è stato modificato negli ultimi anni per tener conto delle nuove attività svolte dalle banche centrali dell'Eurosistema e riflettere adeguatamente le operazioni di maggiore sostegno al credito. Le modifiche hanno riguardato le regole in materia di: strumenti sintetici²⁴⁾, copertura del rischio di tasso di interesse sui titoli, copertura del rischio di cambio sulle posizioni in diritti speciali di prelievo (DSP), portafogli di titoli classificati come detenuti fino a scadenza e il fondo di accantonamento dell'Eurosistema a fronte del rischio di credito derivante dalle operazioni di politica monetaria.

La recente decisione di introdurre regole contabili per gli strumenti sintetici e per la copertura

del rischio di tasso di interesse sui titoli e del rischio di cambio sulle posizioni in DSP è stata adottata come risposta all'utilizzo di nuove tecniche di gestione del rischio da parte delle banche centrali. Tali regole, che permettono di compensare le plusvalenze/minusvalenze delle voci coperte con le minusvalenze/plusvalenze degli strumenti di copertura (o con i risultati della rivalutazione dei singoli strumenti combinati per formare uno strumento sintetico), hanno permesso di rappresentare meglio sia la realtà economica sia le prassi in materia di gestione del rischio. Ciò ha contribuito a evitare le problematiche di valutazione che sarebbero sorte applicando l'approccio di valutazione asimmetrica e il principio di "non compensazione" dell'Eurosistema individualmente alla voce coperta e allo strumento di copertura (o ai singoli strumenti combinati per formare uno strumento sintetico).

Il trattamento contabile dei titoli classificati come detenuti fino a scadenza è stato applicato per contabilizzare i titoli acquistati per finalità di politica monetaria, che sono rilevati nella voce 7.1 dell'attivo dello stato patrimoniale dell'Eurosistema e che, attualmente, includono le obbligazioni garantite emesse dalle istituzioni creditizie dell'area dell'euro e i titoli di Stato, acquistati rispettivamente nell'ambito dei programmi CBPP e SMP. Poiché il Consiglio direttivo ha deciso di detenere tali titoli fino a scadenza, le variazioni del loro valore di mercato non trovano riflesso nello stato patrimoniale. I titoli detenuti fino a scadenza sono assoggettati a verifiche annuali per valutare l'esi-

20) Cfr. l'articolo 14 dello IAS 37 (disponibile sul sito Internet della IFRS Foundation e dello IASB all'indirizzo: <http://www.ifrs.org>).

21) Analogamente, altre importanti banche centrali applicano regole che si discostano da quelle generalmente accettate nelle rispettive giurisdizioni. Nel Federal Reserve System, ad esempio, il Board of Governors ha adottato un quadro contabile ad hoc che differisce dai principi contabili generalmente accettati (*Generally Accepted Accounting Principles, GAAP*) statunitensi; cfr. Board of Governors del Federal Reserve System, *97th Annual Report 2010*, giugno 2011, pag. 356.

22) La BCE non è tuttavia tenuta a seguire le norme IFRS in materia di informativa di bilancio.

23) Cfr. l'articolo 24 della Decisione della Banca centrale europea dell'11 novembre 2010 sul bilancio della Banca centrale europea (BCE/2010/21) (GU L 35 del 9 febbraio 2011, pagg. 1-16).

24) Uno strumento sintetico è uno strumento finanziario creato artificialmente combinando due o più strumenti con l'obiettivo di replicare i flussi di cassa e i risultati da valutazione di un altro strumento.

stenza di eventuali perdite di valore (*impairment test*), che seguono la logica del modello fondato sulle perdite sostenute (*incurred loss model*). Ciò vuol dire che il loro valore recuperabile viene riconsiderato soltanto se esistono riscontri oggettivi (un evento scatenante, o *trigger event*) circa la possibilità che non siano rimborsati interamente²⁵⁾.

Nel 2008, dopo l'insolvenza di diverse controparti nelle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema, il Consiglio direttivo ha deciso, in linea con il principio della prudenza, di costituire un fondo di accantonamento a fronte dei rischi di controparte²⁶⁾. Esso è alimentato dalle BCN in proporzione alle rispettive quote di partecipazione al capitale della BCE secondo lo schema di sottoscrizione vigente nell'anno in cui si verifica l'insolvenza ed è iscritto in modo decentrato nei bilanci delle BCN²⁷⁾. L'ammontare del fondo – inizialmente fissato a 5,7 miliardi di euro, pari alla perdita potenziale derivante dalla differenza tra il valore di mercato dei titoli stanziati in garanzia e il valore dei crediti in essere al momento dell'insolvenza – è rivisto con cadenza annuale e aggiustato in relazione alla vendita delle garanzie e alle prospettive di recupero. Le rispettive quote sono rilevate nella voce “Fondi di accantonamento” dello stato patrimoniale delle BCN²⁸⁾. Il fondo è sceso a 0,9 miliardi di euro alla fine del 2011 e sarà definitivamente utilizzato al completamento della vendita delle garanzie.

8 CONCLUSIONI

Il sistema di regole per la rilevazione e la rendicontazione contabile dell'Eurosistema permette a quest'ultimo di comunicare in modo trasparente la propria posizione finanziaria ai soggetti

interessati. Esso è stato adattato nel tempo per tener conto delle nuove operazioni condotte dall'Eurosistema e soddisfare le esigenze informative dei soggetti interessati. Le regole armonizzate permettono il consolidamento dei bilanci delle singole banche centrali partecipanti e si fondano su principi definiti in modo tale da tenere adeguato conto della natura specifica dell'Eurosistema, al cui interno le banche centrali sono, da un lato, esposte a considerevoli rischi di bilancio e, dall'altro, condizionate, nella loro capacità istituzionale di controllare la distribuzione degli utili, dal rispetto delle norme vigenti nella giurisdizione di appartenenza. In tali circostanze le regole contabili, che pongono l'accento sul principio della prudenza, costituiscono una valida base che concorre a preservare sia la solidità sia l'indipendenza finanziaria dell'Eurosistema.

- 25) In questo contesto va ricordato che i responsabili dell'elaborazione degli standard presso l'IFRS Foundation e lo IASB stanno attualmente prendendo in considerazione il passaggio a un modello fondato sulle perdite attese (“*expected loss model*”), il quale non subordina la rilevazione delle perdite su crediti al verificarsi di un evento scatenante. Con questo nuovo approccio le perdite attese sarebbero rilevate *in toto* o in parte fin dal momento dell'acquisto dell'attività. L'applicazione del nuovo metodo alle banche centrali che acquistano titoli per sostenere determinati segmenti di mercato è discutibile: la rilevazione immediata delle perdite attese su tali attività potrebbe determinare un'errata percezione di inefficienza degli interventi di politica monetaria e potrebbe di conseguenza nuocere all'obiettivo degli interventi stessi.
- 26) Cfr. anche il comunicato stampa del 5 marzo 2009 (disponibile sul sito Internet della BCE all'indirizzo: <http://www.ecb.europa.eu>).
- 27) Ai sensi dell'articolo 32, paragrafo 4, dello Statuto del SEBC, le eventuali perdite sono sostenute interamente dalle BCN dell'Eurosistema in proporzione alle quote versate di capitale della BCE nell'anno in cui si è verificata l'insolvenza.
- 28) I connessi crediti verso le controparti inadempienti sono stati inoltre riclassificati, vale a dire spostati dalla voce dell'attivo “Rifinanziamenti a favore di istituzioni creditizie dell'area dell'euro relativi a operazioni di politica monetaria” alla voce dell'attivo “Altre attività” (cfr. la situazione contabile consolidata dell'Eurosistema al 6 marzo 2009, disponibile sul sito Internet della BCE all'indirizzo: <http://www.ecb.europa.eu>).

Tavola 4 Panoramica delle principali regole contabili dell'Eurosistema

Oggetto	Indicazione
Frequenza di rivalutazione delle posizioni in oro, degli strumenti denominati in valuta estera, dei titoli (diversi da quelli classificati come detenuti fino a scadenza) e degli altri strumenti finanziari	Trimestrale, anche se è consentita una frequenza maggiore a fini interni
Rilevazione dei flussi finanziari	Poste patrimoniali presentate ai valori di transazione nella rendicontazione giornaliera. Ratei rilevati nelle “Altre attività” / “Altre passività”. Gli importi delle rivalutazioni sono rilevati solo a fine trimestre.

Oggetto	Indicazione
Struttura delle situazioni contabili dell'Eurosistema	Gli schemi delle situazioni contabili dell'Eurosistema sono definiti negli allegati V-VII dell'Indirizzo relativo al quadro contabile. Gli schemi raccomandati per lo stato patrimoniale e il conto economico delle banche centrali nazionali sono specificati negli allegati VIII e IX.
Principio di non compensazione delle rivalutazioni	La rivalutazione viene effettuata distintamente per ogni valuta per le posizioni in valuta estera e per ogni codice ISIN per i titoli.
Copertura delle disponibilità in DSP	Le consistenze in DSP e quelle nelle singole valute sottostanti il paniere dei DSP designate a copertura sono trattate come un'unica posizione.
Copertura del rischio di tasso di interesse sui titoli mediante strumenti derivati	Limitatamente alla microcopertura di un titolo o di un gruppo di titoli aventi caratteristiche simili, fatta salva l'adeguata documentazione della relazione di copertura.
Cessione di titoli classificati come detenuti fino a scadenza	La vendita di titoli classificati come detenuti fino a scadenza è consentita in ciascuna delle seguenti circostanze: quando il quantitativo venduto è non significativo; quando la vendita avviene ad un mese dalla scadenza; quando si verificano circostanze eccezionali, quali un deterioramento significativo del merito di credito dell'emittente o in seguito a una decisione del Consiglio direttivo.
Strumenti sintetici	Le plusvalenze e le minusvalenze di strumenti combinati tra loro per formare uno strumento sintetico si compensano fra loro a fine esercizio.
Banconote in circolazione	Metodo contabile esplicitamente descritto nell'articolo 12 dell'Indirizzo relativo al quadro contabile
Regole di valutazione delle attività e delle passività finanziarie	Specificate nell'Allegato IV dell'Indirizzo relativo al quadro contabile (cfr. anche la tavola 3 nel paragrafo 6)
Rilevazione delle componenti reddituali	<ul style="list-style-type: none"> - Gli utili e le perdite realizzati sono imputati al conto economico e sono calcolati basandosi sul costo medio. - Le plusvalenze e le minusvalenze non realizzate sono assoggettate all'"approccio asimmetrico" e al "principio di non compensazione". - La riduzione di valore è imputata al conto economico
Trattamento delle operazioni di pronti contro termine	<ul style="list-style-type: none"> - Le operazioni di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine sono iscritte nel passivo dello stato patrimoniale come un deposito garantito - i titoli dati in garanzia rimangono iscritti nello stato patrimoniale. - Le operazioni di acquisto a pronti con patto di rivendita a termine sono iscritte nell'attivo dello stato patrimoniale come erogazione di un prestito garantito - i titoli ricevuti in garanzia non sono iscritti nello stato patrimoniale.
Premi e sconti	Ammortizzati e rappresentati come interessi attivi/passivi nell'arco della vita residua dei titoli, secondo il metodo lineare oppure secondo quello basato sul tasso interno di rendimento (TIR). Il metodo basato sul TIR è tuttavia obbligatorio per i titoli a sconto con vita residua superiore a un anno.
Frequenza e modalità di rilevazione contabile di ratei e risconti	<ul style="list-style-type: none"> - I ratei e risconti a fronte di strumenti finanziari denominati in valuta estera sono calcolati giornalmente, convertiti al tasso di cambio corrente e inclusi nella posizione in valuta. - I ratei e risconti a fronte di strumenti finanziari denominati in euro sono contabilizzati almeno trimestralmente. - I ratei e risconti sulle altre voci sono contabilizzati almeno annualmente.
Profitti e perdite realizzati sui cambi	Derivano da uscite di valuta, vale a dire da diminuzioni della posizione in valuta.

Oggetto	Indicazione
Costo delle operazioni	Metodo del costo medio per l'oro, le valute e i titoli. Il dettaglio delle tecniche di calcolo per ciascuna categoria è descritto nell'Indirizzo relativo al quadro contabile.
Operazioni in valuta	Rilevate in conti fuori bilancio alla data di negoziazione e ricomprese nella posizione netta in valuta estera ai fini del calcolo degli utili e delle perdite realizzati e non realizzati. La differenza fra i tassi di cambio a pronti e a termine matura come interesse attivo o passivo lungo l'arco di vita del contratto a termine.
Opzioni e operazioni fuori bilancio su tassi di interesse	Rilevati alla data di negoziazione. Contabilizzati e rivalutati considerando ogni singola operazione a sé stante e trattati separatamente dalle posizioni sopra la linea. "Approccio asimmetrico" per la rilevazione degli utili e delle perdite.
Rivalutazione di attività e passività al momento dell'adesione all'area dell'euro	Tutte le attività e le passività devono essere rivalutate al momento dell'introduzione dell'euro. È raccomandato che le plusvalenze risultanti non siano considerate come immediatamente distribuibili.

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 2° trim.	1,7	2,4	2,1	-	2,6	1,4	1,42	3,41
3° trim.	1,4	2,3	2,4	-	2,5	0,6	1,56	2,48
4° trim.	1,9	2,1	2,3	-	2,0	-0,2	1,50	2,65
2012 1° trim.	.	.	.	.	.	.	1,04	2,60
2011 ott.	1,7	1,9	2,6	2,5	2,7	0,6	1,58	2,79
nov.	2,1	2,1	1,9	2,0	1,7	-1,0	1,48	3,07
dic.	1,7	1,8	1,6	2,0	1,0	-0,4	1,43	2,65
2012 gen.	2,1	2,3	2,5	2,3	1,1	0,4	1,22	2,67
feb.	2,5	2,8	2,8	.	0,7	.	1,05	2,59
mar.	.	.	.	.	.	.	0,86	2,60

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

	IAPC ^{b)}	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	1,5	1,9	7,3	76,7	-0,5	10,1
2011	2,7	5,9	2,8	1,5	3,5	80,4	0,1	10,2
2011 2° trim.	2,8	6,3	3,3	1,6	4,0	80,9	0,4	10,0
3° trim.	2,7	5,9	2,6	1,3	3,9	80,0	0,2	10,2
4° trim.	2,9	5,1	2,8	0,7	-0,2	79,8	-0,2	10,5
2011 ott.	3,0	5,5	-	-	0,9	79,6	-	10,4
nov.	3,0	5,4	-	-	0,0	-	-	10,5
dic.	2,7	4,3	-	-	-1,6	-	-	10,6
2012 gen.	2,7	3,8	-	-	-1,5	80,0	-	10,7
feb.	2,7	3,6	-	-	.	-	-	10,8
mar.	2,6	.	-	-	.	-	-	.

3. Statistiche sull'estero

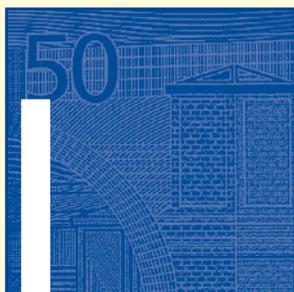
(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	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	-19,6	5,0	224,9	667,1	.	.	103,4	100,7	1,3920
2011 2° trim.	-20,4	-3,0	121,2	580,9	-14,1	119,5	105,2	102,6	1,4391
3° trim.	0,6	3,1	21,1	646,6	-13,8	123,1	103,5	100,6	1,4127
4° trim.	27,9	17,9	-36,1	667,1	.	.	102,1	99,5	1,3482
2012 1° trim.	.	.	.	.	.	.	99,5	96,9	1,3108
2011 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.	19,7	9,5	4,5	667,1	.	.	100,8	98,2	1,3179
2012 gen.	-12,1	-10,1	-53,1	702,4	.	.	98,9	96,3	1,2905
feb.	.	.	.	696,4	.	.	99,6	97,2	1,3224
mar.	.	.	.	.	.	.	99,8	97,4	1,3201

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

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

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



STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

1. Attività

	2 marzo 2012	9 marzo 2012	16 marzo 2012	23 marzo 2012
Oro e crediti in oro	423.445	423.449	423.449	423.450
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	246.981	246.978	246.561	247.482
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	72.110	70.367	71.354	70.758
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	23.269	20.363	18.018	18.645
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	1.130.352	1.118.273	1.149.485	1.155.888
Operazioni di rifinanziamento principali	29.469	17.541	42.178	59.543
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	1.100.076	1.100.076	1.095.505	1.095.505
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	783	632	11.784	834
Crediti connessi a scarti di garanzia	24	23	17	6
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	59.261	57.880	55.269	57.708
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	631.714	631.122	630.446	626.257
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	284.080	283.011	283.399	279.344
Altri titoli	347.633	348.112	347.047	346.913
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	31.176	31.176	31.176	31.176
Altre attività	404.851	406.174	360.536	351.486
Attività totali	3.023.159	3.005.782	2.986.294	2.982.849

2. Passività

	2 marzo 2012	9 marzo 2012	16 marzo 2012	23 marzo 2012
Banconote in circolazione	870.556	870.605	869.106	867.063
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	1.148.864	1.132.702	1.109.076	1.092.866
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	91.402	97.943	132.173	89.273
Depositi <i>overnight</i>	820.819	797.953	758.754	785.393
Depositi a tempo determinato	219.500	219.500	218.000	218.000
Operazioni temporanee di <i>fine tuning</i>	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	17.143	17.305	150	201
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	7.368	7.355	1.529	1.645
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	147.146	145.954	152.956	167.925
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	90.890	92.293	93.408	90.704
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	4.413	3.910	3.901	3.099
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	7.861	7.800	7.376	8.696
Contropartite dei DSP dell'FMI	55.942	55.942	55.942	55.942
Altre passività	213.100	212.191	215.971	217.875
Rivalutazioni	394.029	394.029	394.029	394.029
Capitale e riserve	82.990	83.000	83.000	83.004
Passività totali	3.023.159	3.005.782	2.986.294	2.982.849

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

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

Con effetto dal ¹⁾	Depositi <i>overnight</i> presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento principali			Operazioni di rifinanziamento marginale	
			Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile			
	Tasso fisso		Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Variazione	Livello	Variazione
	Livello	Variazione	Livello	Livello			
	1	2	3	4	5	6	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 28 dic.	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
14	42.178	75	42.178	1,00	-	-	-	-	7
21	59.543	78	59.543	1,00	-	-	-	-	7
28	61.078	81	61.078	1,00	-	-	-	-	7
4 apr.	62.625	80	62.625	1,00	-	-	-	-	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine									
2011 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
14	9.754	19	9.754	1,00	-	-	-	-	28
29	25.127	48	25.127	.	-	-	-	-	91

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso		Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso massimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2011 7 dic.	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
14	Raccolta di depositi a tempo determinato	437.434	91	218.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
21	Raccolta di depositi a tempo determinato	429.702	92	218.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
28	Raccolta di depositi a tempo determinato	322.943	82	213.500	-	-	1,00	0,26	0,26	7
4 apr.	Raccolta di depositi a tempo determinato	415.044	78	213.500	-	-	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, purchè ciò avvenga nel giorno di regolamento di una operazione di rifinanziamento principale.

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

(miliardi di euro; media dei valori giornalieri nel periodo, se non diversamente indicato; tassi d'interesse in valori percentuali in ragione d'anno)

1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva

Aggregato soggetto a riserva nel periodo: (fine periodo)	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva positivo ¹⁾		Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi a vista e depositi con durata prestabilita o rimborsabili con preavviso fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi con durata prestabilita o rimborsabili con preavviso oltre 2 anni	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni
	1	2	3	4	5	6
2008	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9
2009	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7
2010	18.318,2	9.808,5	760,4	2.475,7	1.170,1	4.103,5
2011	18.948,1	9.962,6	644,3	2.683,3	1.335,4	4.322,5
2011 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.	18.970,0	9.790,9	687,7	2.781,2	1.303,5	4.406,8
2012 gen.	19.111,6	9.901,2	684,7	2.784,2	1.343,8	4.397,7

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 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	108,9	4,6	0,0	1,00
10 apr.	105,4				

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 ²⁾	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità ³⁾	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 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
13 mar.	688,2	89,1	860,1	2,2	288,1	621,0	219,5	868,8	129,0	-19,4	108,9	1.598,6

Fonte: BCE.

- 1) È applicato un coefficiente dell'1 per cento a partire dal periodo di mantenimento che comincia il 18 gennaio 2012. Un coefficiente del 2 per cento è applicato a tutti i periodi di mantenimento precedenti.
- 2) 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.
- 3) 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	4.700,3	2.728,5	18,0	1,0	2.709,5	716,9	600,3	10,9	105,7	-	19,9	779,2	8,6	447,3
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.	4.700,3	2.728,5	18,0	1,0	2.709,5	716,9	600,3	10,9	105,7	-	19,9	779,2	8,6	447,3
2011 nov. dic.	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
2012 gen. feb. ⁴⁾	4.740,8	2.762,7	18,0	1,0	2.743,7	731,3	614,7	11,0	105,6	-	20,7	809,4	8,1	408,6
	4.821,7	2.789,0	18,0	1,0	2.770,0	738,0	620,7	11,2	106,2	-	21,0	803,2	8,0	462,4
IFM escluso l'Eurosistema														
2010	32.199,5	17.765,0	1.221,8	11.026,0	5.517,1	4.938,6	1.524,2	1.528,6	1.885,8	59,9	1.233,1	4.321,5	223,5	3.657,9
2011	33.542,8	18.488,0	1.160,0	11.162,1	6.166,0	4.766,9	1.397,5	1.517,9	1.851,5	50,2	1.213,5	4.252,7	233,2	4.538,2
2011 3° trim.	33.658,0	18.445,6	1.145,8	11.296,0	6.003,8	4.674,0	1.415,5	1.458,8	1.799,8	58,4	1.229,9	4.422,2	230,3	4.597,6
4° trim.	33.542,8	18.488,0	1.160,0	11.162,1	6.166,0	4.766,9	1.397,5	1.517,9	1.851,5	50,2	1.213,5	4.252,7	233,2	4.538,2
2011 nov. dic.	33.393,4	18.538,6	1.144,3	11.251,7	6.142,6	4.710,5	1.381,8	1.523,8	1.805,0	56,3	1.228,2	4.278,0	231,5	4.350,3
2012 gen. feb. ⁴⁾	33.722,7	18.508,6	1.156,3	11.195,0	6.157,3	4.839,8	1.448,2	1.521,4	1.870,2	51,7	1.231,7	4.232,7	231,0	4.627,3
	33.721,8	18.483,3	1.140,5	11.164,3	6.178,6	4.928,4	1.496,7	1.528,4	1.903,3	55,8	1.225,3	4.210,8	224,9	4.593,2

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	4.700,3	913,7	2.609,0	63,8	12,1	2.533,1	-	0,0	481,2	287,7	408,7
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.	4.700,3	913,7	2.609,0	63,8	12,1	2.533,1	-	0,0	481,2	287,7	408,7
2011 nov. dic.	4.329,7	892,7	2.367,8	60,9	12,0	2.294,9	-	0,0	489,4	178,2	401,8
2012 gen. feb. ⁴⁾	4.740,8	893,6	2.666,9	108,7	9,8	2.548,4	-	0,0	521,5	243,3	415,5
	4.821,7	892,1	2.752,7	135,6	12,4	2.604,6	-	0,0	526,3	241,2	409,3
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	33.542,8	-	17.267,2	195,5	10.752,4	6.319,3	570,5	5.008,1	2.233,8	3.803,1	4.660,1
2011 3° trim.	33.658,0	-	17.079,3	211,4	10.783,5	6.084,4	607,5	4.955,3	2.203,5	4.027,3	4.785,0
4° trim.	33.542,8	-	17.267,2	195,5	10.752,4	6.319,3	570,5	5.008,1	2.233,8	3.803,1	4.660,1
2011 nov. dic.	33.393,4	-	17.113,4	203,8	10.726,0	6.183,6	603,2	4.943,7	2.204,2	3.970,2	4.558,8
2012 gen. feb. ⁴⁾	33.722,7	-	17.257,8	210,5	10.764,2	6.283,1	547,6	5.015,9	2.257,9	3.859,2	4.784,4
	33.721,8	-	17.287,9	206,8	10.776,4	6.304,8	530,5	5.041,4	2.265,4	3.839,1	4.757,4

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	25.809,9	12.267,4	1.240,4	11.027,0	3.526,1	1.988,0	1.538,1	799,9	5.005,6	232,0	3.979,1
2011	26.809,8	12.341,0	1.178,0	11.163,1	3.526,5	1.997,8	1.528,7	739,1	5.032,0	241,8	4.929,4
2011 3° trim.	27.049,2	12.460,8	1.163,8	11.296,9	3.429,4	1.959,8	1.469,6	752,4	5.189,5	239,0	4.978,0
4° trim.	26.809,8	12.341,0	1.178,0	11.163,1	3.526,5	1.997,8	1.528,7	739,1	5.032,0	241,8	4.929,4
2011 nov.	26.706,3	12.415,0	1.162,3	11.252,7	3.493,0	1.958,3	1.534,7	753,9	5.062,5	240,2	4.741,7
dic.	26.809,8	12.341,0	1.178,0	11.163,1	3.526,5	1.997,8	1.528,7	739,1	5.032,0	241,8	4.929,4
2012 gen.	26.979,6	12.370,3	1.174,3	11.196,0	3.595,3	2.062,9	1.532,4	747,6	5.042,1	239,1	4.985,2
feb. ^(p)	26.979,0	12.323,7	1.158,5	11.165,2	3.656,9	2.117,4	1.539,6	745,4	5.014,0	233,0	5.006,0
Transazioni											
2010	596,3	412,8	206,3	206,5	142,3	144,8	-2,5	5,7	-112,3	2,4	145,3
2011	1.014,7	48,6	-58,8	107,4	143,8	162,9	-19,1	-33,0	-32,4	8,1	879,1
2011 3° trim.	1.382,0	46,0	-6,9	52,9	30,5	36,9	-6,4	-23,2	22,4	1,6	1.304,6
4° trim.	-253,4	-103,4	13,5	-116,9	95,5	56,6	38,9	-14,3	-174,0	3,8	-61,4
2011 nov.	-72,4	-20,5	-1,3	-19,2	43,7	40,0	3,7	5,5	-64,0	0,6	-37,7
dic.	71,2	-82,9	15,1	-98,0	11,3	17,3	-6,0	-15,0	-20,2	2,6	174,9
2012 gen.	237,6	37,2	-3,0	40,2	72,6	64,0	8,6	9,1	19,2	-3,7	103,3
feb. ^(p)	56,4	-36,2	-16,2	-20,0	55,0	48,5	6,5	-1,1	21,6	-5,4	22,6

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle amministrazioni centrali	Depositi di altre amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari 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	25.809,9	808,6	264,2	10.535,1	552,4	2.860,4	2.022,6	4.372,0	4.350,2	44,4
2011	26.809,8	857,5	259,3	10.764,5	520,3	3.050,8	2.220,8	4.090,8	5.068,8	-23,0
2011 3° trim.	27.049,2	831,2	261,5	10.790,1	549,0	3.050,8	2.183,9	4.216,8	5.182,4	-16,5
4° trim.	26.809,8	857,5	259,3	10.764,5	520,3	3.050,8	2.220,8	4.090,8	5.068,8	-23,0
2011 nov.	26.706,3	841,4	264,6	10.738,0	546,9	3.034,3	2.200,9	4.148,3	4.960,6	-28,8
dic.	26.809,8	857,5	259,3	10.764,5	520,3	3.050,8	2.220,8	4.090,8	5.068,8	-23,0
2012 gen.	26.979,6	843,0	319,2	10.774,0	495,9	3.040,1	2.274,6	4.102,6	5.199,8	-69,5
feb. ^(p)	26.979,0	842,5	342,4	10.788,8	474,7	3.031,9	2.290,8	4.080,3	5.166,7	-39,2
Transazioni										
2010	596,3	38,6	11,8	331,6	-98,2	41,6	99,8	-25,5	145,9	50,7
2011	1.014,7	49,1	-0,8	174,3	-26,6	57,2	135,3	-196,9	891,8	-68,7
2011 3° trim.	1.382,0	11,5	-77,5	104,7	6,3	-16,4	49,7	-11,0	1.339,7	-24,9
4° trim.	-253,4	26,4	-2,2	-32,3	-6,6	-41,3	46,1	-112,5	-104,4	-26,6
2011 nov.	-72,4	3,9	2,7	-45,9	6,5	-8,8	18,3	-39,1	-19,9	10,1
dic.	71,2	16,2	-5,4	21,5	-4,7	-14,6	23,8	-34,3	94,2	-25,5
2012 gen.	237,6	-14,4	59,9	12,3	7,9	-15,2	7,8	57,3	133,6	-11,7
feb. ^(p)	56,4	-0,4	23,2	20,2	0,3	5,9	2,0	1,1	-25,0	29,1

Fonte: BCE.

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

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

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

1. Aggregati monetari ²⁾ e loro contropartite

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro		Attività nette sull'estero ³⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Prestiti		Per memoria: prestiti corretti per vendite e cartolarizzazioni ⁴⁾
										10		11
Consistenze												
2010	4.702,1	3.707,3	8.409,4	1.130,8	9.540,2	-	7.314,0	3.255,8	13.384,3	11.048,7	-	619,5
2011	4.786,2	3.804,7	8.590,9	1.150,0	9.740,9	-	7.727,2	3.202,8	13.451,2	11.185,6	-	926,9
2011 3° trim.	4.780,5	3.811,6	8.592,1	1.233,0	9.825,1	-	7.710,6	3.134,5	13.511,9	11.267,9	-	952,1
4° trim.	4.786,2	3.804,7	8.590,9	1.150,0	9.740,9	-	7.727,2	3.202,8	13.451,2	11.185,6	-	926,9
2011 nov.	4.785,2	3.806,7	8.591,8	1.183,7	9.775,6	-	7.722,8	3.125,3	13.531,3	11.250,5	-	911,6
dic.	4.786,2	3.804,7	8.590,9	1.150,0	9.740,9	-	7.727,2	3.202,8	13.451,2	11.185,6	-	926,9
2012 gen.	4.790,3	3.837,1	8.627,4	1.137,3	9.764,7	-	7.783,3	3.238,7	13.485,5	11.214,5	-	937,4
feb. ^(p)	4.815,0	3.869,4	8.684,5	1.129,2	9.813,7	-	7.770,6	3.274,2	13.475,2	11.192,8	-	928,1
Transazioni												
2010	195,9	-10,0	185,9	-23,8	162,1	-	252,6	351,4	210,1	207,7	264,6	-86,2
2011	77,9	76,4	154,2	-4,2	150,0	-	218,1	102,8	56,2	108,3	134,2	164,4
2011 3° trim.	58,0	26,7	84,7	68,4	153,1	-	77,9	69,7	43,5	57,3	69,1	24,6
4° trim.	4,2	-12,3	-8,1	-71,8	-79,9	-	-4,3	86,1	-65,2	-65,4	-29,1	-55,0
2011 nov.	10,2	-2,4	7,8	-22,6	-14,8	-	-15,6	35,4	-33,5	-15,8	-13,1	-17,9
dic.	-2,9	-4,9	-7,7	-22,8	-30,6	-	-9,8	54,4	-88,7	-73,2	-68,7	2,4
2012 gen.	5,8	33,1	38,9	10,3	49,2	-	16,3	35,3	47,1	36,1	41,1	-26,0
feb. ^(p)	27,2	33,2	60,4	13,7	74,1	-	-10,9	29,1	0,8	-11,0	-8,3	17,1
Variazioni percentuali												
2010	4,4	-0,3	2,3	-2,1	1,7	1,8	3,6	12,1	1,6	1,9	2,4	-86,2
2011	1,7	2,1	1,8	-0,5	1,6	2,0	3,0	3,4	0,4	1,0	1,2	164,4
2011 3° trim.	2,0	3,0	2,5	5,8	2,9	2,8	4,2	5,6	1,5	2,5	2,7	199,1
4° trim.	1,7	2,1	1,8	-0,5	1,6	2,0	3,0	3,4	0,4	1,0	1,2	164,4
2011 nov.	2,1	2,1	2,1	0,8	1,9	2,0	3,4	0,3	0,9	1,7	1,9	201,3
dic.	1,7	2,1	1,8	-0,5	1,6	2,0	3,0	3,4	0,4	1,0	1,2	164,4
2012 gen.	2,1	2,6	2,3	4,4	2,5	2,3	2,8	4,9	0,6	1,1	1,5	113,0
feb. ^(p)	2,5	3,1	2,8	3,1	2,8	.	2,2	6,0	0,3	0,7	1,1	113,3

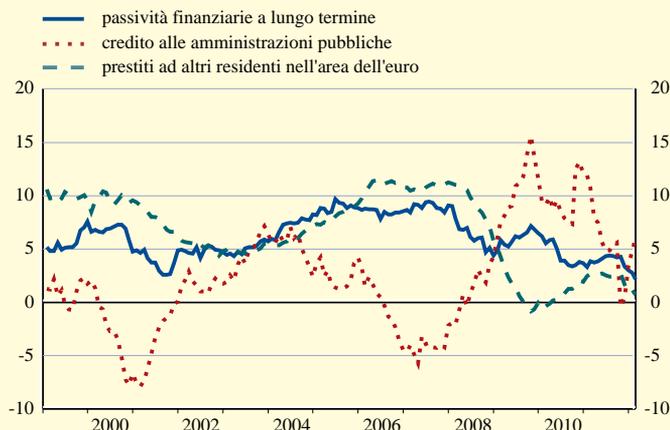
F1 Aggregati monetari ¹⁾

(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⁾

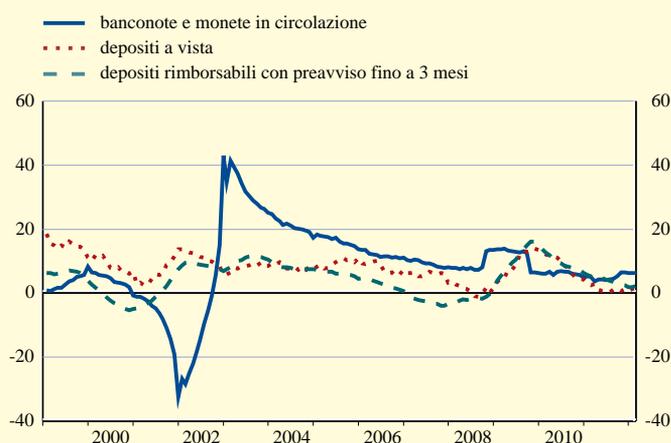
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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	794,0	3.908,2	1.794,7	1.912,6	438,6	568,7	123,4	2.756,4	118,9	2.432,1	2.006,6
2011	843,2	3.942,9	1.846,3	1.958,4	407,6	535,4	207,0	2.865,2	115,4	2.544,1	2.202,3
2011 3° trim.	832,0	3.948,5	1.854,4	1.957,2	509,3	552,0	171,6	2.874,7	119,4	2.531,6	2.184,9
4° trim.	843,2	3.942,9	1.846,3	1.958,4	407,6	535,4	207,0	2.865,2	115,4	2.544,1	2.202,3
2011 nov. dic.	844,5 843,2	3.940,6 3.942,9	1.833,7 1.846,3	1.972,9 1.958,4	462,8 407,6	547,0 535,4	173,9 207,0	2.866,3 2.865,2	116,2 115,4	2.547,0 2.544,1	2.193,2 2.202,3
2012 gen. feb. ^(p)	849,9 852,6	3.940,5 3.962,4	1.877,8 1.900,9	1.959,3 1.968,6	431,7 436,7	499,6 473,1	206,0 219,5	2.851,9 2.817,6	114,4 113,9	2.549,6 2.551,2	2.267,4 2.287,8
Transazioni											
2010	36,5	159,5	-122,1	112,1	96,4	-101,3	-18,9	62,3	-14,1	107,9	96,5
2011	49,4	28,4	39,8	36,6	-10,0	-27,4	33,2	26,0	-2,4	61,9	132,7
2011 3° trim.	16,1	42,0	9,5	17,2	72,8	5,6	-10,0	-2,1	-0,1	25,7	54,4
4° trim.	11,2	-7,0	-9,0	-3,3	-99,4	6,2	21,5	-37,1	-3,0	9,1	26,6
2011 nov. dic.	4,0 -1,3	6,2 -1,6	-9,0 9,8	6,6 -14,6	-24,5 -52,9	0,4 10,9	1,5 19,1	-3,3 -18,3	-1,7 -0,8	-19,9 -3,8	9,1 12,9
2012 gen. feb. ^(p)	6,8 2,8	-1,1 24,4	31,9 22,9	1,3 10,3	24,0 5,3	-3,3 -5,1	-10,4 13,4	-8,4 -20,1	-0,9 -1,5	6,4 4,4	19,2 6,3
Variazioni percentuali											
2010	4,8	4,3	-6,4	6,2	28,3	-15,1	-13,8	2,3	-10,6	4,7	5,2
2011	6,2	0,7	2,2	1,9	-2,3	-4,7	24,1	1,0	-2,1	2,5	6,5
2011 3° trim.	5,3	1,4	3,1	3,0	31,2	-9,5	2,8	3,6	-2,4	3,1	6,8
4° trim.	6,2	0,7	2,2	1,9	-2,3	-4,7	24,1	1,0	-2,1	2,5	6,5
2011 nov. dic.	6,4 6,2	1,2 0,7	1,6 2,2	2,5 1,9	12,5 -2,3	-9,4 -4,7	12,6 24,1	2,1 1,0	-1,9 -2,1	2,8 2,5	6,1 6,5
2012 gen. feb. ^(p)	6,2 6,2	1,2 1,7	3,3 4,0	1,9 2,3	11,5 4,2	-2,3 -2,7	11,7 21,3	-0,1 -1,1	-2,9 -4,4	2,5 2,6	7,2 6,5

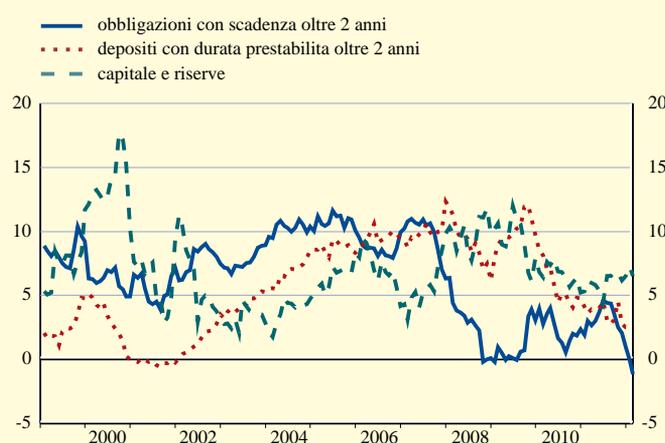
F3 Componenti degli aggregati monetari ¹⁾

(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	93,7	1.128,5	4.668,5	-	1.127,6	899,0	2.641,9	5.158,0	-	638,5	3.700,6	819,0
2011	91,1	1.139,0	4.723,0	-	1.147,1	860,8	2.715,1	5.232,5	-	626,2	3.777,5	828,8
2011 3° trim.	95,6	1.145,0	4.758,2	-	1.177,2	870,2	2.710,8	5.269,2	-	627,9	3.805,9	835,4
4° trim.	91,1	1.139,0	4.723,0	-	1.147,1	860,8	2.715,1	5.232,5	-	626,2	3.777,5	828,8
2011 nov.	92,2	1.165,8	4.754,5	-	1.175,0	864,6	2.714,8	5.238,0	-	626,5	3.776,4	835,2
dic.	91,1	1.139,0	4.723,0	-	1.147,1	860,8	2.715,1	5.232,5	-	626,2	3.777,5	828,8
2012 gen.	87,7	1.168,2	4.718,6	-	1.146,5	853,6	2.718,6	5.239,9	-	626,8	3.781,9	831,3
feb. ⁵⁾	84,2	1.161,8	4.709,9	-	1.142,3	849,6	2.718,0	5.236,9	-	624,2	3.783,0	829,7
Transazioni												
2010	6,3	56,3	-1,9	45,9	-37,5	-26,3	61,9	146,9	155,5	-8,5	133,7	21,7
2011	1,4	-25,4	52,1	57,4	22,4	-27,3	57,0	80,2	100,8	-11,6	84,5	7,2
2011 3° trim.	6,5	26,5	19,8	20,7	-0,5	-1,0	21,4	4,5	16,0	-3,2	6,0	1,8
4° trim.	-4,5	-11,5	-32,2	-30,2	-26,5	-8,4	2,7	-17,2	17,4	-1,2	-11,9	-4,1
2011 nov.	-1,0	-16,3	-5,2	-4,8	-4,2	-3,4	2,4	6,7	9,3	-0,3	6,3	0,7
dic.	-1,1	-34,8	-31,9	-32,0	-25,2	-4,3	-2,4	-5,4	-1,0	0,1	0,1	-5,6
2012 gen.	-3,2	30,0	0,5	0,8	0,8	-6,5	6,2	8,8	13,4	1,5	4,3	2,9
feb. ⁵⁾	-3,5	-4,5	-2,5	-1,0	-2,4	-2,0	1,9	-0,4	0,8	-1,9	2,2	-0,7
Variazioni percentuali												
2010	7,2	5,1	0,0	1,0	-3,2	-2,8	2,4	2,9	3,1	-1,3	3,8	2,8
2011	1,6	-2,2	1,1	1,2	2,0	-3,1	2,2	1,6	1,9	-1,8	2,3	0,9
2011 3° trim.	9,9	4,5	1,6	2,2	4,0	-3,7	2,4	2,9	2,6	-1,9	3,9	2,3
4° trim.	1,6	-2,2	1,1	1,2	2,0	-3,1	2,2	1,6	1,9	-1,8	2,3	0,9
2011 nov.	1,2	0,4	1,5	1,8	3,7	-3,2	2,2	2,1	2,3	-2,2	3,0	1,6
dic.	1,6	-2,2	1,1	1,2	2,0	-3,1	2,2	1,6	1,9	-1,8	2,3	0,9
2012 gen.	-1,3	2,0	0,7	0,9	0,7	-3,6	2,2	1,3	2,0	-1,6	1,8	1,1
feb. ⁵⁾	-8,3	0,6	0,4	0,6	0,1	-3,9	2,0	1,2	1,8	-1,8	1,8	0,8

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)

- altri intermediari finanziari
- ... società non finanziarie



Fonte: BCE.

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

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

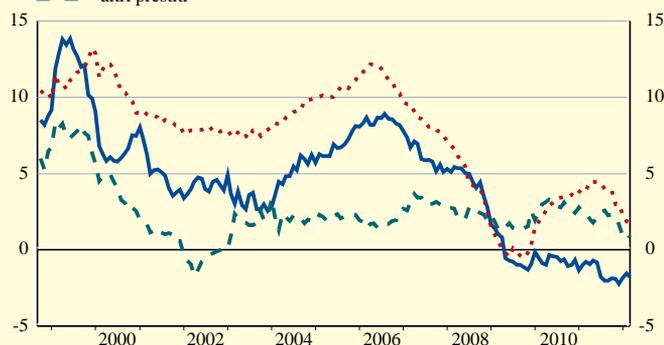
3) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

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

F6 Prestiti alle famiglie ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)

- credito al consumo
- ... mutui per l'acquisto di abitazioni
- - - altri prestiti



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 Pronti contro termine con controparti centrali	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2011	83,4	63,7	6,3	13,4	1.115,2	155,6	579,4	213,5	322,4	4.720,8	1.139,3	860,8	2.720,7
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	1.176,3	870,8	2.707,7
4° trim.	83,4	63,7	6,3	13,4	1.115,2	155,6	579,4	213,5	322,4	4.720,8	1.139,3	860,8	2.720,7
2011 dic.	83,4	63,7	6,3	13,4	1.115,2	155,6	579,4	213,5	322,4	4.720,8	1.139,3	860,8	2.720,7
2012 gen.	84,5	65,1	6,1	13,3	1.151,5	178,3	603,8	223,1	324,6	4.722,4	1.150,2	851,7	2.720,6
feb. ^(p)	82,8	63,4	6,1	13,2	1.142,2	182,7	593,7	222,8	325,6	4.710,9	1.143,9	848,9	2.718,1
Transazioni													
2011	1,9	2,8	1,1	-2,0	-26,2	12,8	-21,9	-10,3	6,0	50,9	21,5	-27,3	56,7
2011 3° trim.	7,6	7,5	0,0	0,0	31,1	25,2	26,7	1,0	3,3	9,9	-11,6	0,2	21,3
4° trim.	-15,0	-15,2	1,0	-0,8	-58,3	-22,6	-57,1	4,5	-5,7	-31,2	-33,4	-9,1	11,3
2011 dic.	-9,5	-10,2	1,0	-0,3	-50,8	-31,2	-49,6	-1,7	0,6	-37,6	-35,1	-4,6	2,2
2012 gen.	1,3	1,4	-0,2	0,0	37,2	22,7	25,6	9,7	1,8	6,6	12,3	-8,4	2,7
feb. ^(p)	-1,7	-1,6	0,0	-0,1	-7,6	4,4	-9,2	0,0	1,7	-5,3	-4,5	-0,7	-0,1
Variazioni percentuali													
2011	2,1	3,9	21,7	-13,3	-2,3	8,9	-3,6	-4,9	1,9	1,1	1,9	-3,1	2,1
2011 3° trim.	10,2	15,6	-7,0	-8,1	4,5	20,2	6,4	-4,5	7,1	1,6	4,1	-3,7	2,3
4° trim.	2,1	3,9	21,7	-13,3	-2,3	8,9	-3,6	-4,9	1,9	1,1	1,9	-3,1	2,1
2011 dic.	2,1	3,9	21,7	-13,3	-2,3	8,9	-3,6	-4,9	1,9	1,1	1,9	-3,1	2,1
2012 gen.	-1,7	-0,8	20,1	-13,5	1,9	25,2	1,1	3,3	2,5	0,7	0,8	-3,6	2,2
feb. ^(p)	-8,2	-8,5	12,3	-14,2	0,5	15,1	-1,8	2,9	3,1	0,4	0,2	-3,9	2,0

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 Imprese individuali	11	12	13	14
Consistenze														
2011	5.242,7	628,4	140,9	183,8	303,7	3.784,3	14,5	56,6	3.713,2	830,1	419,7	142,8	87,5	599,8
2011 3° trim.	5.274,8	629,6	138,5	186,3	304,8	3.809,8	14,5	56,6	3.738,8	835,4	409,7	147,5	87,9	600,1
4° trim.	5.242,7	628,4	140,9	183,8	303,7	3.784,3	14,5	56,6	3.713,2	830,1	419,7	142,8	87,5	599,8
2011 dic.	5.242,7	628,4	140,9	183,8	303,7	3.784,3	14,5	56,6	3.713,2	830,1	419,7	142,8	87,5	599,8
2012 gen.	5.236,6	624,4	140,1	182,4	301,8	3.782,2	14,2	56,7	3.711,4	830,0	418,6	143,2	87,3	599,5
feb. ^(p)	5.228,4	619,4	137,7	180,9	300,8	3.780,8	14,0	56,6	3.710,3	828,2	418,2	143,2	86,2	598,8
Transazioni														
2011	80,7	-11,6	-3,7	-6,4	-1,6	85,1	-0,2	2,7	82,6	7,3	8,8	-6,4	-2,5	16,2
2011 3° trim.	4,4	-4,6	-2,4	-0,8	-1,4	13,1	-0,2	1,1	12,1	-4,1	-1,3	-5,8	-0,8	2,6
4° trim.	-12,5	-0,7	2,1	-2,0	-0,8	-9,0	0,3	0,4	-9,7	-2,9	10,1	-4,8	-0,1	2,1
2011 dic.	-0,2	1,8	3,2	-0,8	-0,5	6,0	0,4	-0,1	5,6	-7,9	9,9	-7,8	0,3	-0,4
2012 gen.	-4,8	-3,1	-0,8	-0,7	-1,7	-2,1	-0,3	0,0	-1,9	0,4	-0,9	0,6	-0,1	0,0
feb. ^(p)	-5,6	-4,4	-2,3	-1,4	-0,7	-0,3	-0,2	0,0	0,0	-0,9	-0,3	0,1	-0,9	-0,2
Variazioni percentuali														
2011	1,6	-1,8	-2,5	-3,4	-0,5	2,3	-1,7	5,0	2,3	0,9	2,1	-4,3	-2,9	2,8
2011 3° trim.	2,9	-1,9	-2,1	-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	-1,8	-2,5	-3,4	-0,5	2,3	-1,7	5,0	2,3	0,9	2,1	-4,3	-2,9	2,8
2011 dic.	1,6	-1,8	-2,5	-3,4	-0,5	2,3	-1,7	5,0	2,3	0,9	2,1	-4,3	-2,9	2,8
2012 gen.	1,3	-1,6	-1,3	-2,9	-0,9	1,9	-1,1	5,4	1,8	1,1	2,4	-3,1	-2,2	2,6
feb. ^(p)	1,2	-1,8	-1,6	-3,2	-1,1	1,8	0,1	4,8	1,7	0,8	2,1	-2,8	-2,7	2,2

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)

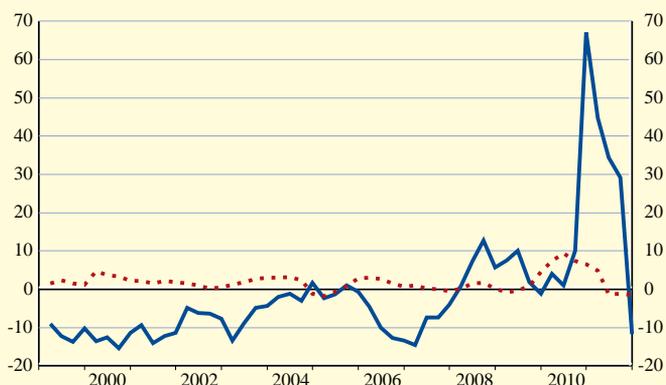
4. Prestiti alle amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro

	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	3.020,5	2.022,2	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	3.155,7	2.133,1	1.022,7	62,7	960,0
4° trim. ^(p)	1.160,0	348,1	221,9	567,7	21,8	3.020,5	2.022,2	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	15,8	-26,4	42,2	13,1	29,0
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	66,1	59,6	6,3	1,4	5,0
4° trim. ^(p)	13,5	4,3	1,4	10,3	-3,0	-151,1	-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	0,7	-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	0,7	-1,2	4,5	27,0	3,2

F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)

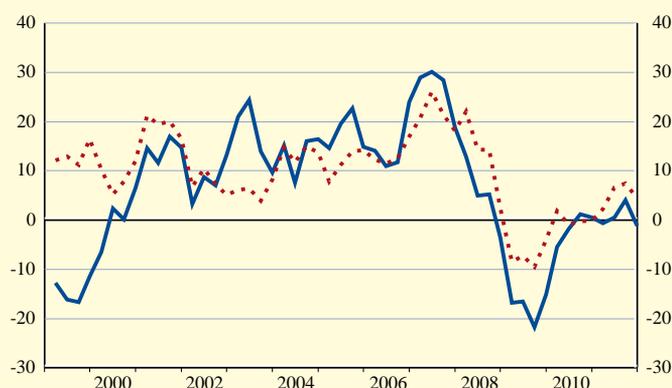
— amministrazioni centrali
 altre amministrazioni pubbliche



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)

— banche non residenti
 operatori non bancari non residenti



Fonte: BCE.

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

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

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

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

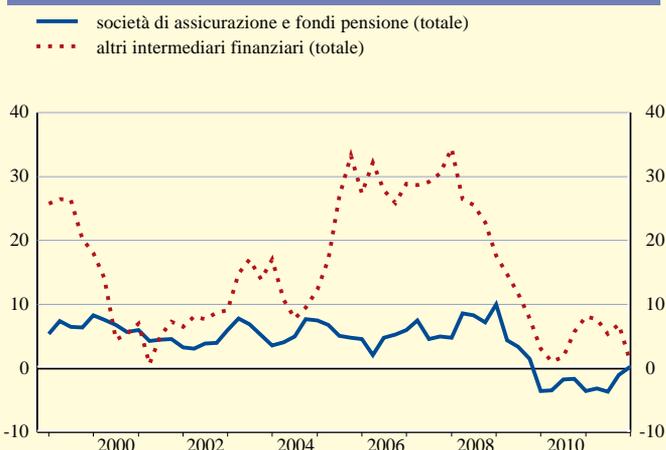
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari							
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	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 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.	720,3	109,0	83,4	510,0	4,0	0,2	13,7	2.249,3	415,6	271,6	1.188,8	12,7	0,3	360,4	270,6
feb. ^(p)	721,2	106,7	87,1	506,9	4,2	0,2	16,1	2.250,4	407,9	277,8	1.175,8	14,1	0,3	374,6	286,2
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	-13,9	1,1	-0,1	-0,9	19,5	28,8	-29,1	16,4	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.	-8,2	3,6	-5,2	-6,1	0,1	0,0	-0,7	-100,1	4,5	-24,7	19,0	3,3	0,1	-102,3	-79,8
2011 nov.	-12,0	-4,8	-5,6	-2,4	0,2	0,0	0,6	-25,6	12,0	-9,1	-8,7	8,2	0,0	-28,0	-21,8
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.	16,1	17,0	3,5	-2,7	0,1	0,0	-1,8	30,4	26,1	-13,0	-1,2	-2,0	-0,2	20,7	10,4
feb. ^(p)	1,8	-2,1	3,8	-2,4	0,1	0,0	2,4	2,9	-6,9	6,4	-12,3	1,4	0,0	14,4	15,6
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	-2,6	43,3	-	-5,2	0,9	8,0	-9,3	1,4	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	-2,6	43,3	-	-5,2	0,9	8,0	-9,3	1,4	36,1	-	-0,2	2,0
2011 nov.	0,3	4,6	4,8	-1,8	45,2	-	13,1	2,3	3,7	-11,1	1,6	79,6	-	13,1	17,2
dic.	0,3	14,4	5,6	-2,6	43,3	-	-5,2	0,9	8,0	-9,3	1,4	36,1	-	-0,2	2,0
2012 gen.	0,7	17,6	9,5	-3,1	39,2	-	-18,3	3,6	8,6	-10,9	1,9	16,7	-	16,6	23,7
feb. ^(p)	2,2	25,4	14,8	-3,6	38,3	-	4,2	2,5	7,8	-9,8	2,1	26,8	-	8,0	13,5

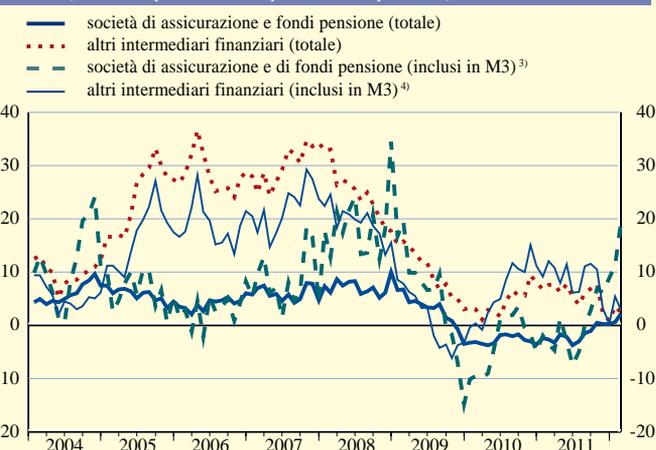
F9 Depositi totali per settore ²⁾

(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)

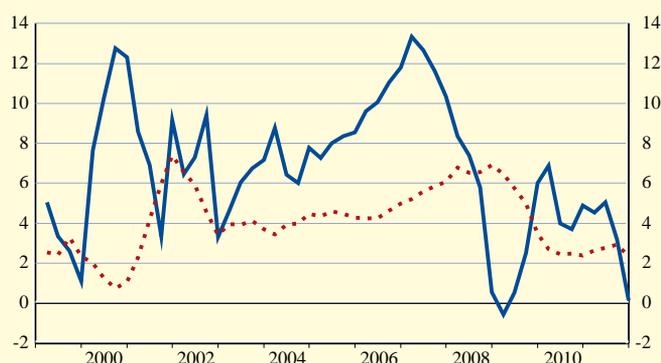
2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	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	5.894,4	2.256,0	948,2	723,8	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	1.820,0	109,0	33,9
4° trim.	1.686,0	1.044,2	453,6	97,6	72,3	2,0	16,3	5.894,4	2.256,0	948,2	723,8	1.837,0	106,7	22,7
2011 nov. dic.	1.654,1	999,9	459,7	97,6	75,2	2,0	19,6	5.825,2	2.222,9	934,7	712,9	1.816,6	107,2	31,0
2012 gen. feb. ⁴⁾	1.686,0	1.044,2	453,6	97,6	72,3	2,0	16,3	5.894,4	2.256,0	948,2	723,8	1.837,0	106,7	22,7
2012 gen. feb. ⁴⁾	1.637,1	993,9	452,5	98,6	75,1	2,0	15,0	5.903,4	2.228,9	966,8	726,9	1.852,6	105,9	22,4
2012 gen. feb. ⁴⁾	1.629,5	987,1	451,9	100,3	74,1	2,1	14,0	5.918,9	2.218,0	981,8	734,4	1.858,3	105,6	20,7
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	134,7	7,7	42,5	50,6	43,5	-2,6	-7,0
2011 3° trim.	2,9	-17,4	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	57,0	14,8	25,9	13,8	15,1	-1,3	-11,2
2011 nov. dic.	-11,2	2,5	-12,1	0,1	-1,6	0,0	0,0	-10,0	-12,0	8,8	0,7	-5,5	-0,7	-1,4
2012 gen. feb. ⁴⁾	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. feb. ⁴⁾	-48,4	-49,6	-0,8	0,9	2,3	0,0	-1,2	9,6	-26,8	18,3	3,1	15,9	-0,7	-0,3
2012 gen. feb. ⁴⁾	-6,2	-5,8	-1,6	3,0	-1,0	0,1	-1,0	16,3	-10,4	15,4	7,6	6,8	-1,2	-1,7
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 nov. dic.	1,3	0,1	3,2	11,7	-9,4	-1,7	17,1	2,6	0,8	3,9	7,3	2,7	-1,7	3,9
2012 gen. feb. ⁴⁾	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. feb. ⁴⁾	0,8	0,5	1,3	9,7	-10,0	38,4	13,2	2,3	-0,3	6,6	7,2	2,4	-2,7	-25,6
2012 gen. feb. ⁴⁾	0,8	0,9	0,2	11,0	-8,7	1,6	4,0	2,5	-0,4	7,8	7,4	2,6	-3,9	-33,2

F11 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

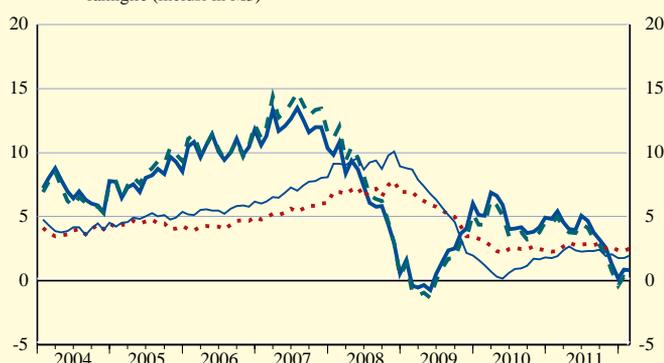
— società non finanziarie (totale)
 famiglie (totale)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

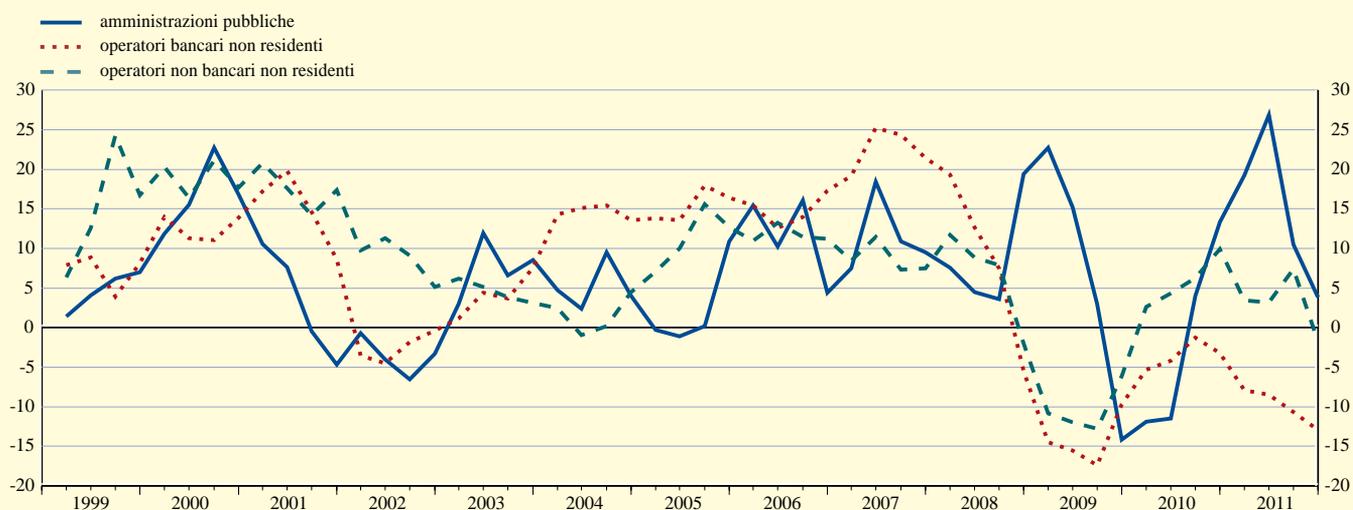
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
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	3.152,9	2.175,4	976,2	44,2	931,9
2011 1° trim.	475,6	235,8	52,3	108,7	78,8	3.310,0	2.342,6	967,4	41,4	926,0
2° trim.	521,5	266,4	55,0	112,6	87,5	3.276,4	2.291,6	984,8	47,7	937,1
3° trim.	464,8	211,4	54,3	111,4	87,8	3.342,9	2.295,3	1.047,6	50,0	997,7
4° trim. ^(p)	442,7	195,5	48,6	113,5	85,2	3.152,9	2.175,4	976,2	44,2	931,9
Transazioni										
2010	49,9	47,4	4,3	-5,0	2,9	0,8	-83,9	84,7	7,5	77,1
2011 ^(p)	16,9	3,4	0,6	2,3	10,6	-334,6	-318,0	-18,0	-2,2	-15,8
2011 1° trim.	50,4	43,4	4,7	-2,4	4,7	-81,4	-75,9	-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	0,5	-49,1	49,6	1,4	48,3
4° trim. ^(p)	-22,3	-15,9	-5,9	2,0	-2,5	-234,0	-151,5	-83,9	-6,4	-77,5
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	-9,7	-13,0	-1,7	-4,5	-1,6
2011 1° trim.	19,2	41,4	4,0	-1,4	9,2	-4,8	-7,9	3,4	-10,5	4,2
2° trim.	26,8	61,3	1,2	-2,6	14,0	-5,2	-8,5	3,2	5,0	3,1
3° trim.	10,5	21,6	-7,8	-1,9	17,0	-5,6	-10,7	7,4	3,3	7,6
4° trim. ^(p)	3,9	1,3	1,3	2,0	14,3	-9,7	-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.

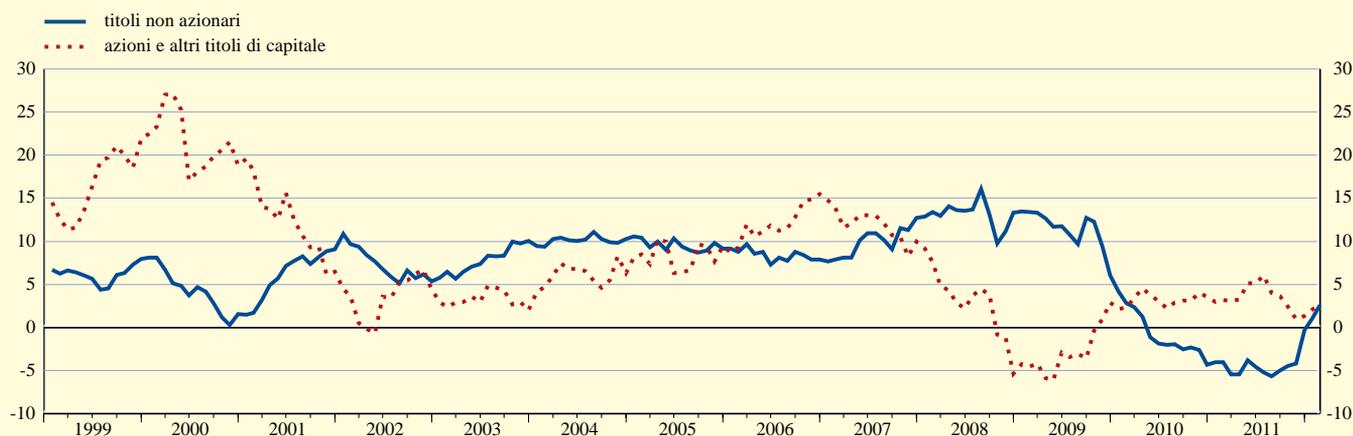
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ^{1), 2)}

(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 nell'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	5.991,2	1.778,4	107,4	1.507,8	16,4	1.500,9	27,8	1.052,6	1.535,9	445,3	787,8	302,8
2011	5.699,4	1.763,7	87,8	1.374,6	22,9	1.489,6	28,3	932,5	1.509,0	486,9	726,6	295,5
2011 3° trim.	5.635,8	1.706,9	92,8	1.393,1	22,3	1.433,7	25,0	961,9	1.530,5	489,3	740,6	300,5
4° trim.	5.699,4	1.763,7	87,8	1.374,6	22,9	1.489,6	28,3	932,5	1.509,0	486,9	726,6	295,5
2011 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.	5.699,4	1.763,7	87,8	1.374,6	22,9	1.489,6	28,3	932,5	1.509,0	486,9	726,6	295,5
2012 gen.	5.764,0	1.781,6	88,6	1.424,9	23,3	1.497,6	23,8	924,2	1.527,8	497,5	734,2	296,2
feb. ^(p)	5.852,2	1.812,7	90,6	1.465,7	31,0	1.504,8	23,6	923,7	1.517,8	493,6	731,7	292,5
Transazioni												
2010	-270,7	-167,1	-6,9	42,8	-2,0	10,2	-14,8	-132,9	54,4	28,2	5,2	20,9
2011	-18,5	45,9	8,0	3,3	5,5	-20,9	0,4	-60,7	20,3	61,2	-34,7	-6,3
2011 3° trim.	-46,0	37,1	0,3	-43,6	0,3	-6,7	-0,7	-32,7	-13,6	17,2	-23,2	-7,6
4° trim.	83,0	66,5	0,5	-6,9	-0,2	36,6	2,3	-15,7	-12,1	6,3	-14,9	-3,5
2011 nov.	-5,0	2,8	1,9	4,2	-0,9	2,6	1,0	-16,5	4,8	0,5	5,1	-0,7
dic.	63,4	60,3	-3,8	2,5	0,5	-6,6	0,8	9,8	-6,3	8,1	-15,3	1,0
2012 gen.	108,3	27,8	3,1	55,2	-0,1	12,2	-3,6	13,7	20,4	10,5	9,1	0,8
feb. ^(p)	96,5	30,8	3,3	40,5	8,2	6,3	0,1	7,2	-3,3	0,9	-1,1	-3,0
Variazioni percentuali												
2010	-4,3	-8,5	-5,5	2,9	-11,1	0,7	-35,4	-11,2	3,6	6,5	0,6	7,5
2011	-0,3	2,7	7,8	0,2	33,8	-1,4	0,8	-6,2	1,3	14,0	-4,6	-2,1
2011 3° trim.	-5,0	-4,9	8,0	-1,1	24,9	-4,3	-16,8	-12,8	3,6	13,4	-1,0	1,0
4° trim.	-0,3	2,7	7,8	0,2	33,8	-1,4	0,8	-6,2	1,3	14,0	-4,6	-2,1
2011 nov.	-4,2	-3,0	6,7	-5,2	28,8	-2,2	1,0	-9,2	0,9	11,8	-3,8	-2,8
dic.	-0,3	2,7	7,8	0,2	33,8	-1,4	0,8	-6,2	1,3	14,0	-4,6	-2,1
2012 gen.	1,0	4,7	11,5	3,1	21,7	0,1	-9,4	-7,5	2,1	16,2	-5,0	-0,2
feb. ^(p)	2,6	6,1	18,8	5,6	56,0	0,1	-14,2	-5,9	2,7	16,3	-4,1	0,1

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	5.517,1	-	-	-	-	-	-	12.247,8	96,0	4,0	2,1	0,2	1,1	0,4
2011 3° trim.	6.003,8	-	-	-	-	-	-	12.441,8	96,1	3,9	1,9	0,3	1,1	0,4
4° trim. ^(p)	6.166,0	-	-	-	-	-	-	12.322,1	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.	2.133,1	44,1	55,9	34,8	2,8	3,3	9,0	1.022,7	40,0	60,0	41,3	2,2	3,3	7,0
4° trim. ^(p)	2.022,2	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	3.052,8	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	2.874,2	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	506,6	33,3	66,7	40,5	3,9	0,9	13,6
2011 3° trim.	478,8	54,7	45,3	21,8	0,3	0,4	17,1	483,0	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	475,2	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	10.994,9	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	10.947,9	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.	2.295,3	57,0	43,0	27,0	2,1	1,8	7,8	1.047,6	59,1	40,9	28,6	1,5	1,7	4,6
4° trim. ^(p)	2.175,4	59,1	40,9	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 lug.	6.443,6	394,9	2.421,4	1.944,0	891,6	232,5	559,1
ago.	6.200,9	411,9	2.384,0	1.736,9	840,3	233,9	594,0
set.	6.080,9	420,9	2.383,9	1.632,8	830,9	235,5	576,8
ott.	6.177,6	422,3	2.370,6	1.736,1	845,0	234,3	569,3
nov.	6.082,7	418,8	2.345,2	1.704,0	827,4	234,9	552,4
dic.	6.213,2	415,9	2.503,8	1.733,1	838,6	236,6	485,1
2012 gen. ^(p)	6.480,6	435,3	2.586,5	1.820,2	866,1	234,9	537,6
Transazioni							
2011 2° trim.	71,4	5,6	41,9	25,9	13,1	3,3	-18,5
3° trim.	-4,7	29,0	-21,2	-41,9	-15,8	2,9	42,3
4° trim.	-194,1	-35,1	-11,2	-26,4	-11,2	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			Detenute da non residenti nell'area dell'euro
				Fondi di investimento			
	1	2	3	4	5	6	7
Consistenze in essere							
2011 lug.	6.443,6	123,9	5.831,9	4.471,4	674,4	1.360,5	487,8
ago.	6.200,9	130,3	5.551,2	4.273,8	623,3	1.277,4	519,3
set.	6.080,9	126,7	5.423,0	4.169,0	604,2	1.254,0	531,1
ott.	6.177,6	127,4	5.532,0	4.237,1	616,2	1.294,9	518,3
nov.	6.082,7	128,7	5.448,2	4.156,2	597,8	1.292,0	505,9
dic.	6.213,2	117,8	5.664,7	4.257,6	614,0	1.407,2	430,7
2012 gen. ^(p)	6.480,6	124,2	5.884,6	4.410,7	653,3	1.473,9	471,9
Transazioni							
2011 2° trim.	71,4	-4,2	78,0	25,3	10,5	52,7	-2,4
3° trim.	-4,7	6,5	-44,0	-54,8	-31,0	10,8	32,9
4° trim.	-194,1	-13,8	-49,5	-61,9	-2,8	13,1	-130,7

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 giu.	5.795,6	1.812,5	1.689,6	1.424,5	276,9	112,5	479,6	5.708,8	86,8	1.047,5
lug.	5.831,9	1.837,1	1.674,6	1.434,4	291,4	116,1	478,2	5.743,3	88,6	1.032,5
ago.	5.551,2	1.807,4	1.495,2	1.381,8	290,8	114,0	462,0	5.462,8	88,4	1.060,3
set.	5.423,0	1.786,2	1.414,0	1.387,7	290,9	119,0	425,1	5.333,8	89,2	1.066,9
ott.	5.532,0	1.789,1	1.503,9	1.406,2	294,0	115,6	423,1	5.449,7	82,2	1.051,6
nov.	5.448,2	1.758,0	1.473,5	1.384,3	293,5	118,7	420,1	5.365,4	82,8	1.083,5
dic.	5.664,7	1.920,6	1.496,6	1.402,5	297,1	122,1	425,9	5.579,5	85,2	991,9
2012 gen. ^(p)	5.884,6	2.021,5	1.575,9	1.431,8	300,1	122,3	432,9	5.799,2	85,4	938,1
Transazioni										
2011 lug.	37,1	12,2	5,8	2,7	13,4	1,9	1,0	35,6	1,5	-20,0
ago.	-48,9	-13,9	-23,0	-10,7	0,9	-0,2	-1,9	-48,9	0,0	32,8
set.	-32,3	-16,4	-11,1	-4,2	0,9	0,6	-2,1	-32,5	0,3	-12,2
ott.	-18,4	1,3	-2,6	-5,9	1,3	-0,7	-11,8	-11,8	-6,6	-5,7
nov.	-21,6	-8,8	-8,5	-5,7	0,0	0,1	1,3	-22,2	0,6	19,1
dic.	-9,5	0,8	-6,5	-3,4	2,5	-0,3	-2,6	-11,6	2,1	0,7
2012 gen. ^(p)	16,8	15,2	2,3	-0,5	0,5	0,1	-0,8	16,9	-0,1	6,1

Fonte: BCE.

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

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

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

1. Titoli non azionari

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
		Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze in essere											
2011 1° trim.	2.351,9	1.430,8	383,5	676,0	200,2	5,6	165,6	921,1	246,5	350,6	14,1
2° trim.	2.387,6	1.430,3	386,4	671,6	196,3	5,8	170,1	957,3	252,3	358,6	17,8
3° trim.	2.383,9	1.414,2	380,7	682,4	184,2	4,7	162,1	969,7	252,4	369,7	18,7
4° trim. ^(p)	2.503,8	1.422,6	391,0	673,9	185,5	4,5	167,6	1.081,2	270,4	436,8	20,4
Transazioni											
2011 2° trim.	41,9	-0,4	1,7	-3,5	-1,6	0,4	2,7	40,8	8,2	11,7	3,6
3° trim.	-21,2	-16,8	-5,9	1,3	-7,6	-0,4	-4,3	-4,4	6,0	-4,1	5,3
4° trim. ^(p)	-11,2	-1,4	3,0	-7,1	-1,3	-0,3	4,3	-8,2	-4,4	-6,6	-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	615,7	53,3	-	35,8	20,4	506,3	1.017,0	141,8	323,7	72,5
4° trim. ^(p)	1.733,1	636,5	51,1	-	36,4	21,5	527,4	1.096,6	154,7	356,8	71,2
Transazioni											
2011 2° trim.	25,9	-1,0	-0,6	-	1,3	0,3	-2,0	26,9	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	-9,7	-1,7	-	-2,3	0,4	-6,1	-16,8	-0,9	-11,7	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.	882,1	745,4	78,0	-	667,4	-	-	136,7	22,6	41,8	0,5
2° trim.	886,8	752,0	79,3	-	672,7	-	-	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)	838,6	709,0	95,0	-	614,0	-	-	129,6	20,7	40,1	0,6
Transazioni											
2011 2° trim.	13,1	11,7	1,2	-	10,5	-	-	1,4	0,3	1,2	0,0
3° trim.	-15,8	-15,1	16,0	-	-31,0	-	-	-0,8	-0,5	-0,4	0,0
4° trim. ^(p)	-11,2	-2,4	0,3	-	-2,8	-	-	-8,8	-0,8	-4,7	-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		Altri intermediari finanziari, società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie						Amministrazioni pubbliche
				Mantenuti nel bilancio delle IFM ¹⁾									
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Consistenze													
2010 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 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 ²⁾					Settore debitore esterno all'area dell'euro	Totale	Residenti nell'area dell'euro			Non residenti nell'area dell'euro	
		Famiglie	Società non azionarie	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche			Totale	IFM	Non IFM		
													Società veicolo finanziarie
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Consistenze													
2010 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) Esclude le cartolarizzazioni dei prestiti fra IFM.

2.11 Bilancio aggregato delle società di assicurazione e dei fondi pensione dell'area dell'euro

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi comuni di investimento	Quote di fondi comuni monetari	Riserve premi e riserve sinistri	Altri conti attivi/passivi e strumenti derivati	Attività non finanziarie
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2009 1° trim.	6.181,0	797,2	493,6	2.359,3	774,9	1.061,2	108,0	243,6	186,9	156,3
2° trim.	6.318,2	782,7	487,2	2.381,9	807,4	1.187,3	97,8	247,8	170,8	155,2
3° trim.	6.515,5	784,0	482,9	2.429,4	788,6	1.362,6	95,3	250,4	168,0	154,1
4° trim.	6.646,8	786,8	476,5	2.469,5	809,7	1.442,2	95,2	254,8	158,9	153,2
2010 1° trim.	6.872,8	784,0	483,8	2.580,7	825,8	1.518,7	93,0	263,3	175,5	148,1
2° trim.	6.899,2	785,3	487,3	2.614,3	807,9	1.504,7	90,3	269,5	190,3	149,7
3° trim.	7.071,5	783,1	495,4	2.702,8	825,5	1.545,4	86,0	271,3	212,8	149,1
4° trim.	7.005,6	774,2	498,9	2.643,7	848,6	1.574,3	76,8	271,7	166,2	151,2
2011 1° trim.	7.062,5	774,9	496,4	2.667,3	856,0	1.589,5	74,9	278,0	172,1	153,4
2° trim.	7.075,0	776,7	504,6	2.682,0	849,5	1.594,7	77,9	268,5	168,8	152,4
3° trim.	7.070,8	793,6	498,3	2.707,4	799,0	1.544,4	84,8	268,1	223,3	151,8
4° trim.	7.134,3	787,4	501,9	2.693,9	813,8	1.593,4	87,7	269,0	232,6	154,6

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 assicurazione fondi comuni	Società non finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2009 1° trim.	2.359,3	1.936,5	530,3	1.037,9	218,7	13,5	136,1	422,8
2° trim.	2.381,9	1.984,0	544,0	1.058,6	227,6	15,0	138,9	397,8
3° trim.	2.429,4	2.025,0	555,0	1.090,8	226,3	15,1	137,7	404,4
4° trim.	2.469,5	2.060,6	545,4	1.120,0	238,9	16,7	139,7	408,9
2010 1° trim.	2.580,7	2.161,6	576,6	1.190,2	232,2	16,2	146,4	419,1
2° trim.	2.614,3	2.190,8	581,5	1.198,9	243,3	16,7	150,5	423,5
3° trim.	2.702,8	2.274,1	592,9	1.248,1	261,1	19,7	152,3	428,7
4° trim.	2.643,7	2.216,5	590,3	1.222,4	230,6	18,0	155,2	427,2
2011 1° trim.	2.667,3	2.249,5	609,8	1.214,4	253,9	19,0	152,5	417,8
2° trim.	2.682,0	2.254,4	630,3	1.234,3	215,2	16,3	158,4	427,6
3° trim.	2.707,4	2.276,8	637,4	1.229,8	230,6	17,9	161,2	430,6
4° trim.	2.693,9	2.261,3	626,9	1.170,5	280,5	20,6	162,7	432,7

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	
2009 1° trim.	6.128,1	346,9	31,7	377,8	5.230,9	2.777,5	1.608,8	844,6	140,9	52,9
2° trim.	6.181,1	320,6	33,0	395,4	5.295,2	2.849,7	1.599,5	846,0	136,8	137,1
3° trim.	6.342,5	302,5	36,1	442,1	5.420,8	2.939,4	1.637,5	844,0	141,0	172,9
4° trim.	6.444,9	283,2	39,5	438,8	5.537,2	3.008,0	1.686,6	842,7	146,2	202,0
2010 1° trim.	6.639,5	291,2	39,5	456,8	5.703,2	3.096,9	1.742,9	863,4	148,9	233,3
2° trim.	6.717,5	295,5	40,9	428,6	5.802,3	3.123,1	1.811,4	867,8	150,3	181,7
3° trim.	6.876,0	311,1	39,8	437,5	5.943,1	3.185,4	1.892,5	865,2	144,5	195,5
4° trim.	6.828,5	279,6	42,3	445,1	5.922,6	3.220,4	1.834,6	867,6	138,8	177,2
2011 1° trim.	6.885,6	297,6	40,1	461,4	5.947,9	3.250,9	1.808,9	888,1	138,5	176,9
2° trim.	6.909,7	300,2	43,0	449,1	5.977,1	3.270,8	1.825,5	880,8	140,3	165,3
3° trim.	7.018,3	306,2	41,9	402,9	6.113,1	3.259,9	1.974,8	878,4	154,2	52,5
4° trim.	7.029,7	302,6	41,6	405,1	6.130,6	3.268,3	1.989,5	872,7	149,9	104,6

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> <i>(dal conto capitale)</i> 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.

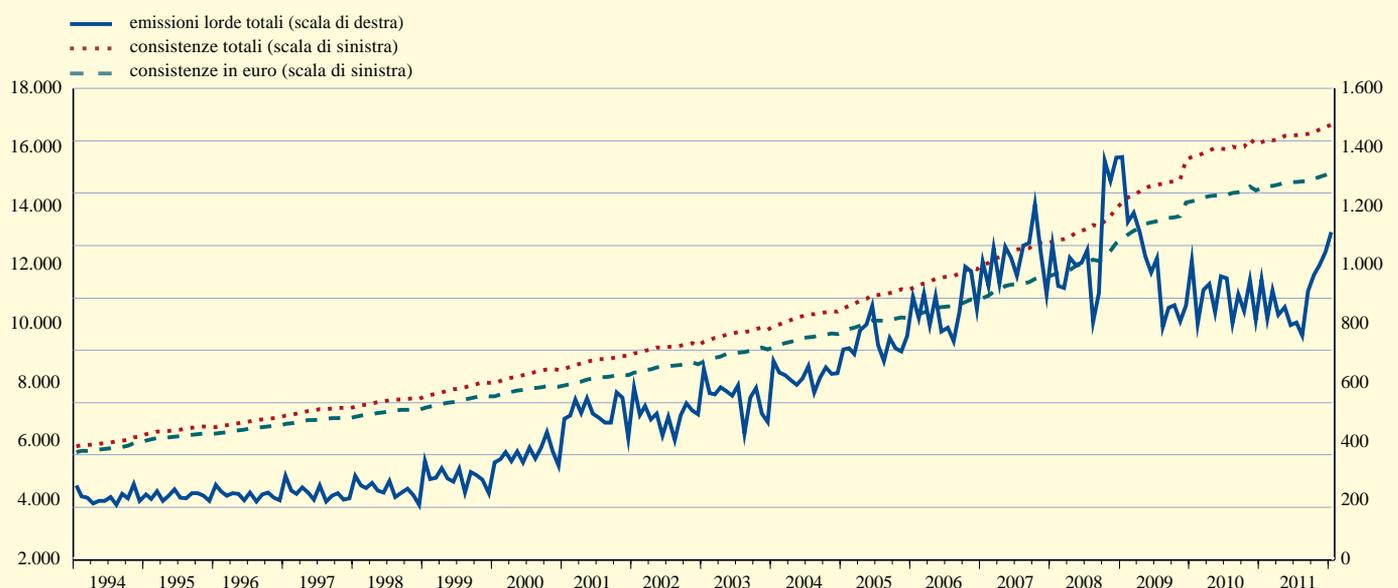


MERCATI FINANZIARI

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												
2011 gen.	16.363,9	1.005,1	75,1	14.187,2	954,5	72,2	15.946,1	1.070,8	91,9	3,7	78,1	5,0
feb.	16.463,3	866,8	100,3	14.278,3	813,9	92,2	16.039,0	920,2	98,7	4,1	48,4	4,1
mar.	16.461,4	986,8	-1,6	14.269,1	919,9	-9,0	16.014,8	1.027,9	0,3	3,4	9,8	3,5
apr.	16.483,4	889,7	22,5	14.317,2	850,3	48,7	16.041,8	934,9	52,1	3,2	26,2	3,3
mag.	16.586,6	922,5	101,6	14.409,7	865,9	90,9	16.190,2	963,7	118,1	3,6	41,7	1,9
giu.	16.619,3	851,8	32,7	14.433,8	799,9	24,0	16.207,7	896,8	24,6	3,9	50,7	3,2
lug.	16.589,0	852,1	-30,8	14.423,6	824,8	-10,9	16.220,8	906,7	-11,6	3,7	13,8	2,4
ago.	16.618,9	806,2	30,1	14.454,3	771,8	30,9	16.228,2	857,7	18,7	3,3	47,4	2,4
set.	16.651,8	1.001,7	33,3	14.460,9	925,8	7,1	16.274,5	1.026,3	8,9	3,3	61,3	3,0
ott.	16.703,3	1.034,5	52,3	14.539,9	992,9	79,6	16.318,6	1.086,5	70,1	3,4	59,9	3,4
nov.	16.787,4	1.061,7	83,5	14.630,1	1.014,6	89,4	16.441,7	1.125,7	93,9	2,4	5,1	3,0
dic.	16.857,4	1.127,1	69,9	14.698,0	1.084,7	67,8	16.538,0	1.176,1	68,0	4,0	193,7	4,8
2012 gen.	.	.	.	14.791,8	1.118,1	96,8	16.615,1	1.250,5	89,4	4,0	75,3	5,5
A lungo termine												
2011 gen.	14.913,8	308,9	64,9	12.816,8	278,0	50,5	14.380,8	320,1	67,4	4,8	97,1	6,2
feb.	15.019,2	284,2	105,7	12.911,9	253,2	95,5	14.468,4	285,1	92,1	5,0	42,8	5,6
mar.	15.029,5	313,5	10,8	12.928,8	277,4	17,4	14.461,5	311,6	14,9	4,2	20,4	5,1
apr.	15.082,9	303,3	53,7	12.993,1	278,4	64,6	14.507,7	308,9	67,8	4,2	48,4	4,8
mag.	15.159,0	275,8	75,0	13.060,7	243,4	66,5	14.613,4	266,4	80,2	4,5	14,8	3,4
giu.	15.212,2	259,0	52,7	13.112,0	227,7	50,7	14.662,3	256,6	53,7	4,6	44,0	3,8
lug.	15.193,5	202,8	-20,9	13.100,5	191,6	-13,8	14.673,2	213,3	-13,3	4,4	25,4	2,7
ago.	15.188,3	121,6	-5,2	13.099,6	112,0	-1,0	14.653,2	122,0	-9,6	4,0	28,4	2,5
set.	15.180,0	229,2	-7,7	13.087,4	189,8	-11,4	14.681,8	213,9	-4,1	4,0	42,7	2,8
ott.	15.254,0	278,3	76,0	13.167,3	250,9	81,8	14.728,3	268,0	70,2	4,0	74,3	3,2
nov.	15.325,8	210,8	71,5	13.249,0	191,6	81,1	14.841,6	212,2	87,8	3,3	5,0	3,0
dic.	15.384,4	238,3	57,6	13.320,7	229,1	70,7	14.941,3	246,7	74,2	4,1	144,1	4,4
2012 gen.	.	.	.	13.388,2	300,9	70,9	14.990,2	329,9	59,6	4,0	86,3	5,3

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	15.872	5.246	3.290	850	5.932	554	1.007	625	80	69	205	29
2011	16.538	5.530	3.299	868	6.216	624	999	609	98	62	191	39
2011 1° trim.	16.015	5.347	3.256	824	6.024	564	1.006	592	92	59	220	43
2° trim.	16.208	5.363	3.249	832	6.167	597	932	551	86	60	192	43
3° trim.	16.274	5.425	3.229	854	6.160	607	930	579	78	60	180	33
4° trim.	16.538	5.530	3.299	868	6.216	624	1.129	715	136	70	172	36
2011 ott.	16.319	5.412	3.259	860	6.181	607	1.087	629	144	86	197	31
nov.	16.442	5.456	3.266	870	6.229	621	1.126	730	107	63	181	45
dic.	16.538	5.530	3.299	868	6.216	624	1.176	786	157	60	139	34
2012 gen.	16.615	5.542	3.293	877	6.270	633	1.251	769	117	65	248	51
A breve termine												
2010	1.539	572	121	67	724	54	759	534	34	57	115	19
2011	1.597	702	107	77	634	77	747	511	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.	1.597	702	107	77	634	77	887	630	75	60	94	28
2011 ott.	1.590	625	109	84	703	70	819	545	68	73	109	24
nov.	1.600	652	105	84	686	74	913	665	68	54	95	31
dic.	1.597	702	107	77	634	77	929	679	90	52	78	29
2012 gen.	1.625	709	109	81	648	79	921	629	66	53	138	34
A lungo termine²⁾												
2010	14.332	4.674	3.169	783	5.207	499	248	91	46	12	90	9
2011	14.941	4.828	3.192	791	5.583	547	252	98	50	9	84	10
2011 1° trim.	14.461	4.729	3.143	752	5.325	512	306	130	50	10	102	13
2° trim.	14.662	4.781	3.125	759	5.465	532	277	111	55	9	90	12
3° trim.	14.682	4.812	3.116	770	5.448	535	183	67	36	7	66	7
4° trim.	14.941	4.828	3.192	791	5.583	547	242	85	61	10	78	8
2011 ott.	14.728	4.788	3.150	776	5.478	537	268	84	76	13	88	7
nov.	14.842	4.804	3.161	786	5.544	547	212	65	39	9	85	13
dic.	14.941	4.828	3.192	791	5.583	547	247	107	67	8	61	4
2012 gen.	14.990	4.833	3.184	797	5.622	554	330	141	50	12	110	17
di cui: a lungo termine con tasso fisso												
2010	9.477	2.633	1.099	671	4.697	377	156	50	13	10	77	6
2011	10.026	2.777	1.151	697	4.994	408	151	54	12	8	70	7
2011 1° trim.	9.639	2.700	1.109	655	4.787	387	195	78	13	8	87	9
2° trim.	9.862	2.743	1.141	666	4.912	401	173	62	20	8	74	8
3° trim.	9.887	2.773	1.149	678	4.887	400	112	35	8	6	58	5
4° trim.	10.026	2.777	1.151	697	4.994	408	123	41	7	9	61	5
2011 ott.	9.891	2.758	1.144	682	4.903	403	132	47	4	11	66	4
nov.	9.970	2.764	1.144	692	4.962	407	117	29	7	9	64	8
dic.	10.026	2.777	1.151	697	4.994	408	119	48	8	7	53	3
2012 gen.	10.085	2.798	1.154	702	5.021	409	218	95	16	11	86	9
di cui: a lungo termine con tasso variabile												
2010	4.384	1.761	1.964	106	432	121	78	34	29	1	10	4
2011	4.412	1.782	1.886	91	513	139	84	37	32	1	11	3
2011 1° trim.	4.330	1.741	1.916	93	458	123	90	42	32	1	11	4
2° trim.	4.299	1.765	1.839	89	477	129	84	42	23	1	13	4
3° trim.	4.289	1.767	1.809	88	491	133	56	26	21	0	5	3
4° trim.	4.412	1.782	1.886	91	513	139	107	36	51	1	15	3
2011 ott.	4.331	1.753	1.853	89	503	133	121	27	70	2	20	3
nov.	4.358	1.762	1.861	90	507	138	81	28	28	1	19	5
dic.	4.412	1.782	1.886	91	513	139	118	54	55	1	7	1
2012 gen.	4.396	1.768	1.874	91	519	143	91	37	29	1	16	8

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.

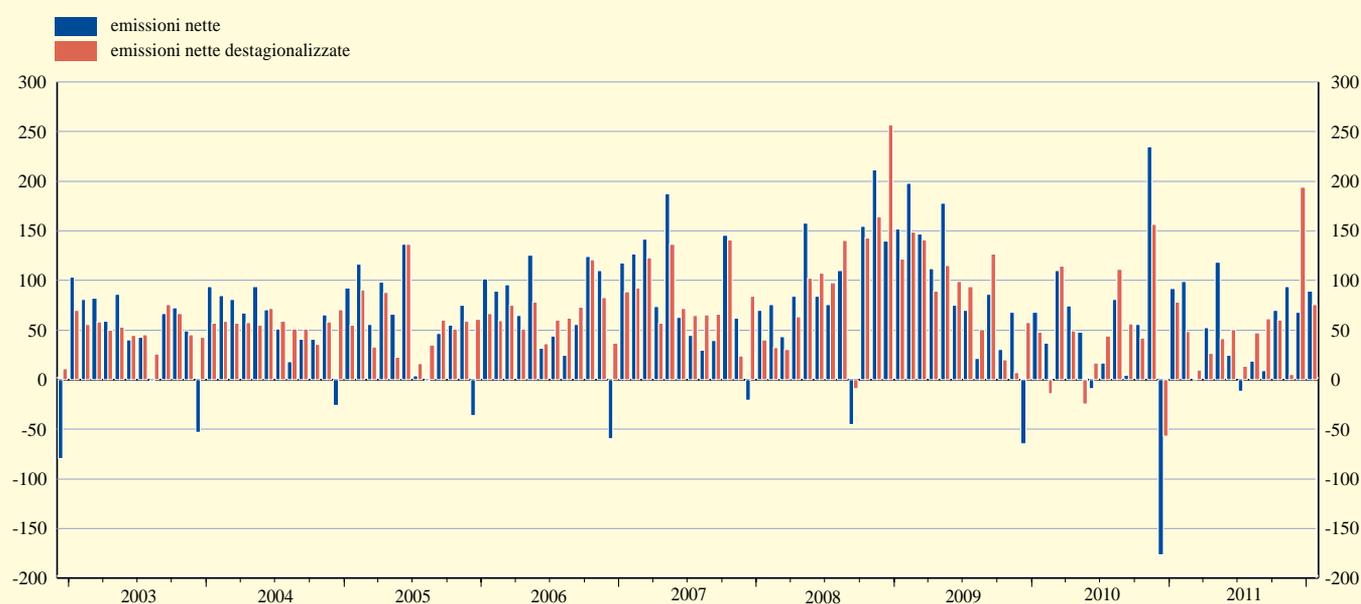
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

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	45,4	-1,2	4,6	5,0	31,6	5,3	45,2	-1,4	4,7	5,0	31,8	5,1
2011	52,8	22,7	-2,6	3,7	23,4	5,6	53,0	23,1	-2,4	3,8	23,1	5,3
2011 1° trim.	63,6	43,0	-20,4	4,3	32,5	4,3	45,4	24,0	-4,0	2,8	16,7	5,9
2° trim.	64,9	5,0	-1,4	2,7	47,5	11,0	39,5	0,6	-6,5	-0,2	34,2	11,5
3° trim.	5,3	12,7	-10,1	4,5	-3,8	2,0	40,8	20,2	5,1	6,2	5,6	3,7
4° trim.	77,3	30,2	21,4	3,2	17,6	4,9	86,2	47,6	-4,2	6,4	36,1	0,3
2011 ott.	70,1	2,0	33,8	8,9	23,2	2,2	59,9	9,9	12,6	8,0	35,1	-5,7
nov.	93,9	29,0	2,0	6,5	45,1	11,1	5,1	21,5	-41,0	5,8	8,1	10,7
dic.	68,0	59,7	28,5	-5,9	-15,6	1,4	193,7	111,4	15,8	5,3	65,2	-4,1
2012 gen.	89,4	16,4	-1,6	10,6	54,5	9,4	75,3	-7,6	18,1	6,9	38,3	19,7
A lungo termine												
2010	54,0	1,9	2,0	5,3	41,3	3,5	54,3	1,9	2,2	5,3	41,4	3,5
2011	48,4	12,1	-1,3	2,7	31,0	3,9	48,9	12,2	-1,0	2,8	31,1	3,9
2011 1° trim.	58,1	27,4	-16,9	2,3	40,5	4,9	53,4	17,1	-1,9	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.	-9,0	2,9	-6,5	0,9	-6,9	0,6	32,1	10,8	7,3	2,2	9,1	2,7
4° trim.	77,4	1,3	23,3	5,4	43,8	3,6	74,5	15,5	-0,2	7,0	48,9	3,3
2011 ott.	70,2	-10,3	37,7	8,4	31,4	3,1	74,3	-3,4	20,8	9,4	45,2	2,3
nov.	87,8	3,2	6,0	6,8	63,4	8,4	5,0	7,6	-38,3	6,3	21,0	8,4
dic.	74,2	10,9	26,2	1,1	36,6	-0,7	144,1	42,2	16,9	5,4	80,5	-0,8
2012 gen.	59,6	8,8	-3,2	6,8	40,7	6,6	86,3	5,4	18,0	8,4	46,0	8,4

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

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



Fonte: BCE.

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

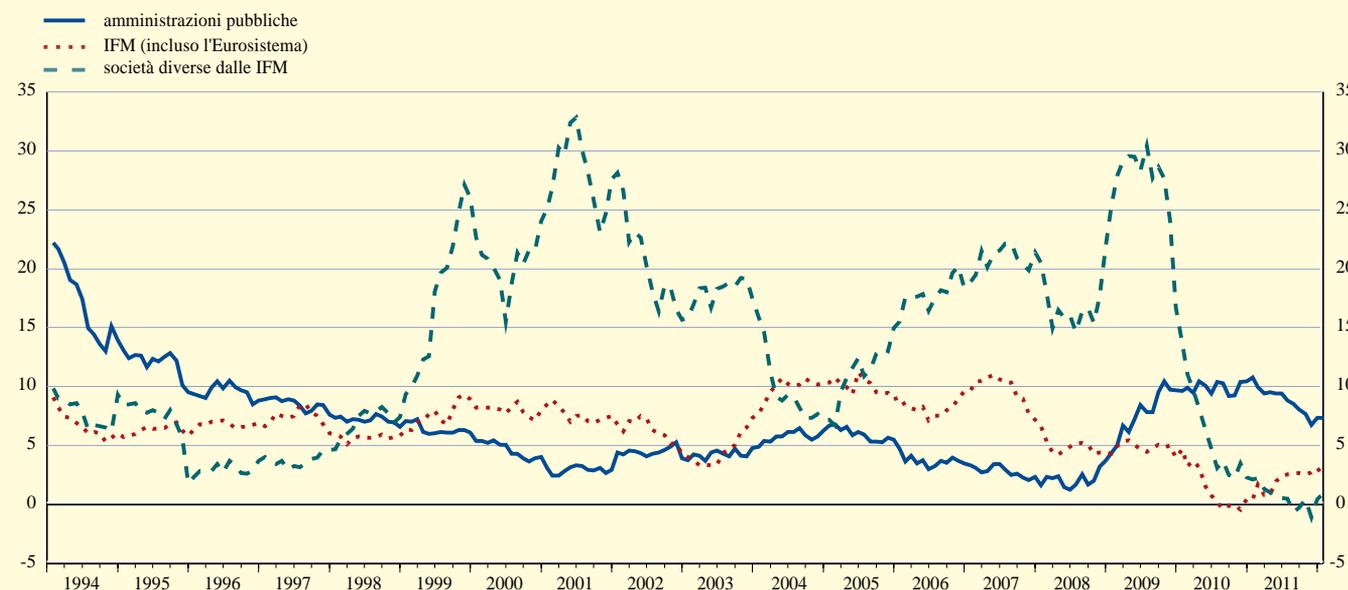
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(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	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2011 gen.	3,7	0,0	1,7	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	1,1	3,4	6,0	14,6	3,3	2,9	-0,7	2,5	5,3	12,3
mag.	3,6	1,7	0,3	4,3	6,1	17,4	1,9	3,0	-4,0	3,7	2,7	15,8
giu.	3,9	1,8	0,5	4,2	6,5	16,1	3,2	2,8	-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	-0,6	4,8	5,1	14,2	3,0	2,3	-0,2	4,4	4,0	16,8
ott.	3,4	2,9	-0,1	4,7	4,7	12,8	3,4	2,9	0,4	7,1	4,2	12,9
nov.	2,4	3,2	-2,3	5,1	3,0	13,6	3,0	3,3	-0,6	6,5	3,4	11,0
dic.	4,0	5,2	-1,0	5,4	4,7	12,1	4,8	7,7	0,2	9,3	4,1	4,0
2012 gen.	4,0	4,4	-0,7	6,2	4,8	15,5	5,5	7,6	1,5	9,5	4,5	15,0
	A lungo termine											
2011 gen.	4,8	0,4	0,7	8,0	11,0	8,3	6,2	3,7	1,9	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.	4,2	0,8	0,2	5,7	9,4	9,0	5,1	3,3	-2,0	5,6	11,0	9,4
apr.	4,2	0,9	0,1	5,0	9,5	9,5	4,8	3,5	-1,6	4,0	10,0	8,7
mag.	4,5	2,0	-0,6	5,2	9,1	12,1	3,4	3,6	-4,9	3,1	7,9	11,0
giu.	4,6	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	-1,1	3,4	7,9	9,4	2,8	2,1	-0,4	1,3	5,0	9,3
ott.	4,0	2,6	-0,3	3,5	7,6	8,7	3,2	1,7	1,0	3,0	5,3	8,5
nov.	3,3	2,7	-2,3	4,0	6,4	10,0	3,0	1,9	0,1	4,8	4,9	9,1
dic.	4,1	3,1	-0,5	4,4	7,2	9,4	4,4	3,3	1,4	7,4	6,5	6,9
2012 gen.	4,0	2,5	-0,2	5,6	7,0	11,1	5,3	3,5	2,5	9,2	7,3	10,1

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



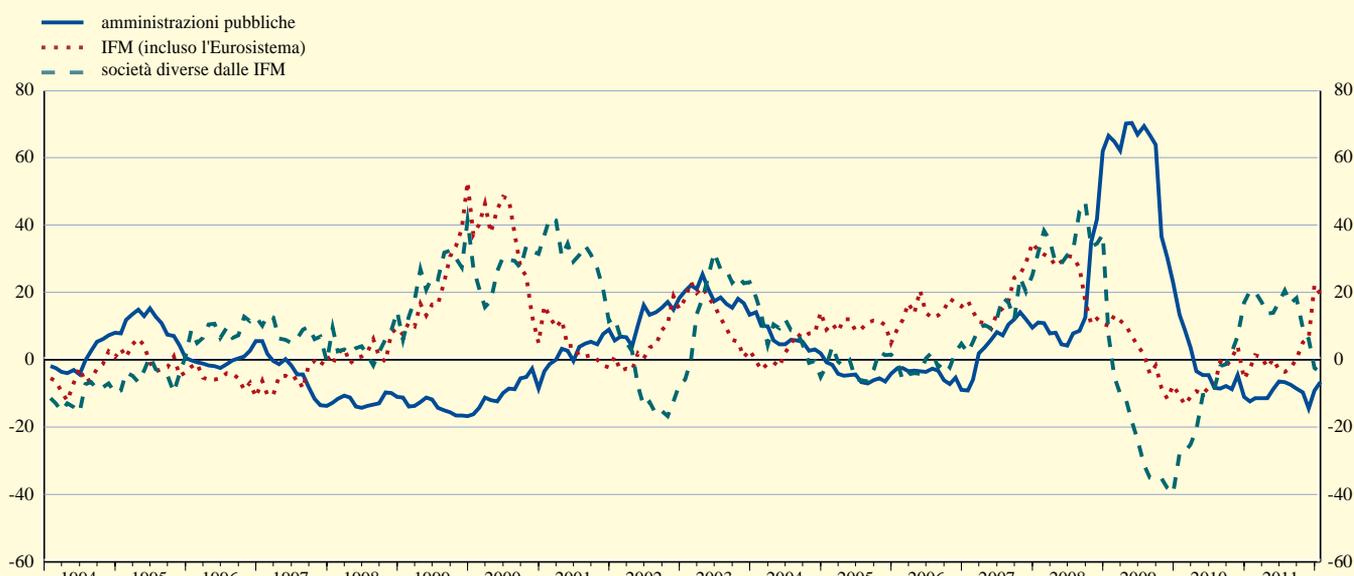
Fonte: BCE.

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

4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro¹⁾ (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	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche	19	20	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
	Tutte le valute											
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	3,4	6,3	7,8	7,6	-0,6	-1,4	-5,3	-1,9	22,3	16,1
2011 1° trim.	6,9	3,4	3,1	9,2	9,7	5,6	0,4	-1,8	-1,9	-1,2	19,0	20,0
2° trim.	6,5	4,6	3,7	6,4	8,2	7,9	-0,5	-2,1	-4,7	-1,5	23,5	18,4
3° trim.	6,6	6,2	4,2	5,2	7,4	8,9	-1,5	-1,4	-7,7	-2,3	25,7	13,0
4° trim.	5,6	5,6	2,7	4,5	6,1	8,1	-1,0	-0,5	-6,8	-2,5	21,0	13,9
2011 ago.	6,5	6,3	3,8	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	-1,6	-1,2	-8,5	-3,7	28,3	13,4
ott.	5,7	5,7	3,5	4,2	6,2	7,5	-0,6	-1,0	-6,3	-2,9	25,8	12,7
nov.	5,2	5,2	1,6	4,6	5,8	8,5	-1,7	0,0	-7,8	-2,3	14,6	15,1
dic.	5,5	5,6	1,1	5,0	6,3	8,0	0,4	0,4	-4,4	-1,0	18,7	14,4
2012 gen.	5,6	5,2	2,1	6,4	6,4	8,7	-0,1	-0,4	-4,5	-0,9	15,6	19,4
	Euro											
2010	9,1	5,6	7,4	19,9	10,0	8,3	-0,3	-3,3	0,4	-1,9	5,9	26,2
2011	6,5	4,2	3,6	6,6	8,1	7,2	-0,1	0,0	-5,9	-2,8	22,2	15,3
2011 1° trim.	7,0	2,2	3,3	9,6	9,9	4,5	1,0	-0,1	-2,7	-1,7	19,1	21,0
2° trim.	6,6	3,8	4,0	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	-1,2	-0,2	-8,4	-3,5	25,6	11,1
4° trim.	5,7	5,4	2,6	4,7	6,4	8,5	-0,6	1,0	-7,6	-3,6	20,8	12,3
2011 ago.	6,6	5,6	4,0	6,1	7,4	9,0	-1,6	-0,5	-9,1	-3,7	25,6	11,5
set.	6,2	5,7	4,6	4,8	6,6	8,4	-1,5	-0,1	-9,8	-4,6	28,3	11,4
ott.	5,8	5,4	3,5	4,5	6,4	8,2	-0,1	0,5	-6,8	-3,9	25,6	11,0
nov.	5,5	5,2	1,8	4,7	6,1	9,0	-1,3	1,5	-8,3	-3,4	14,3	13,7
dic.	5,7	5,7	0,8	5,0	6,5	8,6	0,7	1,9	-5,3	-2,1	18,4	13,1
2012 gen.	6,0	5,5	2,6	6,0	6,6	10,0	0,7	1,6	-4,7	-2,2	15,3	18,2

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)

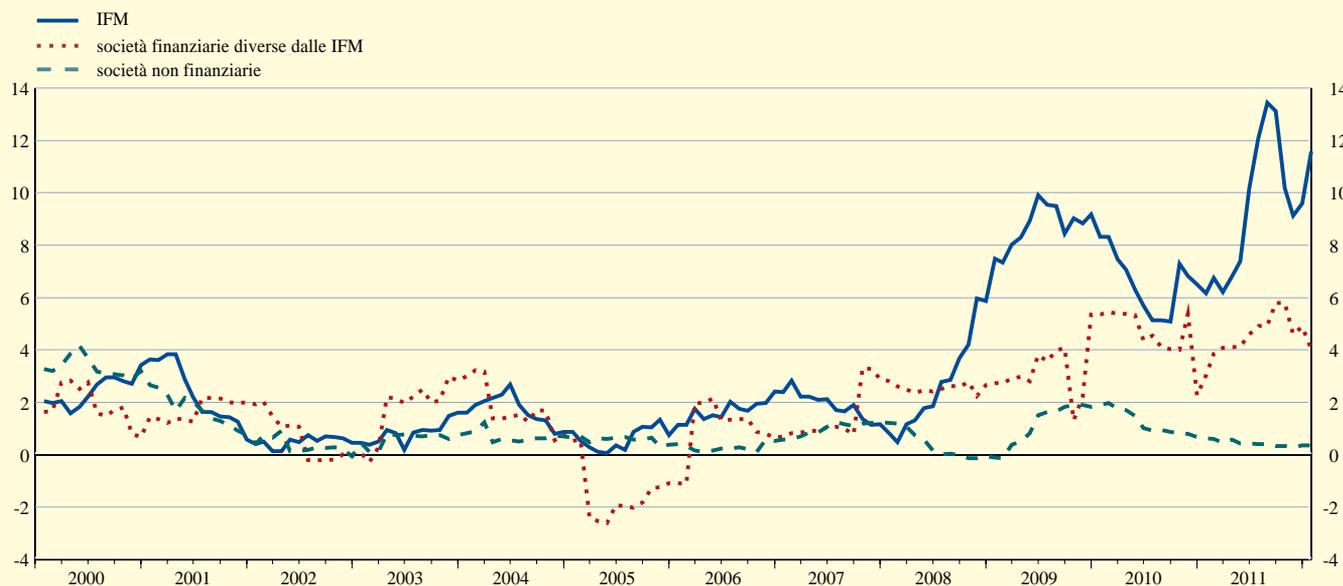
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(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
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	0,3
2012 gen.	4.107,1	106,3	1,7	362,3	11,6	298,0	4,0	3.446,8	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

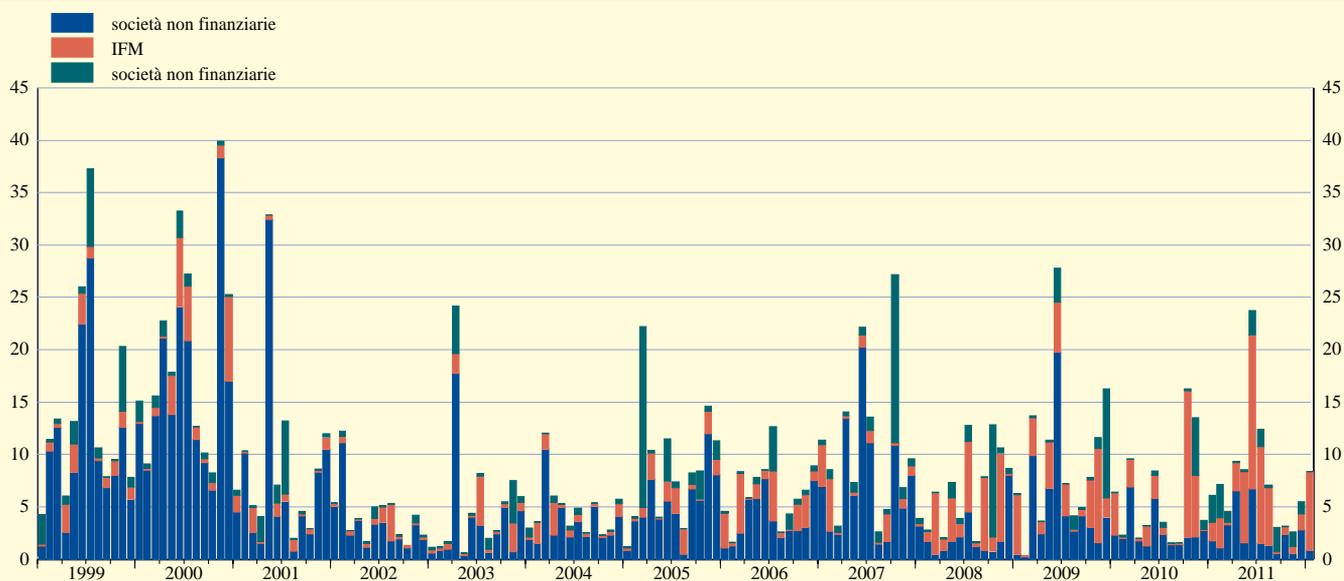
(miliardi di euro; valori di mercato)

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
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.	5,5	1,0	4,5	1,5	0,0	1,5	1,2	0,0	1,2	2,8	1,0	1,8
2012 gen.	8,3	0,4	7,9	7,5	0,0	7,5	0,0	0,1	-0,1	0,9	0,3	0,5

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 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	0,66	1,46	2,61	2,85	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	2,94	3,48	3,15	1,83	1,96	0,61	1,27	2,95	2,92	1,23
feb.	0,52	2,90	3,37	3,15	1,83	1,96	0,60	1,22	2,96	3,01	1,06

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

	Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Debiti da carte di credito revolving ³⁾	Credito al consumo				(TAEG) ⁴⁾	Prestiti per acquisto di abitazione				(TAEG) ⁴⁾	Prestiti a imprese individuali e a società di persone		
			Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso variabile e fino a 1 anno		Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso variabile e fino a 1 anno		Periodo iniziale di determinazione del tasso		
			oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	oltre 1 e fino a 5 anni			oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni	oltre 1 e fino a 5 anni			oltre 5 anni		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2011 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.	8,41	17,11	5,56	6,47	7,78	7,39	3,43	3,74	3,84	3,94	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	5,61	6,58	8,08	7,57	3,50	3,71	3,75	4,03	4,03	3,89	4,76	3,93	
feb.	8,41	17,05	5,70	6,58	8,09	7,62	3,44	3,64	3,70	3,95	3,92	3,87	4,71	4,04	

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 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	
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	
mag.	4,30	4,18	4,65	4,79	5,14	4,67	4,19	2,65	3,37	3,17	3,63	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	
lug.	4,43	4,38	4,79	4,79	5,10	4,68	4,44	2,87	3,45	3,46	3,98	4,09	
ago.	4,49	4,44	4,94	4,85	5,03	4,58	4,35	2,79	3,56	3,64	3,99	3,87	
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	
ott.	4,61	4,70	5,10	4,86	4,99	4,56	4,27	2,98	3,54	3,78	3,89	3,60	
nov.	4,61	4,77	5,26	4,98	5,10	4,65	4,26	2,80	3,66	3,42	3,92	3,60	
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	
2012 gen.	4,64	4,93	5,36	4,78	5,04	4,40	4,33	2,66	3,70	3,06	3,45	2,70	
feb.	4,59	4,86	5,25	4,71	5,02	4,65	4,41	2,50	3,76	3,31	3,92	3,77	

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)

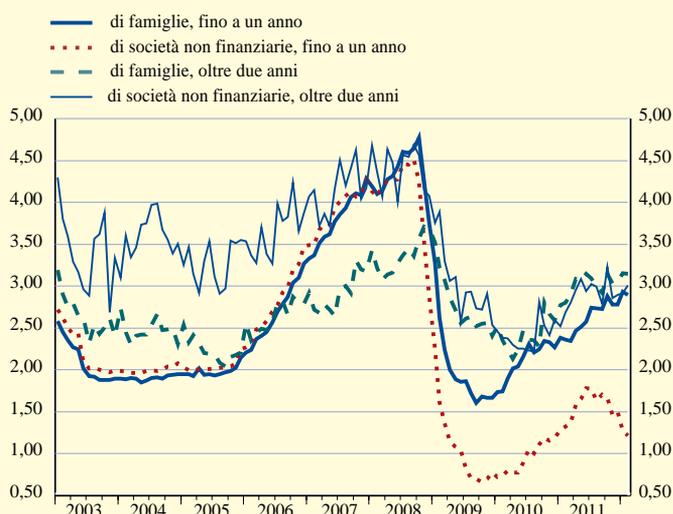
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista ²⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ^{2), 3)}		A vista ²⁾	Con durata prestabilita			
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2011 mar.	0,45	2,38	2,71	1,61	1,88	0,54	1,85	3,13	1,65	
apr.	0,46	2,41	2,73	1,65	1,90	0,61	1,94	3,12	1,72	
mag.	0,49	2,45	2,74	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	2,59	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	0,66	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	2,78	1,83	1,96	0,61	2,09	3,16	2,46	
feb.	0,52	2,79	2,80	1,83	1,96	0,60	2,08	3,20	2,62	

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 mar.	3,71	3,80	3,84	7,92	6,40	5,20	3,68	3,49	3,48
apr.	3,81	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	3,73
ott.	4,12	3,78	3,91	8,17	6,44	5,33	4,18	3,86	3,74
nov.	4,12	3,77	3,91	8,09	6,44	5,34	4,20	3,89	3,75
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	6,40	5,28	4,23	3,81	3,68
feb.	4,04	3,69	3,86	8,10	6,42	5,28	4,18	3,78	3,67

F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

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

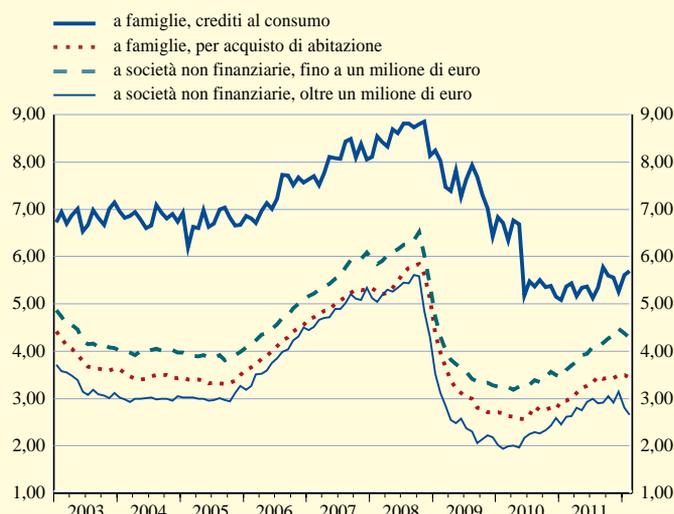


Fonte: BCE.

* 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)

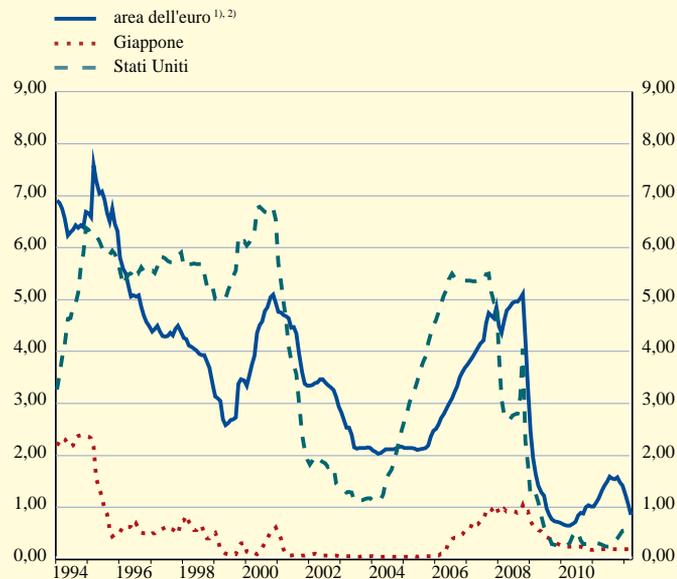
	Area dell'euro ^{1), 2)}					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 1	Depositi a un mese (Euribor) 2	Depositi a tre mesi (Euribor) 3	Depositi a sei mesi (Euribor) 4	Depositi a dodici mesi (Euribor) 5	Depositi a tre mesi (Libor) 6	Depositi a tre mesi (Libor) 7
2009	0,71	0,89	1,22	1,43	1,61	0,69	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
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
2012 1° trim.	0,37	0,64	1,04	1,34	1,67	0,51	0,20
2011 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
mar.	0,36	0,47	0,86	1,16	1,50	0,47	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.

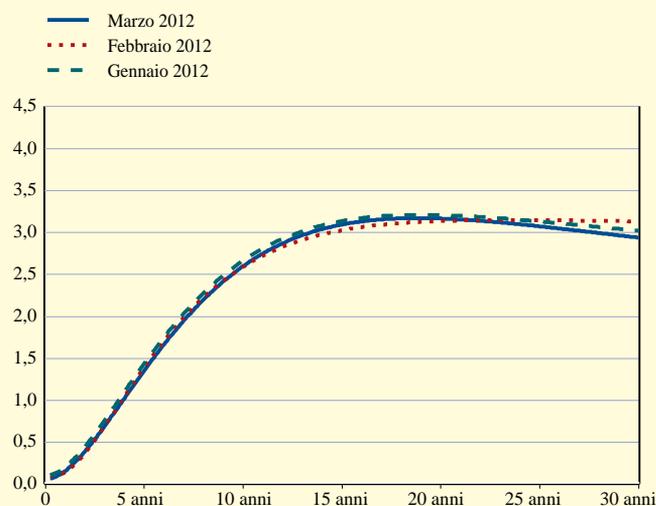
4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro¹⁾

(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
2011 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
2012 1° trim.	0,07	0,16	0,39	1,36	1,95	2,60	2,53	2,21	0,34	0,95	2,97	4,26
2011 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
mar.	0,07	0,16	0,39	1,36	1,95	2,60	2,53	2,21	0,34	0,95	2,97	4,26

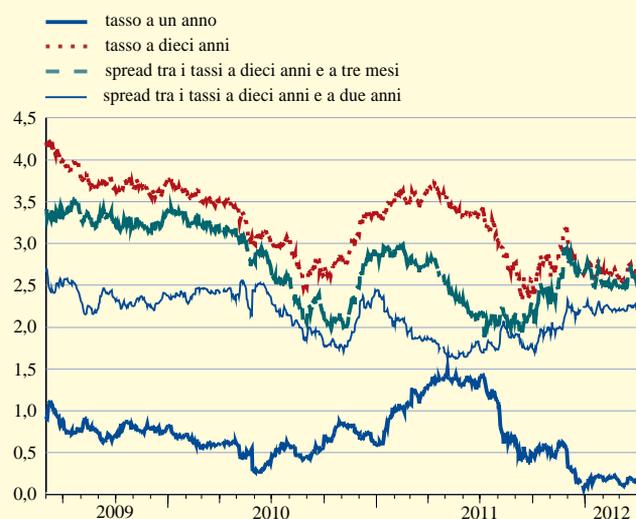
F25 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro²⁾

(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
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
2012 1° trim.	243,7	2.473,6	499,1	150,3	372,3	324,6	129,7	333,3	221,7	253,7	300,6	480,6	1.348,8	9.295,3
2011 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
mar.	250,7	2.532,2	512,9	152,0	388,0	329,5	134,6	344,6	234,3	257,7	296,7	490,5	1.389,2	9.962,3

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
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	0,5	0,3	2,0	0,4	2,0	2,3
2011 1° trim.	111,3	2,5	1,3	3,1	1,6	1,0	0,9	0,5	0,2	6,3	0,5	2,4	3,3
2° trim.	113,1	2,8	1,8	3,3	1,9	0,8	1,1	0,3	0,3	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	0,8	1,1	1,0	1,1	1,5	0,3	2,9	3,5
2011 ott.	113,9	3,0	2,0	3,9	1,8	0,2	0,5	0,4	0,2	0,6	0,1	3,0	3,6
nov.	114,0	3,0	2,0	3,9	1,9	0,2	0,2	0,4	0,1	0,7	0,1	3,0	3,5
dic.	114,4	2,7	2,0	3,3	1,9	0,1	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,2	2,7	3,5
2012 gen.	113,4	2,7	1,9	3,2	1,9	0,4	0,2	-0,2	0,0	2,6	0,2	2,5	3,5
feb.	114,0	2,7	1,9	3,4	1,8	0,3	0,3	0,8	0,1	1,1	0,1	2,6	3,4
mar. ³⁾		2,6											

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione					
in perc. del totale nel 2012	19,1	11,9	7,2	39,5	28,5	11,0	10,1	6,0	6,5	3,1	14,5	7,3
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 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
feb.	3,3	4,1	2,2	3,4	1,1	9,5	1,7	1,5	2,8	-3,0	2,2	2,4

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	-3,2
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	3,3	1,0
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	3,3	1,0
4° trim.	119,3	5,1	4,5	2,9	3,4	1,5	3,3	2,5	3,4	11,3	2,9	-0,2
2011 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	3,0	3,5	1,4	3,4	2,5	3,6	12,3	-	-
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	3,8	3,3	2,0	1,6	1,4	3,0	2,3	3,0	9,2	-	-
feb.	120,9	3,6	3,0	1,7	1,1	1,4	2,8	2,4	2,9	9,3	-	-

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			
																10
		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	0,9	1,0	2,8	5,0	
2011	79,7	12,2	22,4	7,7	12,9	20,7	7,5	109,3	1,3	2,2	2,5	0,9	2,0	3,7	5,9	
2011 1° trim.	77,3	42,9	46,1	41,4	41,0	47,2	36,6	108,8	1,2	2,2	2,5	0,7	2,3	5,1	7,9	
2° trim.	81,3	11,6	28,8	4,6	13,3	26,2	5,1	109,2	1,3	2,1	2,5	0,8	1,9	3,7	5,7	
3° trim.	79,3	3,8	16,7	-1,6	4,9	11,7	0,3	109,5	1,3	2,2	2,4	0,9	1,9	3,2	5,3	
4° trim.	80,7	-2,5	3,6	-5,2	-1,7	4,4	-6,0	109,7	1,4	2,1	2,4	1,3	1,8	2,7	4,5	
2012 1° trim.	90,1	-5,9	-7,8	-4,9	-4,9	-4,0	-5,6	.	.	.	.	.	.	.	.
2011 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	-10,5	-6,0	-6,5	-6,5	-6,5	-	-	-	-	-	-	-	-	
mar.	94,2	-5,4	-8,7	-3,8	-4,0	-3,3	-4,6	-	-	-	-	-	-	-	-	

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

- 1) Prezzi degli input delle costruzioni residenziali.
- 2) Dati a carattere sperimentale basati su fonti nazionali non armonizzate (per ulteriori informazioni cfr. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).
- 3) Qualità Brent (per consegne a termine di un mese).
- 4) Si riferisce a prezzi espressi in euro. Ponderati in base alla struttura delle importazioni dell'area dell'euro nel periodo 2004-2006.
- 5) Si riferisce a prezzi espressi in euro. Ponderati sulla base della domanda interna (prodotto interno al lordo delle importazioni e al netto delle esportazioni) dell'area dell'euro nel periodo 2004-06. Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni cfr. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).
- 6) I deflatori delle importazioni e delle esportazioni si riferiscono a beni e servizi e includono il commercio tra i paesi dell'area dell'euro.

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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⁾												
2010	109,2	-0,8	-1,3	-6,0	1,2	-2,0	-1,3	0,1	2,7	1,8	1,1	1,5
2011	110,2	0,9	-1,7	-0,2	0,3	0,6	3,0	1,6	3,8	3,3	0,9	1,4
2011 1° trim.	109,6	0,0	0,2	-2,4	0,5	-1,2	1,8	2,5	4,6	3,3	0,8	0,8
2° trim.	110,2	1,1	-1,8	-0,4	1,7	0,4	3,3	3,3	4,0	3,5	0,8	1,9
3° trim.	110,1	1,2	-2,3	-0,2	0,6	1,8	3,5	0,5	2,0	2,9	1,0	1,5
4° trim.	110,7	1,3	-2,8	1,6	-1,6	1,4	3,1	0,1	4,8	3,4	0,8	1,6
Redditi per occupato												
2010	111,5	1,6	1,5	3,7	0,8	1,3	2,4	2,2	3,5	1,5	0,8	1,1
2011	114,0	2,3	2,5	3,5	3,2	2,0	2,1	2,2	2,1	3,0	1,4	1,5
2011 1° trim.	113,3	2,2	3,6	4,0	3,8	1,7	1,8	1,8	2,2	2,9	1,0	0,7
2° trim.	113,9	2,3	2,1	4,4	2,7	1,6	1,9	3,2	2,4	3,0	1,3	1,4
3° trim.	114,2	2,3	2,4	3,4	2,9	2,3	2,4	2,5	1,8	2,9	1,5	1,6
4° trim.	114,7	2,2	2,0	2,2	3,5	2,2	2,3	1,5	2,0	3,2	1,7	2,5
Produttività del lavoro per occupato²⁾												
2010	102,1	2,4	2,8	10,3	-0,4	3,3	3,7	2,1	0,8	-0,3	-0,2	-0,3
2011	103,5	1,3	4,3	3,7	2,9	1,3	-0,8	0,6	-1,7	-0,3	0,5	0,1
2011 1° trim.	103,4	2,2	3,4	6,5	3,2	3,0	0,1	-0,7	-2,3	-0,4	0,1	-0,1
2° trim.	103,3	1,3	4,0	4,7	1,0	1,2	-1,3	-0,2	-1,5	-0,5	0,5	-0,5
3° trim.	103,7	1,1	4,8	3,6	2,3	0,4	-1,0	2,0	-0,2	0,0	0,5	0,0
4° trim.	103,6	0,9	5,0	0,6	5,2	0,7	-0,8	1,4	-2,6	-0,2	0,9	0,9
Redditi per ora lavorata												
2010	113,3	1,1	0,1	1,2	1,3	1,1	2,0	1,8	2,5	0,6	0,8	1,3
2011	115,6	2,1	0,3	2,5	3,2	2,0	2,4	1,8	2,4	2,4	1,4	1,8
2011 1° trim.	114,6	1,6	-1,1	1,6	2,7	2,0	1,9	1,6	1,5	2,1	1,0	1,1
2° trim.	115,8	2,5	1,4	3,7	3,4	2,1	3,1	3,0	3,6	2,8	1,6	2,1
3° trim.	115,6	2,2	0,4	2,8	3,0	2,0	2,1	1,9	1,4	2,3	1,7	1,9
4° trim.	116,5	1,9	0,5	1,9	3,8	1,9	2,4	0,8	2,9	2,3	1,3	2,2
Produttività per ora lavorata³⁾												
2010	104,1	1,9	2,8	7,7	-0,3	2,9	3,4	1,6	-0,2	-1,1	-0,3	-0,2
2011	105,4	1,2	3,5	3,0	2,7	1,4	-0,6	0,2	-1,2	-0,7	0,5	0,4
2011 1° trim.	105,1	1,8	0,4	4,5	2,2	3,4	0,2	-1,1	-2,3	-0,8	0,1	0,4
2° trim.	105,5	1,6	4,3	4,4	1,6	1,8	-0,4	-0,3	-0,1	-0,5	0,7	0,3
3° trim.	105,5	1,0	4,9	3,3	2,1	0,3	-1,4	1,4	-0,7	-0,5	0,6	0,0
4° trim.	105,6	0,7	4,5	0,4	5,2	0,5	-0,7	0,9	-1,6	-0,8	0,5	0,7

5. Indicatori del costo del lavoro³⁾

	Totale (indice dest.) 2008 = 100)	Totale	Per componente			Per settore di attività			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ⁴⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore 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	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2010	104,3	1,5	1,4	1,8	1,0	1,8	1,8	1,7	
2011	107,2	2,8	2,6	3,5	3,2	2,4	2,6	2,0	
2011 1° trim.	106,1	2,5	2,2	3,4	2,4	1,9	2,5	2,0	
2° trim.	107,2	3,3	3,1	3,8	4,2	2,6	2,9	1,9	
3° trim.	107,3	2,6	2,5	3,1	2,8	2,3	2,6	2,1	
4° trim.	108,1	2,8	2,6	3,5	3,3	2,6	2,6	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	9.244,2	9.158,9	5.207,1	1.898,9	1.989,7	63,2	85,3	3.882,1	3.796,8
2009	8.922,9	8.804,8	5.126,5	1.986,5	1.741,4	-49,7	118,0	3.273,6	3.155,6
2010	9.158,0	9.043,8	5.262,2	2.013,5	1.749,7	18,4	114,2	3.746,1	3.631,9
2011	9.414,3	9.281,5	5.403,1	2.030,9	1.807,2	40,3	132,8	4.121,4	3.988,6
2010 4° trim.	2.310,2	2.282,0	1.334,3	504,3	439,4	3,9	28,2	978,9	950,7
2011 1° trim.	2.338,3	2.316,2	1.343,2	506,8	450,6	15,6	22,0	1.008,5	986,5
2° trim.	2.350,9	2.322,7	1.346,1	507,9	452,2	16,6	28,2	1.023,8	995,6
3° trim.	2.361,8	2.323,2	1.354,4	507,7	452,1	9,0	38,6	1.044,5	1.005,9
4° trim.	2.359,3	2.315,6	1.357,6	508,4	451,1	-1,5	43,6	1.041,8	998,1
<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	0,3	0,4	0,1	-0,5	-	-	1,5	1,5
2011 1° trim.	0,7	0,4	0,0	0,0	1,6	-	-	1,3	0,7
2° trim.	0,1	-0,2	-0,5	0,0	-0,2	-	-	1,2	0,4
3° trim.	0,1	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	-	-	1,4	0,7
4° trim.	-0,3	-0,7	-0,5	-0,3	-0,5	-	-	-0,4	-1,4
<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	-3,8	-1,2	2,6	-12,1	-	-	-12,7	-11,7
2010	1,9	1,2	0,9	0,5	-0,5	-	-	11,3	9,6
2011	1,5	0,5	0,2	0,1	1,4	-	-	6,1	3,8
2010 4° trim.	2,1	1,7	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	-	-	6,4	4,2
3° trim.	1,3	0,4	0,3	0,0	1,0	-	-	5,6	3,3
4° trim.	0,7	-0,6	-0,6	-0,3	0,6	-	-	3,6	0,4
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>									
2010 4° trim.	0,3	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,0	-	-
2011 1° trim.	0,7	0,4	0,0	0,0	0,3	0,1	0,3	-	-
2° trim.	0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,1	0,4	-	-
3° trim.	0,1	-0,2	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,3	-	-
4° trim.	-0,3	-0,7	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	0,4	-	-
<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	-3,8	-0,7	0,5	-2,6	-1,0	-0,6	-	-
2010	1,9	1,2	0,5	0,1	-0,1	0,7	0,7	-	-
2011	1,5	0,5	0,1	0,0	0,2	0,1	1,0	-	-
2010 4° trim.	2,1	1,6	0,7	0,0	0,2	0,8	0,5	-	-
2011 1° trim.	2,4	1,6	0,5	0,1	0,6	0,4	0,8	-	-
2° trim.	1,6	0,7	0,2	0,0	0,2	0,3	0,9	-	-
3° trim.	1,3	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	1,0	-	-
4° trim.	0,7	-0,6	-0,4	-0,1	0,2	-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 e di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrat. pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2008	8.298,9	141,9	1.652,6	561,5	1.597,8	356,5	385,3	930,7	859,8	1.520,8	291,9	945,3
2009	8.029,5	125,8	1.466,1	536,4	1.517,0	359,6	428,0	905,0	810,2	1.582,0	299,4	893,4
2010	8.218,5	137,1	1.553,3	512,3	1.561,9	357,6	439,3	921,9	823,3	1.609,3	302,3	939,5
2011	8.443,3	144,3	1.636,0	518,2	1.614,7	354,9	437,4	957,0	845,6	1.628,0	307,3	970,9
2010 4° trim.	2.072,9	35,1	396,6	126,8	395,4	89,0	109,4	234,1	208,1	402,2	76,0	237,3
2011 1° trim.	2.096,6	36,7	404,4	129,9	401,7	88,7	108,3	235,6	209,3	405,6	76,4	241,7
2° trim.	2.106,5	36,8	407,6	129,1	403,4	88,6	108,6	238,7	210,8	406,9	76,0	244,4
3° trim.	2.118,2	35,5	413,3	128,8	404,2	88,9	110,2	240,7	212,0	407,5	77,0	243,6
4° trim.	2.118,0	35,3	408,4	130,1	404,5	88,6	110,2	242,1	213,2	407,9	77,8	241,3
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2011	100,0	1,7	19,4	6,1	19,1	4,2	5,2	11,3	10,0	19,3	3,6	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2010 4° trim.	0,4	0,6	1,5	-1,5	0,4	0,9	-0,2	0,4	0,3	-0,1	0,0	-0,1
2011 1° trim.	0,7	1,7	1,4	0,9	1,0	-0,9	1,2	-0,2	0,9	0,3	-0,2	1,0
2° trim.	0,2	0,2	0,6	-0,5	-0,1	0,3	0,0	0,3	0,5	0,1	-0,8	0,1
3° trim.	0,2	-0,4	0,3	-0,7	0,1	0,3	0,8	0,3	0,4	0,2	0,8	-0,4
4° trim.	-0,2	0,2	-1,7	0,3	-0,1	0,9	-0,6	0,5	-0,1	0,2	0,3	-1,0
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2008	0,6	1,8	-2,3	-1,1	1,1	2,8	1,2	1,2	1,6	1,9	1,7	-1,3
2009	-4,3	-0,5	-13,4	-6,8	-5,5	1,7	3,9	0,4	-6,7	1,3	0,7	-4,4
2010	2,0	1,8	6,9	-4,2	2,6	2,6	1,0	0,3	1,7	0,8	0,4	0,7
2011	1,5	1,6	3,6	-1,0	1,9	0,7	0,4	0,9	2,3	0,6	-0,2	1,3
2010 4° trim.	2,2	1,7	7,4	-3,1	3,0	2,7	-0,2	0,7	2,4	0,2	0,0	1,1
2011 1° trim.	2,3	0,7	6,2	-0,2	3,3	1,1	-0,9	0,9	2,8	0,5	0,2	3,5
2° trim.	1,6	1,6	4,6	-2,0	2,3	0,7	-0,5	1,0	2,7	0,5	-0,9	1,5
3° trim.	1,4	2,2	3,8	-1,8	1,3	0,7	1,9	0,8	2,1	0,5	-0,1	0,6
4° trim.	0,8	1,7	0,6	0,0	0,8	0,6	1,4	0,9	1,8	0,8	0,1	-0,3
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2010 4° trim.	0,4	0,0	0,3	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2011 1° trim.	0,7	0,0	0,3	0,1	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2° trim.	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	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	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	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	0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	-
2009	-4,3	0,0	-2,7	-0,5	-1,1	0,1	0,2	0,0	-0,7	0,2	0,0	-
2010	2,0	0,0	1,2	-0,3	0,5	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2	0,0	-
2011	1,5	0,0	0,7	-0,1	0,4	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2010 4° trim.	2,2	0,0	1,4	-0,2	0,6	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	-
2011 1° trim.	2,3	0,0	1,1	0,0	0,6	0,0	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
2° trim.	1,6	0,0	0,9	-0,1	0,4	0,0	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
3° trim.	1,4	0,0	0,7	-0,1	0,3	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
4° trim.	0,8	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5.2 Produzione e domanda

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

3. Produzione industriale

in perc. del totale nel 2005	Totale		Industria escluse le costruzioni								Costruzioni			
	1	2	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e i beni energetici					Beni energetici	11	12	
				3	4	Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo					
									5	6				7	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		
2009	-13,7	90,5	-14,9	-16,0	-16,1	-19,2	-20,9	-5,0	-17,4	-3,0	-5,5	-7,8		
2010	4,0	97,0	7,3	7,6	7,7	10,0	9,0	3,0	2,6	3,1	3,9	-8,0		
2011	2,5	100,5	3,5	4,7	4,8	4,3	8,8	0,6	0,6	0,6	-4,8	-1,0		
2011 1° trim.	4,5	100,5	6,5	8,1	8,2	9,1	13,1	1,0	3,1	0,7	-2,2	-2,5		
2° trim.	2,1	100,6	4,0	5,3	5,3	4,4	9,3	1,7	1,1	1,8	-5,4	-4,9		
3° trim.	3,5	101,4	3,9	4,7	4,8	3,8	9,7	0,6	1,9	0,4	-3,2	1,8		
4° trim.	0,0	99,4	-0,2	1,1	1,0	0,0	3,9	-0,9	-3,2	-0,6	-8,2	1,9		
2011 ago.	5,2	102,6	5,7	6,8	6,9	5,5	12,7	2,6	3,0	2,6	-2,1	2,6		
set.	1,9	100,0	2,1	2,7	2,8	2,1	5,8	0,1	-0,8	0,2	-3,3	0,9		
ott.	0,2	100,0	0,9	1,8	1,7	0,2	4,8	0,1	-3,1	0,5	-4,9	-2,0		
nov.	0,3	99,6	0,0	0,9	0,9	-0,3	4,7	-2,0	-3,2	-1,7	-6,4	1,2		
dic.	0,1	98,7	-1,6	0,4	0,4	0,0	2,2	-0,9	-3,2	-0,6	-12,5	10,0		
2012 gen.	-1,6	98,9	-1,5	-0,5	-0,7	-2,1	2,8	-2,4	-3,7	-2,2	-6,4	-2,8		
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>														
2011 ago.	0,5	-	1,0	1,1	1,1	0,7	1,4	1,0	-2,3	1,4	1,2	1,0		
set.	-2,2	-	-2,5	-2,4	-2,8	-2,0	-3,6	-1,6	-3,7	-1,3	-1,9	-1,6		
ott.	-0,2	-	0,0	0,0	0,1	-0,7	0,8	0,5	-1,2	0,5	-0,9	-0,9		
nov.	0,2	-	-0,4	-0,4	-0,2	0,0	0,0	-1,4	0,0	-1,5	-0,1	1,9		
dic.	-0,9	-	-0,9	-0,5	-0,5	-1,0	-0,9	0,1	-0,1	0,0	-2,3	-1,8		
2012 gen.	0,3	-	0,2	0,1	-0,1	0,2	0,5	-0,6	0,4	-0,6	1,3	-0,5		

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	38,4	51,0	9,0	12,8	10,6	13	14	
2009	87,3	-22,7	95,6	-18,3	-4,3	100,5	-2,4	-1,7	-2,4	-1,9	-4,2	-5,7	925	3,3
2010	102,8	17,7	105,2	10,2	2,1	101,5	0,9	0,5	1,8	2,2	1,1	-2,8	843	-8,5
2011	111,5	8,5	114,7	8,9	1,6	100,9	-0,6	-1,0	0,0	-1,4	0,0	-3,4	838	-1,1
2011 1° trim.	112,1	18,5	113,9	13,8	2,1	101,4	0,1	-1,0	1,2	-0,3	1,7	-1,4	868	-3,1
2° trim.	114,2	11,6	114,6	9,7	1,7	100,8	-0,5	-0,5	0,0	1,7	-1,2	-3,6	825	-1,8
3° trim.	110,8	5,3	115,7	8,8	1,7	101,2	-0,5	-0,8	0,1	-2,3	0,0	-4,4	824	2,9
4° trim.	108,9	-0,4	114,6	4,1	1,0	100,1	-1,3	-1,7	-0,9	-4,1	-0,3	-4,0	835	-1,7
2011 set.	107,4	1,5	114,1	6,6	1,5	100,8	-1,1	0,0	-1,9	-8,5	-0,4	-4,4	833	1,3
ott.	108,9	1,4	114,1	4,8	1,8	100,7	-0,7	-0,4	-0,9	-4,3	-0,4	-4,6	822	-0,6
nov.	107,0	-2,4	114,7	3,8	1,1	100,4	-1,4	-1,5	-1,0	-4,2	-1,3	-4,2	827	-3,3
dic.	110,8	-0,3	114,9	3,5	0,1	99,2	-1,7	-2,9	-0,7	-3,8	0,6	-3,2	856	-1,1
2012 gen.	107,4	-3,8	114,8	1,9	1,2	100,2	-1,1	-1,7	-0,5	0,3	-2,7	-3,5	751	-13,3
feb.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	758	-14,8
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>														
2011 ott.	-	1,4	-	0,1	0,1	-	-0,1	0,0	0,2	2,9	0,2	-0,4	-	-1,3
nov.	-	-1,8	-	0,5	-0,1	-	-0,3	-0,7	-0,1	0,9	-0,9	-0,2	-	0,6
dic.	-	3,6	-	0,1	-0,6	-	-1,2	-1,4	-0,9	0,0	1,1	-0,9	-	3,5
2012 gen.	-	-3,1	-	-0,1	0,9	-	1,1	0,9	1,0	1,1	-1,4	1,4	-	-12,2
feb.	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	.	-	0,9

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 costituivano il 61,2 per cento dell'intero settore nel 2005.

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

5.2 Produzione e domanda

 (saldi 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
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
2012 1° trim.	94,1	-6,6	-15,9	6,1	2,1	.	-20,0	-10,1	-24,2	34,7	-11,2
2011 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.	94,5	-5,7	-14,2	5,9	3,0	-	-20,3	-10,0	-24,2	36,2	-10,7
mar.	94,4	-7,2	-17,1	5,8	1,4	-	-19,1	-9,4	-21,0	34,7	-11,3

	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
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
2012 1° trim.	-26,4	-31,8	-21,0	-13,9	-14,8	16,3	-10,7	-0,6	-6,5	-0,4	5,0
2011 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.	-24,6	-31,4	-17,9	-14,0	-14,3	16,8	-11,0	-0,9	-6,9	-1,3	5,4
mar.	-26,5	-30,7	-22,3	-12,2	-11,8	15,7	-9,1	-0,3	-5,4	-0,6	5,0

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>													
2011	146.684	125.631	21.053	4.951	23.066	9.901	35.996	4.022	4.127	1.322	18.088	34.487	10.724
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2011	100,0	85,6	14,4	3,4	15,7	6,8	24,5	2,7	2,8	0,9	12,3	23,5	7,3
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2009	-1,8	-1,8	-1,8	-2,2	-5,0	-6,8	-1,7	-0,7	0,1	-2,8	-2,5	1,4	1,0
2010	-0,5	-0,5	-0,7	-0,9	-3,1	-3,8	-0,7	-1,1	-1,0	-0,4	2,0	1,0	0,8
2011	0,1	0,3	-1,0	-2,6	-0,1	-3,8	0,6	1,6	-0,2	2,6	2,6	0,1	-0,2
2011 1° trim.	0,2	0,4	-0,7	-2,6	-0,3	-3,3	0,3	1,1	-0,2	3,3	3,2	0,4	0,3
2° trim.	0,4	0,5	-0,7	-2,2	-0,2	-3,0	1,0	2,0	-0,4	2,6	3,2	0,0	-0,4
3° trim.	0,2	0,4	-1,1	-2,5	0,2	-4,0	0,9	1,7	-0,1	1,0	2,1	0,1	-0,1
4° trim.	-0,2	0,0	-1,3	-3,1	0,0	-4,9	0,1	1,5	0,0	3,6	2,0	-0,1	-0,7
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
2011 1° trim.	0,0	0,0	0,1	-1,7	0,2	-1,2	0,0	1,3	0,3	2,4	0,9	0,0	-0,2
2° trim.	0,2	0,3	-0,5	0,4	0,0	-0,5	0,6	0,5	-0,3	-0,5	0,9	-0,1	-0,5
3° trim.	-0,2	-0,1	-0,5	-1,0	0,1	-1,6	-0,1	-0,3	0,1	-0,5	-0,2	0,1	0,0
4° trim.	-0,2	-0,2	-0,4	-0,8	-0,3	-1,6	-0,4	0,0	0,0	2,2	0,4	-0,1	-0,1
Ore lavorate													
<i>livelli (milioni)</i>													
2011	231.690	186.577	45.113	10.305	36.637	17.590	60.292	6.436	6.519	2.011	27.723	49.073	15.103
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2011	100,0	80,5	19,5	4,4	15,8	7,6	26,0	2,8	2,8	0,9	12,0	21,2	6,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2009	-3,4	-3,6	-2,7	-3,0	-8,9	-7,8	-3,0	-1,2	-1,5	-3,6	-3,7	1,1	-0,6
2010	0,0	0,0	-0,3	-0,9	-0,8	-3,9	-0,3	-0,8	-0,6	0,6	2,8	1,1	0,6
2011	0,2	0,5	-1,0	-1,9	0,6	-3,6	0,4	1,4	0,2	2,1	3,0	0,1	-0,5
2011 1° trim.	0,6	0,9	-0,6	0,3	1,6	-2,3	-0,1	1,0	0,2	3,3	3,7	0,4	-0,2
2° trim.	0,0	0,3	-1,3	-2,5	0,1	-3,5	0,5	1,0	-0,2	1,2	3,2	-0,2	-1,3
3° trim.	0,3	0,6	-0,9	-2,6	0,5	-3,8	1,1	2,2	0,4	1,5	2,6	-0,1	-0,1
4° trim.	0,0	0,3	-1,3	-2,7	0,2	-4,9	0,3	1,3	0,5	2,5	2,6	0,3	-0,6
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
2011 1° trim.	0,5	0,6	0,0	-0,4	0,4	0,1	0,4	1,7	1,1	1,2	1,5	0,4	0,0
2° trim.	-0,3	-0,1	-0,8	-0,9	-0,4	-1,3	0,2	-0,1	-0,5	-0,7	0,5	-0,3	-1,3
3° trim.	0,2	0,2	-0,1	-1,2	0,4	-1,1	0,5	0,4	0,2	0,8	0,1	0,1	1,0
4° trim.	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	-2,6	-0,8	-0,7	-0,3	1,2	0,5	0,1	-0,3
Ore lavorate per persona occupata													
<i>livelli (migliaia)</i>													
2011	1.580	1.485	2.143	2.081	1.588	1.777	1.675	1.600	1.580	1.521	1.533	1.423	1.408
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2009	-1,7	-1,8	-1,0	-0,8	-4,1	-1,0	-1,4	-0,5	-1,6	-0,8	-1,3	-0,3	-1,6
2010	0,5	0,5	0,4	0,0	2,4	-0,1	0,4	0,3	0,5	1,0	0,8	0,0	-0,2
2011	0,1	0,2	-0,1	0,8	0,6	0,2	-0,1	-0,2	0,4	-0,5	0,4	0,0	-0,3
2011 1° trim.	0,4	0,5	0,1	3,0	1,9	1,0	-0,3	-0,1	0,4	0,1	0,5	0,0	-0,5
2° trim.	-0,3	-0,2	-0,6	-0,3	0,3	-0,6	-0,6	-1,0	0,2	-1,4	0,0	-0,2	-0,8
3° trim.	0,1	0,2	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5	-0,2	0,0
4° trim.	0,2	0,3	0,0	0,4	0,2	-0,1	0,2	-0,1	0,5	-1,0	0,6	0,4	0,2
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>													
2011 1° trim.	0,5	0,8	-1,1	-0,9	0,3	0,0	0,4	1,1	1,8	0,2	0,2	1,6	0,3
2° trim.	-2,3	-3,1	1,3	3,9	-2,8	0,6	-1,9	-4,8	-4,1	-3,4	-3,7	-3,8	-1,8
3° trim.	-1,1	-0,9	-1,4	-0,6	-1,7	-0,7	-1,3	0,7	-0,8	1,2	-1,5	-1,0	-0,4
4° trim.	2,8	3,2	0,9	-2,1	4,1	-0,3	2,6	2,7	3,2	1,0	5,4	3,3	1,9

Fonte: elaborazioni della BCE basate sui dati Eurostat.

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

5.3 Mercato del lavoro

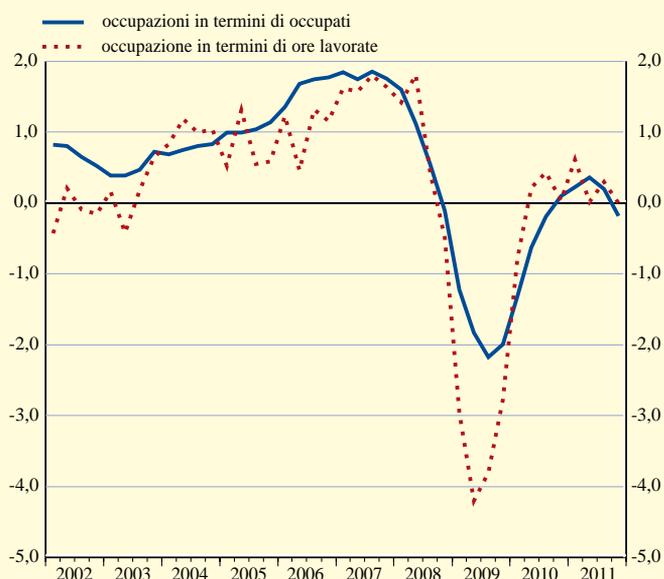
(dati destagionalizzati salvo diversa indicazione)

2. Disoccupazione e posti vacanti¹⁾

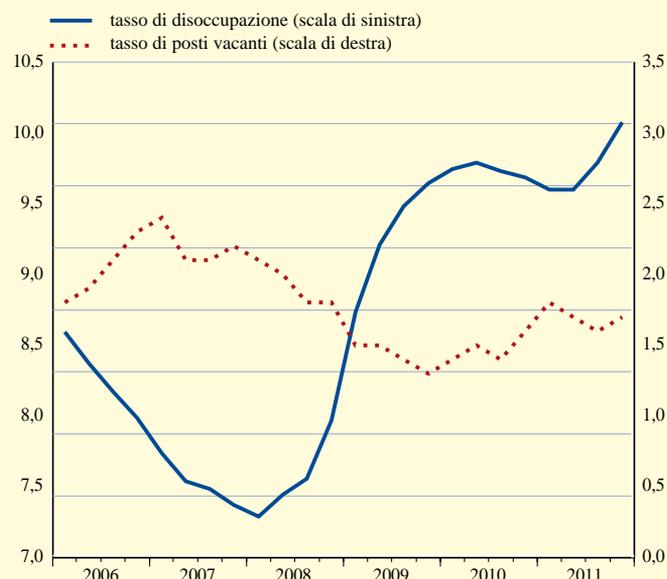
	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti ²⁾ in perc. del totale dei posti di lavoro
	Totale		Per età ³⁾				Per genere ⁴⁾				
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. 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	11,968	7,6	9,293	6,6	2,675	16,0	6,045	7,0	5,923	8,5	1,9
2009	15,055	9,6	11,770	8,4	3,285	20,3	8,146	9,4	6,909	9,8	1,4
2010	15,920	10,1	12,651	8,9	3,269	20,9	8,589	10,0	7,331	10,3	1,5
2011	16,036	10,2	12,837	9,0	3,199	20,8	8,541	9,9	7,495	10,5	1,7
2010 4° trim.	15,833	10,1	12,637	8,9	3,196	20,6	8,451	9,8	7,382	10,4	1,6
2011 1° trim.	15,680	10,0	12,502	8,8	3,179	20,6	8,344	9,7	7,337	10,3	1,8
2° trim.	15,727	10,0	12,564	8,8	3,162	20,5	8,378	9,7	7,349	10,3	1,7
3° trim.	16,094	10,2	12,903	9,0	3,190	20,8	8,535	9,9	7,559	10,5	1,6
4° trim.	16,643	10,5	13,379	9,4	3,265	21,4	8,907	10,3	7,736	10,8	1,7
2011 set.	16,277	10,3	13,063	9,2	3,213	21,0	8,644	10,0	7,633	10,6	-
ott.	16,456	10,4	13,220	9,3	3,237	21,2	8,797	10,2	7,659	10,7	-
nov.	16,681	10,5	13,388	9,4	3,293	21,5	8,902	10,3	7,779	10,8	-
dic.	16,793	10,6	13,528	9,4	3,265	21,4	9,023	10,4	7,770	10,8	-
2012 gen.	16,972	10,7	13,710	9,6	3,262	21,5	9,130	10,6	7,842	10,9	-
feb.	17,134	10,8	13,862	9,7	3,272	21,6	9,227	10,7	7,906	11,0	-

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			
		Banconote, monete e depositi 2	Prestiti 3	Titoli a breve termine 4	Titoli a lungo termine 5
2008 4° trim.	70,1	2,3	11,5	6,7	49,6
2009 1° trim.	73,8	2,3	11,8	7,9	51,8
2° trim.	77,0	2,4	12,2	8,4	54,0
3° trim.	78,9	2,4	12,4	9,2	54,9
4° trim.	79,8	2,5	12,6	8,6	56,2
2010 1° trim.	81,5	2,4	12,8	8,4	57,9
2° trim.	82,8	2,4	13,4	8,1	59,0
3° trim.	83,0	2,4	13,3	8,2	59,1
4° trim.	85,3	2,4	15,3	7,7	60,0
2011 1° trim.	86,3	2,4	15,1	7,7	61,0
2° trim.	87,2	2,4	14,9	7,8	62,0
3° trim.	86,8	2,4	15,1	8,0	61,4

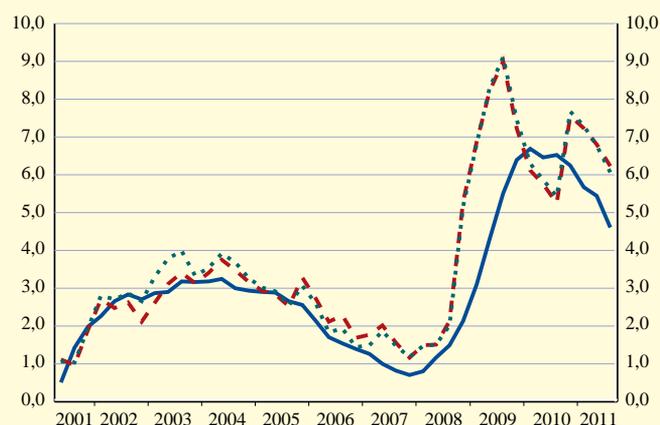
2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	Variazione del debito 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)

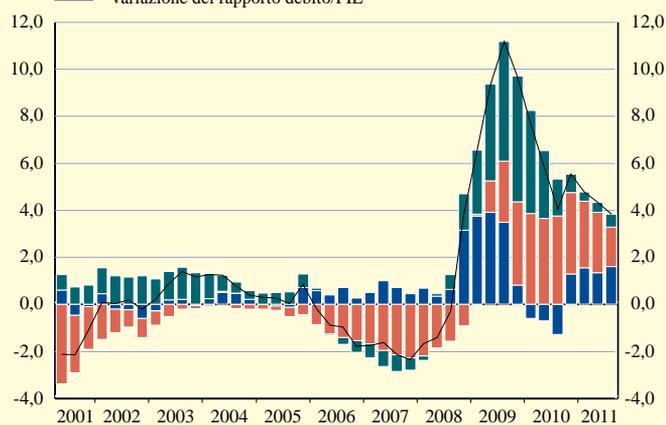
- disavanzo
- - - variazione del debito
- ... fabbisogno



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

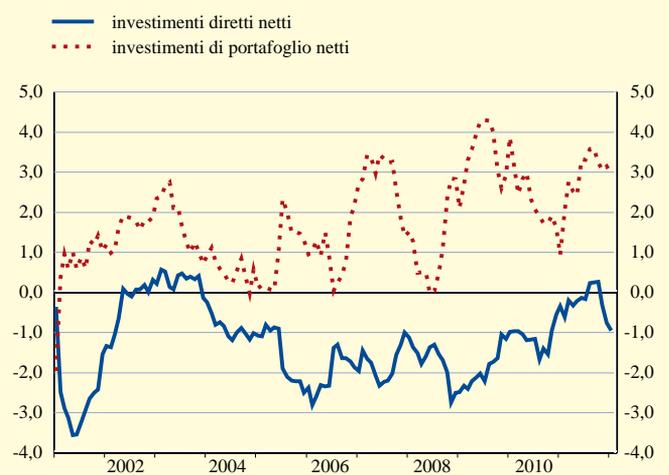
7.1 Bilancia dei pagamenti ¹⁾ (miliardi di euro; transazioni nette)

	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	-29,5	5,0	60,3	10,2	-104,9	9,9	-19,6	10,1	-71,1	296,0	-23,4	-181,4	-10,0	9,5
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.	22,8	17,9	14,4	9,7	-19,2	5,1	27,9	-33,9	-15,7	-20,4	-7,3	16,3	-6,7	5,9
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.	18,3	9,5	6,1	4,7	-2,1	1,4	19,7	-22,2	-0,1	4,6	-7,1	-14,2	-5,4	2,5
2012 gen.	-12,3	-10,1	1,6	3,5	-7,3	0,1	-12,1	12,6	-6,2	-46,9	-3,2	69,5	-0,5	-0,5
	<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>													
2012 gen.	-21,8	9,7	59,3	12,6	-103,4	9,6	-12,2	9,2	-89,1	278,0	-25,6	-149,6	-4,6	3,0
	<i>flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2012 gen.	-0,2	0,1	0,6	0,1	-1,1	0,1	-0,1	0,1	-0,9	3,0	-0,3	-1,6	0,0	0,0

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



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



Fonte:

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

7.2 Conto corrente e conto capitale

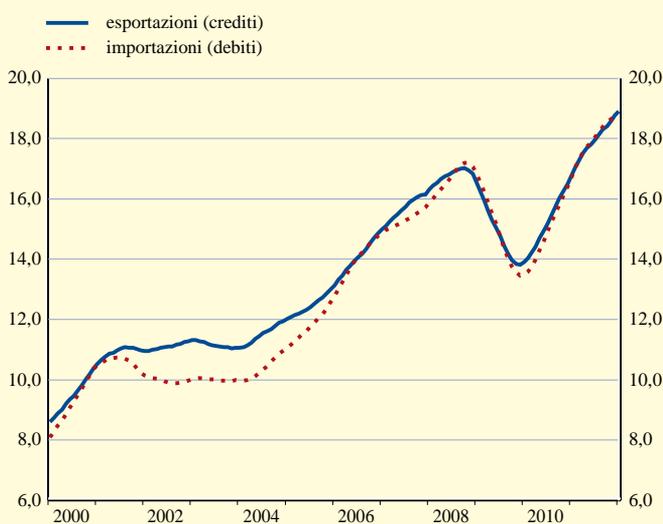
(miliardi di euro; transazioni)

1. Conto corrente e conto capitale: principali voci

	Conto corrente												Conto capitale		
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti				Crediti	Debiti
	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	2.884,7	2.914,2	-29,5	1.770,3	1.765,3	543,1	482,8	482,8	472,7	88,5	.	193,5	.	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.	757,7	734,8	22,8	463,6	445,8	140,0	125,5	125,8	116,1	28,3	.	47,5	.	9,4	4,4
2011 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.	266,3	248,0	18,3	151,7	142,2	50,0	43,9	49,7	45,0	14,9	.	16,9	.	3,9	2,5
2012 gen.	234,5	246,7	-12,3	142,3	152,4	41,0	39,4	41,6	38,0	9,6	.	16,9	.	1,0	0,9
	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.	733,3	737,4	-4,0	452,4	445,1	137,3	122,4	122,6	121,6	21,1	.	48,3	.	.	.
2011 nov.	244,9	245,8	-0,9	152,7	147,6	45,1	40,4	41,8	41,2	5,3	.	16,6	.	.	.
dic.	247,2	243,8	3,4	152,6	146,4	45,9	40,9	41,8	40,5	7,0	.	16,0	.	.	.
2012 gen.	252,6	248,1	4,5	154,4	149,5	44,0	40,1	45,1	42,1	9,1	.	16,3	.	.	.
	<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2012 gen.	2.900,5	2.921,7	-21,2	1.778,6	1.769,9	541,3	482,3	489,7	475,9	91,0	.	193,6	.	.	.
	<i>flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>														
2012 gen.	30,8	31,0	-0,2	18,9	18,8	5,8	5,1	5,2	5,1	1,0	.	2,1	.	.	.

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

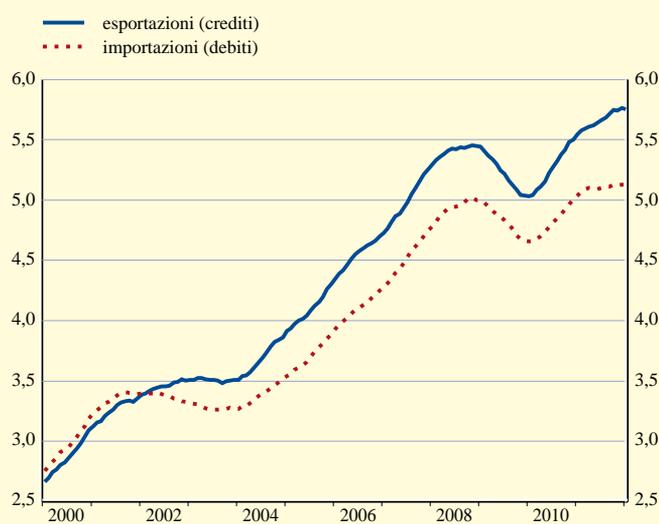
(dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

F35 B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei servizi

(dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



7.2 Conto corrente e conto capitale

(miliardi di euro)

2. Conto dei redditi

(transazioni)

	Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale													
	Crediti	Debiti	Totale		Investimenti diretti				Investimenti di portafoglio				Altri investimenti			
			Crediti	Debiti	Su azioni e altre partecipazioni		Su debito		Dividendi		Interessi		Crediti	Debiti		
	Crediti	Debiti			Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti				
			Utili reinvestiti	Utili reinvestiti												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2008	21,1	13,1	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	154,3	170,0	-15,8	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	166,4	179,8	-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	163,8	177,2	-13,4	4.801,9	3.739,5	4.811,3	7.469,7	-31,6	4.977,1	5.168,1	576,6
2° trim.	15.278,0	16.592,6	-1.314,6	164,1	178,2	-14,1	4.905,2	3.801,7	4.762,6	7.641,6	-48,6	5.077,8	5.149,4	581,0
3° trim.	15.432,1	16.725,3	-1.293,2	164,6	178,4	-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	5,7	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	4,7	6,0	-1,3	336,6	105,5	5,0	266,4	84,5	0,5	179,4	3,4
2009	-128,9	-114,9	-14,0	-1,4	-1,3	-0,2	334,7	231,9	94,0	355,3	-21,1	-531,9	-702,1	-4,6
2010	490,0	534,1	-44,1	5,4	5,8	-0,5	174,9	125,0	145,6	293,6	-17,4	176,7	115,5	10,3
2011	383,2	393,2	-10,1	4,1	4,2	-0,1	238,3	167,1	-60,6	235,4	23,4	172,1	-9,3	10,0
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.	-146,9	-180,8	33,9	-6,1	-7,5	1,4	52,3	36,6	-56,1	-76,5	7,3	-157,2	-140,9	6,7
2011 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.	-36,6	-58,8	22,2	.	.	.	20,8	20,7	3,1	7,7	7,1	-73,0	-87,2	5,4
2012 gen.	66,3	78,9	-12,6	.	.	.	23,6	17,3	28,7	-18,2	3,2	10,3	79,8	0,5
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	-227,1	-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	3,2	.	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.	52,3	46,1	0,1	45,9	6,3	1,0	5,3	36,6	17,5	1,1	16,4	19,1	-0,1	19,2
2011 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.	20,8	15,8	0,9	14,9	5,0	0,5	4,6	20,7	10,3	0,3	10,0	10,5	0,0	10,5
2012 gen.	23,6	26,7	2,3	24,4	-3,2	0,2	-3,3	17,3	23,6	0,2	23,4	-6,2	-0,5	-5,7
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	5,6	5,7	5,5	3,2	-19,7	3,5	4,5	5,5	5,8	5,4	1,6	-31,6	2,0

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

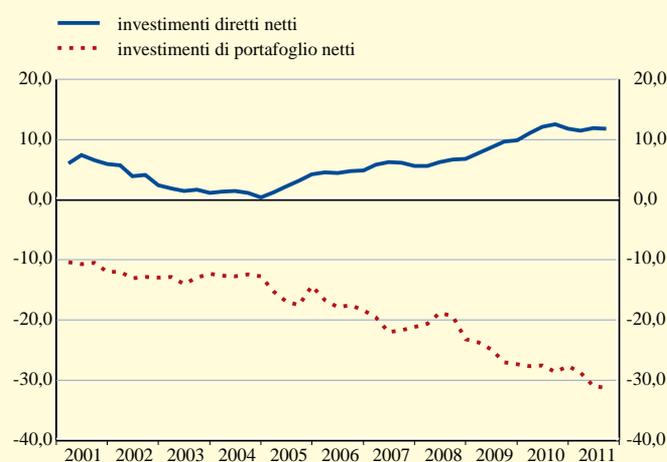
(importi in essere a fine periodo; in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

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

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



7.3 Conto finanziario

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

3. Investimenti di portafoglio: attività

	Totale	Azioni e altre partecipazioni					Strumenti di debito									
		Totale	IFM	Euro-sistema		non IFM	Obbligazioni e note					Strumenti di mercato monetario				
				Euro-sistema	Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Euro-sistema		non IFM	Totale	IFM	Euro-sistema		non IFM
									Euro-sistema	Amministrazioni pubbliche				Euro-sistema	Amministrazioni pubbliche		Euro-sistema	Amministrazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9			10	11	12			13			14	15	16
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.	-56,1	-26,6	-4,0	-0,3	-22,6	.	-27,6	-26,5	0,6	-1,1	.	-1,9	-7,0	-0,8	5,1	.
2011 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.	3,1	-6,1	-0,1	-0,2	-6,0	.	-3,0	-5,3	-0,4	2,3	.	12,2	14,9	6,6	-2,7	.
2012 gen.	28,7	3,7	-0,6	0,0	4,3	.	20,0	1,2	0,8	18,8	.	5,0	2,8	-7,2	2,2	.
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	Totale	IFM	non IFM
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.	-76,5	-4,5	8,8	-13,3	-24,4	-16,6	-7,8	.	-47,6	-6,6	-41,0	.
2011 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.	7,7	11,4	-3,1	14,5	17,2	11,3	5,9	.	-20,9	-9,3	-11,7	.
2012 gen.	-18,2	8,7	4,2	4,5	-34,2	-6,9	-27,3	.	7,3	-3,3	10,6	.
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.	3,2	1,0	-0,5	1,3	4,9	6,5	4,2	.	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	11	12	13	14	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.	-157,2	-8,7	.	.	-171,1	.	.	16,5	.	.	12,9	6,1	.	.	9,2
2011 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.	-73,0	-1,9	.	.	-51,0	.	.	0,4	.	.	-1,5	-20,4	.	.	-17,6
2012 gen.	10,3	1,8	.	.	5,3	.	.	-1,5	.	.	0,5	4,8	.	.	-2,8
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	.	.	2,2	.	.	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.	-140,9	90,3	.	.	-259,6	.	.	4,7	.	.	.	23,7	.	.	.
2011 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.	-87,2	100,6	.	.	-186,8	.	.	2,1	.	.	.	-3,1	.	.	.
2012 gen.	79,8	-35,8	.	.	106,3	.	.	6,3	.	.	.	3,1	.	.	.
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	.	.	45,1	.	.	.	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	
2012 gen.	702,4	459,1	346,845	53,5	29,7	159,8	4,7	9,0	146,3	-	-	-	-0,2	0,2	95,5	-79,3	55,5	
feb.	696,4	456,7	346,846	52,5	30,6	156,4	5,1	6,9	144,2	-	-	-	0,2	0,3	97,4	-83,7	-	
	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.	6,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	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	116,5	51,8	5,7	39,2	2,0	2,1	15,8	22,1	2,8	51,1	24,6
2010	120,4	53,5	5,1	41,8	2,2	2,3	15,5	23,9	2,9	51,9	26,1
2011 1° trim.	117,6	51,3	5,4	40,7	2,2	2,4	15,4	24,2	2,9	49,7	25,3
2° trim.	119,5	50,8	5,9	42,6	2,3	2,3	15,5	25,1	3,0	49,8	26,1
3° trim.	123,1	52,4	6,0	44,4	2,3	2,6	15,5	26,0	3,4	50,9	27,4

Fonte: BCE.

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

7.3 Conto finanziario

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

9. Scomposizione geografica

	Totale	Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro						Canada	Cina	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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⁾

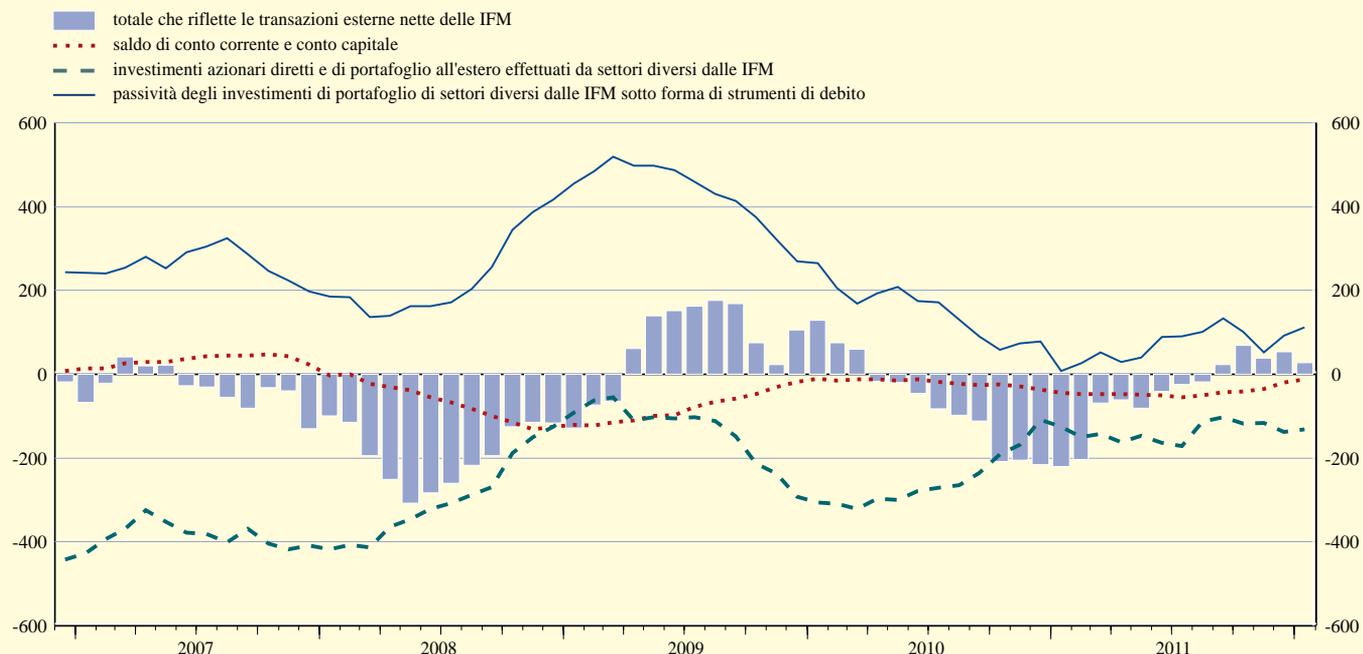
(miliardi di euro; transazioni)

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	54,1	-19,6	-226,0	166,3	49,2	-61,9	35,4	91,4	-139,7	172,8	-23,4	9,5
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.	-26,7	27,9	-51,2	35,7	22,6	-4,1	-13,3	-48,8	-22,6	28,4	-7,3	5,9
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.	50,3	19,7	-19,5	20,5	6,0	0,4	14,5	-5,8	20,1	-1,0	-7,1	2,5
2012 gen.	-50,6	-12,1	-21,0	17,6	-4,3	-21,0	4,5	-16,7	-3,3	9,3	-3,2	-0,5
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2012 gen.	27,0	-12,2	-217,6	146,5	44,7	-70,6	29,5	111,7	-121,6	139,0	-25,6	3,0

F38 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM ¹⁾

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

7.5 Commercio di beni
1. Esportazioni e importazioni in valore e in volume, per categoria merceologica¹⁾
(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Settore manifatturiero	Totale			Per memoria: Settore manifatturiero	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	1.533,6	764,0	311,5	419,8	1.268,7	1.547,8	947,8	229,9	348,3	1.019,7	250,1
2011	12,7	12,3	1.735,8	.	.	.	1.421,7	1.742,3	.	.	.	1.095,4	.
2011 1° trim.	21,5	24,0	426,3	215,0	85,5	115,9	350,2	435,3	277,0	59,3	91,6	277,3	74,8
2° trim.	13,0	12,8	429,4	215,7	87,4	116,0	350,4	436,2	280,3	59,0	90,0	275,7	78,0
3° trim.	9,4	9,6	436,4	219,1	87,5	118,7	358,0	440,3	283,0	59,2	91,6	275,2	81,3
4° trim.	8,3	4,5	443,6	.	.	.	363,1	430,5	.	.	.	267,2	.
2011 ago.	13,9	12,8	147,5	74,2	29,9	40,3	122,3	149,5	95,8	20,4	31,3	93,6	27,0
set.	9,9	8,8	146,8	73,6	29,2	40,0	119,3	145,2	93,2	19,2	30,4	90,9	27,4
ott.	5,8	8,2	144,3	72,5	27,8	39,5	116,7	144,0	91,8	19,6	30,2	89,4	27,2
nov.	10,2	4,2	149,0	74,0	31,1	40,2	121,9	143,6	91,6	19,4	30,1	88,6	27,4
dic.	8,9	0,9	150,3	.	.	.	124,5	143,0	.	.	.	89,3	.
2012 gen.	10,9	3,6	152,3	.	.	.	.	146,4	.	.	.	.	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2009	-16,5	-13,7	119,6	115,0	118,9	128,1	115,9	109,9	101,1	116,4	136,8	111,2	108,0
2010	14,9	10,7	136,8	132,3	138,5	143,5	133,9	121,1	113,3	131,9	143,3	128,1	104,7
2010 4° trim.	15,1	10,3	143,1	137,5	150,4	148,5	139,7	124,1	116,6	134,2	145,4	132,8	109,3
2011 1° trim.	13,3	7,7	145,8	141,6	148,6	152,2	143,2	125,3	118,3	132,5	144,8	133,8	100,3
2° trim.	8,3	2,7	146,9	140,7	153,0	153,8	143,9	124,0	116,6	135,0	143,8	134,5	96,3
3° trim.	5,3	2,6	147,9	142,3	152,1	155,3	145,9	125,0	118,2	135,9	143,1	133,6	102,5
2011 giu.	0,2	-4,4	143,0	137,3	147,3	147,5	140,0	120,2	113,1	127,1	140,7	130,9	97,8
lug.	1,5	1,4	144,7	139,2	148,4	151,1	142,5	124,7	118,4	135,4	141,0	132,5	101,9
ago.	9,3	4,7	149,9	144,1	156,0	158,1	149,3	126,5	119,2	140,4	144,9	135,7	101,8
set.	5,6	1,9	149,1	143,6	151,9	156,6	146,0	123,9	116,9	132,0	143,3	132,5	103,9
ott.	0,2	0,4	145,5	139,9	144,4	153,1	141,2	122,0	114,6	133,8	140,3	129,5	102,2
nov.	4,8	-4,6	150,8	144,6	159,7	156,0	148,3	121,4	114,1	131,5	139,6	128,8	101,6

2. Prezzi²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (f.o.b.) ³⁾							Prezzi all'importazione dei prodotti industriali (c.i.f.)						
	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Settore mani- fatturiero	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Settore mani- fatturiero		
		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			
in perc. del totale	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2010	106,2	4,1	4,8	1,4	2,2	26,4	4,1	108,8	9,8	9,7	1,4	2,9	26,1	5,8
2011	110,5	4,0	5,8	1,4	2,2	23,3	4,0	118,7	9,1	4,6	-0,1	3,8	26,1	4,2
2011 2° trim.	110,4	3,6	6,0	0,8	1,8	22,0	3,5	118,7	8,6	4,6	-0,7	3,3	25,3	3,7
3° trim.	110,8	3,4	5,0	0,9	1,8	25,5	3,4	118,9	8,1	3,0	-1,5	2,9	26,4	3,0
4° trim.	111,1	3,5	3,8	1,8	2,3	20,3	3,4	119,8	7,6	0,4	0,6	3,4	24,0	2,8
2011 set.	111,0	3,5	4,7	1,1	1,8	27,2	3,5	119,4	8,6	2,5	-1,1	3,3	28,6	3,1
ott.	110,8	3,9	4,4	1,7	2,4	24,4	3,8	119,4	9,0	1,5	0,5	4,0	28,1	3,6
nov.	111,1	3,7	3,8	1,8	2,4	22,3	3,6	119,9	8,2	0,8	0,5	3,4	26,6	3,0
dic.	111,4	3,1	3,1	1,8	2,2	14,7	3,0	120,2	5,7	-1,0	0,7	2,8	17,8	1,8
2012 gen.	112,6	3,2	2,3	1,9	2,5	17,7	3,1	122,2	5,5	-1,3	1,2	2,3	17,7	1,8
feb.	112,9	3,0	1,7	2,0	2,2	18,8	3,0	.	.	.	0,0	.	.	0,8

Fonte: Eurostat.

- I raggruppamenti dei prodotti seguono la classificazione per destinazione economica (*Broad Economic Categories* - BEC). A differenza dei raggruppamenti della tavola 2, i beni intermedi e i beni di consumo comprendono i prodotti agricoli ed energetici.
- I raggruppamenti di prodotti seguono la classificazione dei "Raggruppamenti principali di industrie". A differenza dei raggruppamenti della tavola 1, i beni intermedi e di consumo non includono i prodotti agricoli ed energetici. Il settore manifatturiero ha una composizione diversa rispetto ai dati indicati nelle colonne 7 e 12 della tavola 1. I dati riportati sono indici dei prezzi che indicano variazioni pure dei prezzi per un paniere di prodotti e non sono semplici rapporti dei valori e dei volumi indicati nella tavola 1, i quali risentono delle variazioni della composizione e della qualità dei beni scambiati. Questi indici differiscono dai deflatori del PIL per le importazioni e le esportazioni (cfr. tavola 3 della sezione 5.1), poiché questi ultimi comprendono tutti i beni e i servizi nonché anche il commercio transfrontaliero all'interno dell'area dell'euro.
- I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono agli scambi diretti tra produttori interni e clienti non nazionali. A differenza dei dati riportati nella tavola 1 per i valori e i volumi, non sono incluse le esportazioni da parte di grossisti e le reimportazioni.

7.5 Commercio di beni

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

3. Scomposizione per area geografica

	Totale	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia		Africa	America Latina	Altri paesi	
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Esportazioni (f.o.b.)															
2010	1.533,6	30,2	52,6	194,7	208,2	63,0	93,2	47,4	180,6	356,5	94,8	34,6	104,0	73,4	129,7
2011	1.735,8	32,8	60,2	212,4	240,5	79,8	109,0	56,6	197,5	406,1	115,3	39,4	111,0	84,5	145,4
2010 3° trim.	397,2	7,5	13,4	50,0	53,7	16,9	24,0	12,1	47,9	92,3	24,0	8,9	26,4	19,3	33,5
4° trim.	405,7	8,2	14,2	50,3	55,9	17,3	25,0	13,3	46,2	93,3	25,5	9,0	27,1	19,3	35,5
2011 1° trim.	426,3	8,0	14,9	52,8	59,0	18,7	25,8	15,3	49,7	100,1	28,9	9,3	28,0	20,0	34,1
2° trim.	429,4	8,2	15,5	52,3	60,2	19,8	26,5	14,3	48,1	98,4	27,3	9,5	26,8	20,7	38,6
3° trim.	436,4	8,3	15,6	53,4	61,0	20,6	28,8	13,6	48,6	101,6	28,6	10,2	27,8	21,5	35,7
4° trim.	443,6	8,3	14,3	53,9	60,3	20,7	28,0	13,5	51,1	106,0	30,5	10,5	28,4	22,2	37,0
2011 ago.	147,5	2,8	5,3	18,4	20,9	6,9	10,1	4,5	17,1	34,6	9,9	3,5	9,2	7,4	10,5
set.	146,8	2,8	5,1	17,9	20,4	7,0	10,0	4,5	15,8	34,0	9,6	3,4	9,5	7,1	12,6
ott.	144,3	2,7	4,8	17,7	19,7	6,6	9,1	4,4	15,7	34,4	10,2	3,6	9,2	6,9	13,1
nov.	149,0	2,8	4,7	18,2	20,3	7,0	9,4	4,4	17,4	35,5	10,2	3,5	9,6	7,3	12,3
dic.	150,3	2,8	4,8	18,0	20,2	7,2	9,5	4,7	18,0	36,0	10,1	3,4	9,7	8,0	11,6
2012 gen.	152,3	.	.	.	.	7,1	9,9	4,7	18,3	35,8	10,4	3,5	9,6	7,7	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2011	100,0	1,9	3,5	12,2	13,9	4,6	6,3	3,3	11,4	23,4	6,6	2,3	6,4	4,9	8,4
Importazioni (c.i.f.)															
2010	1.547,8	27,4	47,3	147,8	195,4	112,2	72,8	30,7	129,9	494,7	208,6	51,4	118,8	75,2	95,5
2011	1.742,3	29,7	53,0	165,3	226,2	137,5	80,1	34,8	139,3	547,3	216,8	52,5	128,2	90,4	110,5
2010 3° trim.	400,5	6,9	12,4	37,5	50,0	28,2	18,6	7,7	34,3	130,4	55,8	13,2	29,9	19,4	25,2
4° trim.	408,0	7,0	12,5	38,6	52,4	30,2	17,9	8,1	34,2	128,6	54,3	13,0	32,3	20,9	25,2
2011 1° trim.	435,3	7,2	13,2	40,7	55,6	35,6	19,1	9,0	35,3	135,9	54,8	13,7	35,0	21,5	27,1
2° trim.	436,2	7,5	13,4	41,0	56,4	34,1	19,3	8,8	34,2	139,7	55,8	12,7	30,7	21,9	29,3
3° trim.	440,3	7,4	13,8	42,2	57,1	32,7	22,0	8,5	34,4	138,9	54,6	13,2	31,1	23,4	28,7
4° trim.	430,5	7,6	12,6	41,4	57,2	35,0	19,8	8,5	35,4	132,8	51,7	12,8	31,4	23,5	25,4
2011 ago.	149,5	2,4	4,7	14,1	19,2	10,3	8,3	3,1	11,6	47,5	19,1	4,5	10,8	8,1	9,4
set.	145,2	2,5	4,5	14,2	19,2	10,4	7,0	2,6	11,8	44,7	17,2	4,3	10,6	7,6	10,0
ott.	144,0	2,5	4,2	13,8	18,8	12,0	6,6	2,9	11,9	44,8	17,5	4,3	10,6	7,7	8,2
nov.	143,6	2,6	4,3	13,9	19,2	11,7	6,8	2,7	11,7	44,2	17,0	4,2	10,3	7,7	8,4
dic.	143,0	2,5	4,2	13,7	19,1	11,3	6,4	2,9	11,8	43,8	17,2	4,3	10,5	8,0	8,7
2012 gen.	146,4	.	.	.	.	11,4	6,7	2,7	12,0	44,3	17,6	4,1	11,8	7,7	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2011	100,0	1,7	3,0	9,5	13,0	7,9	4,6	2,0	8,0	31,4	12,4	3,0	7,4	5,2	6,3
Saldo															
2010	-14,2	2,7	5,3	47,0	12,7	-49,1	20,4	16,7	50,7	-138,2	-113,8	-16,8	-14,8	-1,8	34,2
2011	-6,5	3,1	7,2	47,1	14,2	-57,7	28,8	21,9	58,2	-141,2	-101,5	-13,0	-17,1	-5,9	34,9
2010 3° trim.	-3,3	0,6	0,9	12,5	3,8	-11,3	5,5	4,5	13,6	-38,1	-31,7	-4,3	-3,4	-0,2	8,3
4° trim.	-2,3	1,3	1,7	11,6	3,6	-12,8	7,1	5,2	12,1	-35,3	-28,8	-4,0	-5,3	-1,6	10,2
2011 1° trim.	-9,0	0,9	1,7	12,1	3,4	-17,0	6,7	6,3	14,3	-35,9	-25,9	-4,5	-7,0	-1,5	7,0
2° trim.	-6,7	0,7	2,1	11,4	3,9	-14,3	7,2	5,5	13,9	-41,2	-28,5	-3,2	-3,9	-1,2	9,3
3° trim.	-3,9	0,9	1,8	11,2	3,9	-12,1	6,8	5,1	14,1	-37,2	-25,9	-3,1	-3,3	-1,9	7,0
4° trim.	13,1	0,7	1,7	12,4	3,1	-14,3	8,2	5,0	15,7	-26,8	-21,2	-2,3	-3,0	-1,2	11,6
2011 ago.	-2,0	0,3	0,6	4,3	1,6	-3,5	1,8	1,5	5,5	-12,9	-9,2	-1,0	-1,7	-0,8	1,1
set.	1,6	0,2	0,6	3,7	1,1	-3,4	3,0	1,9	4,0	-10,7	-7,7	-0,8	-1,1	-0,5	2,5
ott.	0,3	0,3	0,6	3,9	0,9	-5,4	2,5	1,5	3,8	-10,4	-7,3	-0,7	-1,5	-0,8	4,9
nov.	5,4	0,1	0,4	4,3	1,1	-4,7	2,7	1,7	5,7	-8,7	-6,8	-0,8	-0,7	-0,4	3,9
dic.	7,4	0,3	0,7	4,3	1,1	-4,2	3,0	1,8	6,2	-7,8	-7,1	-0,9	-0,8	0,0	2,9
2012 gen.	5,9	.	.	.	.	-4,4	3,2	2,0	6,3	-8,6	-7,2	-0,6	-2,1	0,0	.

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	104,9	118,7	104,8	119,7	106,8
2010	103,6	101,6	98,1	96,8	107,8	97,2	111,4	98,1
2011	103,4	100,7	97,6	95,1	107,4	95,8	112,1	97,6
2011 1° trim.	102,7	100,1	97,1	94,9	105,7	95,3	110,7	96,7
2° trim.	105,2	102,6	99,3	97,1	109,0	97,7	113,5	99,0
3° trim.	103,5	100,6	97,6	95,1	108,1	95,7	112,5	97,7
4° trim.	102,1	99,5	96,3	93,3	106,9	94,5	111,6	97,0
2012 1° trim.	99,5	96,9	94,3	.	.	.	108,3	94,0
2011 mar.	104,1	101,6	98,5	-	-	-	112,3	98,1
apr.	105,9	103,3	100,0	-	-	-	114,0	99,6
mag.	104,9	102,2	98,8	-	-	-	113,2	98,6
giu.	105,0	102,2	99,0	-	-	-	113,4	98,8
lug.	104,0	101,0	98,1	-	-	-	112,4	97,7
ago.	103,9	100,8	97,9	-	-	-	112,9	98,0
set.	102,8	100,0	96,8	-	-	-	112,0	97,4
ott.	103,0	100,3	97,0	-	-	-	112,6	97,9
nov.	102,6	99,9	96,7	-	-	-	112,1	97,4
dic.	100,8	98,2	95,1	-	-	-	110,3	95,8
2012 gen.	98,9	96,3	93,6	-	-	-	108,0	93,7
feb.	99,6	97,2	94,5	-	-	-	108,4	94,1
mar.	99,8	97,4	94,8	-	-	-	108,6	94,3
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2012 mar.	0,2	0,2	0,4	-	-	-	0,3	0,2
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2012 mar.	-4,1	-4,2	-3,8	-	-	-	-3,3	-3,8

F39 Tassi di cambio effettivi

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)

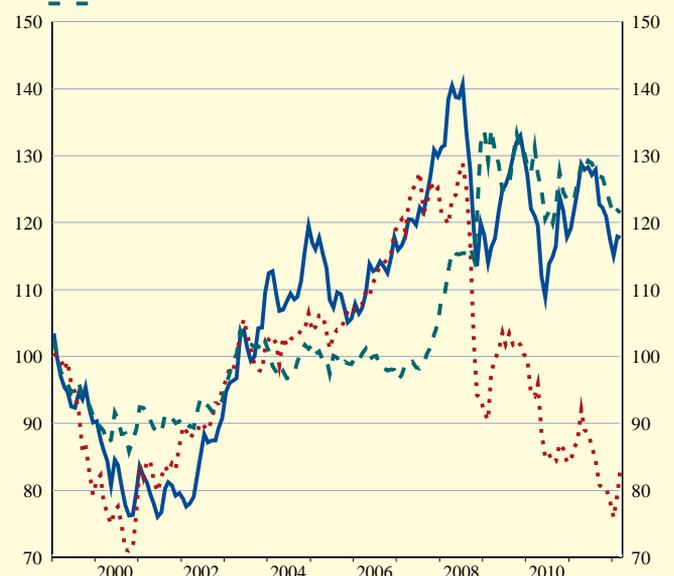
— TCE-20 nominale
 - - - TCE-20 deflazionato sulla base dell'IPC reale



F40 Tassi di cambio bilaterali

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)

— USD/EUR
 - - - JPY/EUR



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 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
2012 1° trim.	1,9558	25,084	7,4350	0,6985	3,4528	296,85	4,2329	4,3533	8,8529	0,83448	7,5568	2,3556
2011 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
mar.	1,9558	24,676	7,4354	0,6977	3,4528	292,26	4,1370	4,3668	8,8873	0,83448	7,5358	2,3631
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2012 mar.	0,0	-1,5	0,0	-0,2	0,0	0,5	-1,1	0,4	0,8	-0,3	-0,6	1,6
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2012 mar.	0,0	1,2	-0,3	-1,3	0,0	7,9	3,1	4,9	0,0	-3,7	2,0	6,9
	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 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	
2012 1° trim.	1,2425	2,3169	1,3128	8,2692	10,1725	-	65,8991	11,901,67	4,9431	103,99	4,0121	
2011 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	
mar.	1,2538	2,3674	1,3121	8,3326	10,2474	-	66,5399	12,082,50	4,9679	108,88	4,0229	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2012 mar.	1,7	4,2	-0,5	0,0	-0,1	-	2,3	1,4	0,4	4,9	0,6	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2012 mar.	-9,5	2,0	-4,0	-9,3	-6,1	-	5,7	-1,5	-0,4	-4,8	-5,3	
	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 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	
2012 1° trim.	17,0195	1,6030	7,5868	56,421	39,5496	1,6573	10,1730	1,482,75	1,2080	40,630	1,3108	
2011 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	
mar.	16,8239	1,6104	7,5315	56,634	38,7804	1,6624	10,0475	1,487,83	1,2061	40,557	1,3201	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2012 mar.	-0,5	1,6	-0,3	0,4	-1,6	0,2	-0,8	0,2	-0,1	-0,1	-0,2	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2012 mar.	0,1	-14,7	-3,8	-7,0	-2,6	-6,4	3,7	-5,1	-6,3	-4,6	-5,7	

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 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
feb.	2,0	4,0	2,7	3,3	3,7	5,8	4,4	2,7	1,0	3,4
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL										
2008	1,7	-2,2	-4,2	-3,3	-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 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
feb.	5,31	3,12	1,84	5,45	5,15	8,60	5,46	6,99	1,89	1,48
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno; media nel periodo										
2011 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
feb.	3,19	1,20	1,00	1,31	1,43	8,83	4,97	4,79	2,44	1,07
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	1,7	1,0	5,5	5,9	1,7	4,3	2,5	3,9	0,7
2011 2° trim.	2,2	2,1	1,4	5,2	6,4	1,7	4,6	1,4	4,8	0,4
3° trim.	1,6	1,3	0,0	5,9	6,7	1,5	4,2	3,4	4,4	0,3
4° trim.	1,6	0,6	0,5	5,9	5,4	1,5	4,3	2,2	1,2	0,5
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL										
2010	-0,2	-3,0	5,6	4,9	4,2	3,0	-2,8	-4,2	6,7	-3,1
2011	2,2	-2,5	6,7	0,9	0,9	3,6	-2,1	-4,1	7,1	-1,7
2011 2° trim.	0,6	-5,9	7,0	-0,7	-2,1	3,2	-2,1	-7,5	6,7	-0,3
3° trim.	11,9	-5,7	8,4	0,8	5,7	4,4	-3,3	-4,3	8,6	-3,1
4° trim.	-4,1	-0,6	5,9	2,6	-1,7	3,2	-1,4	-1,8	5,3	-1,6
Debito estero lordo in percentuale del PIL										
2009	108,3	51,6	188,5	156,5	87,0	144,9	59,4	68,5	210,5	416,9
2010	102,8	56,5	190,7	165,4	87,4	144,0	66,0	75,8	191,3	413,9
2011 2° trim.	95,9	55,6	181,4	154,6	85,3	137,2	68,7	76,5	188,2	416,8
3° trim.	93,3	57,9	182,9	151,4	81,9	146,9	73,6	76,9	196,4	434,2
4° trim.	92,0	58,4	.	145,9	80,8	145,3	72,2	73,5	194,7	426,0
Costo del lavoro per unità di prodotto										
2010	5,6	-0,7	-1,0	-9,8	-7,3	-3,2	2,2	7,9	-1,9	1,7
2011	1,1	0,2	0,3	2,1	-0,3	4,4	.	1,7	-0,9	1,6
2011 2° trim.	-0,1	0,4	-0,8	3,1	-1,0	5,8	0,1	1,9	-1,0	1,1
3° trim.	3,1	0,0	0,9	2,1	-1,2	6,0	2,0	3,9	-0,9	2,4
4° trim.	4,8	0,4	1,5	2,1	2,2	3,4	.	0,3	0,4	3,3
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)										
2010	10,2	7,3	7,5	18,7	17,8	11,1	9,6	7,3	8,4	7,8
2011	11,2	6,7	7,6	15,4	15,4	10,9	9,7	7,4	7,5	8,0
2011 3° trim.	11,1	6,6	7,5	14,8	15,3	10,9	9,7	7,5	7,3	8,2
4° trim.	11,6	6,6	7,8	14,6	14,3	10,9	10,0	7,5	7,5	8,3
2011 dic.	11,8	6,7	7,8	14,6	14,3	11,0	10,1	7,5	7,5	8,3
2012 gen.	12,2	6,7	7,9	.	.	11,3	10,1	7,2	7,6	.
feb.	12,4	6,8	7,9	.	.	11,0	10,2	7,1	7,5	.

Fonti: BCE, Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali, Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

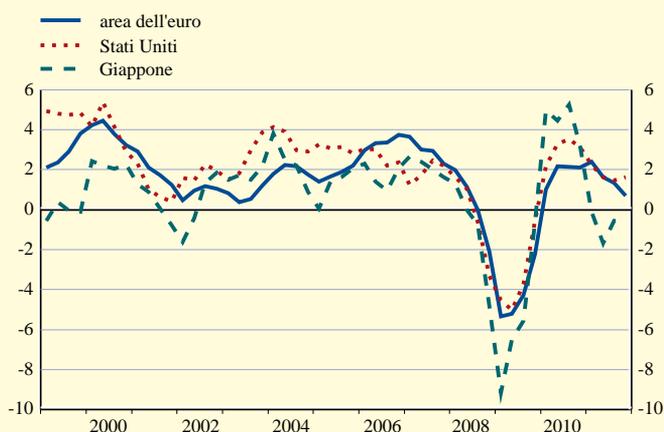
9.2 Indicatori economici e finanziari negli Stati Uniti e in Giappone

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto 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; ⁴⁾ dati di fine periodo	Tasso di cambio ⁵⁾ (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	-4,8	5,8	7,1	2,93	2,70	1,4708	-6,6	61,5
2009	-0,4	-0,6	-3,5	-13,8	9,3	7,9	0,69	4,17	1,3948	-11,6	74,1
2010	1,6	-2,0	3,0	6,3	9,6	2,3	0,34	3,57	1,3257	-10,7	82,4
2011	3,2	1,9	1,7	4,8	9,0	7,2	0,34	2,10	1,3920	.	.
2011 1° trim.	2,1	1,3	2,2	6,8	9,0	4,6	0,31	3,76	1,3680	-9,9	83,2
2° trim.	3,4	1,0	1,6	4,0	9,0	5,4	0,26	3,46	1,4391	-10,2	83,0
3° trim.	3,8	2,0	1,5	3,9	9,1	9,1	0,30	2,18	1,4127	-9,7	84,9
4° trim.	3,3	3,1	1,6	4,4	8,7	9,5	0,48	2,10	1,3482	.	.
2012 1° trim.	.	.	.	.	.	.	0,51	2,38	1,3108	.	.
2011 nov.	3,4	.	.	4,1	8,7	9,6	0,48	2,30	1,3556	.	.
dic.	3,0	.	.	4,6	8,5	9,6	0,56	2,10	1,3179	.	.
2012 gen.	2,9	.	.	5,3	8,3	10,2	0,57	1,97	1,2905	.	.
feb.	2,9	.	.	5,4	8,3	9,9	0,50	2,15	1,3224	.	.
mar.	.	.	.	.	.	.	0,47	2,38	1,3201	.	.
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	-1,3	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	.	.
2011 1° trim.	-0,5	0,4	-0,1	-2,6	4,8	2,5	0,19	1,33	112,57	.	.
2° trim.	-0,4	1,6	-1,7	-6,9	4,6	2,7	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	.	.
2012 1° trim.	.	.	.	.	.	.	0,20	1,05	103,99	.	.
2011 nov.	-0,5	.	.	-4,2	4,4	3,0	0,20	1,10	105,02	.	.
dic.	-0,2	.	.	-4,4	4,5	3,2	0,20	1,00	102,55	.	.
2012 gen.	0,1	.	.	-1,3	4,7	3,1	0,20	0,98	99,33	.	.
feb.	0,3	.	.	1,5	.	3,0	0,20	1,01	103,77	.	.
mar.	.	.	.	.	.	.	0,20	1,05	108,88	.	.

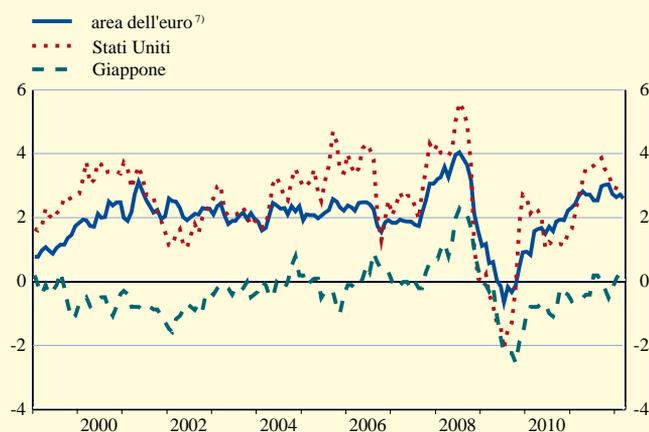
F41 PIL a prezzi costanti

(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 destagionalizzati e non destagionalizzati	S37
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S38
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S39
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S41
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	S43
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S43
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S44
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S44
F25	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	S45
F26	<i>Spread</i> e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro	S45
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S46
F28	Occupazione: occupati e ore lavorate	S55
F29	Tasso di disoccupazione e tasso di posti vacanti	S55
F30	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	S60
F31	Debito (definizione di Maastricht)	S60
F32	B.d.p. dell'area dell'euro: conto corrente	S61
F33	B.d.p. dell'area dell'euro: investimenti diretti e di portafoglio	S61
F34	B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei beni	S62
F35	B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei servizi	S62
F36	Posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro	S65
F37	Posizione patrimoniale dell'area dell'euro per investimenti diretti e di portafoglio	S65
F38	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM	S70
F39	Tassi di cambio effettivi	S73
F40	Tassi di cambio bilaterali	S73
F41	PIL a prezzi costanti	S76
F42	Indici dei prezzi al consumo	S76



NOTE TECNICHE

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

$$(a) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

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:

$$(l) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(m) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza intende indicare che il metodo utilizzato per ottenere le “emissioni nette” nelle statistiche sulle emissioni di titoli differisce da quello impiegato per calcolare le equivalenti “transazioni” nel caso degli aggregati monetari.

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

$$(n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze nozionali al mese t . Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(o) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono riclassificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione per le emissioni totali di titoli è effettuata in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti per settore e per scadenza.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze nozionali. Le stime ottenute dei fattori stagionali vengono poi applicate alle consistenze, dalle quali si derivano le emissioni nette destagionalizzate. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

Come nelle formule l) e m), il tasso di crescita a_t per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei sei mesi che terminano nel mese t – può

4) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione “Statistics” del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione “Monetary and financial statistics”.

essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(p) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(q) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

TAVOLA 1 DELLA SEZIONE 5.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni industriali non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici viene aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

TAVOLA 2 DELLA SEZIONE 7.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando

X-12-ARIMA oppure TRAMO-SEATS a seconda della voce. I dati grezzi sui beni, sui servizi, sui redditi e sui trasferimenti correnti vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle giornate lavorative. La correzione per il numero di giornate lavorative nel conto corrente dei beni e in quello dei servizi tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. La destagionalizzazione di queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del conto corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagionalizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti dell'area dell'euro. I fattori stagionali (e quelli relativi alle giornate lavorative) vengono rivisti con frequenza semestrale o qualora ritenuto necessario.

SEZIONE 7.3

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI E ANNUALI

Il tasso di crescita sui dodici mesi per il trimestre t si calcola sulla base delle posizioni (L_t) e delle transazioni trimestrali (F_t), utilizzando la seguente formula:

$$(r) \quad a_t = \left(\prod_{i=t-3}^t \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Il tasso di crescita per le serie annuali equivale al tasso di crescita dell'ultimo trimestre dell'anno.



NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie temporali più dettagliate e più lunghe, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu). È possibile consultare i dati nello *Statistical Data Warehouse* della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), predisposto con strumenti di ricerca e di *download*. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di *file* compressi in formato *Comma Separated Value* (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica statistics@ecb.europa.eu.

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 3 aprile 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'18 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 E 4 APRILE 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.



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.

